

**IMPLEMENTERINGEN AV EUS DIREKTIV OM
MARKEDER FOR FINANSIELLE
INSTRUMENTER (MiFID)**

**Investorbeskyttelse med særlig fokus på god
forretningsskikk og beste resultat ved
ordreutførelse**

Kandidatnummer: 452

Veileder: Odd-Harald Wasenden

Leveringsfrist: 25. APRIL 2007

Til sammen 13692 ord

19.10.2007

1	Innledning	5
1.1	Presentasjon av tema og problemstilling	5
1.2	Direktivets bakgrunn	7
1.3	Rettskildesituasjonen	8
2	Oversikt og generelle elementer i investorbeskyttelsen	11
2.1	Organisering av verdipapirforetakets virksomhet	12
2.2	Kundeklassifisering	12
2.2.1	Profesjonelle kunder	13
2.2.2	Ikke profesjonelle kunder	14
2.2.3	Omklassifisering av kundetype	14
2.2.4	Betydningen av kundeklassifiseringen	17
3	God forretningsskikk	20
3.1	Generelt om god forretningsskikk	20
3.1.1	Informasjon til kunder og potensielle kunder	20
3.1.2	Verdipapirforetakets plikt til å innehente informasjon om kunden og potensielle kunder	22
3.1.3	Rene utførelsestransaksjoner	29
3.1.4	Kunderegister	30
3.1.5	Utførelsesrapport	31
3.1.6	Bestemmelsens virkning i forhold til annen EU-lovgivning	31
3.2	Gjeldende norsk rett	31
3.2.1	Bransjepraksis	32

3.2.2	Bestemmelsens innvirkning på gjeldende rett.....	33
3.3	Konklusjon	34
4	Beste resultat ved ordrettførelse	35
4.1	Generelt om bestemmelsen	35
4.1.1	Kravet til ordrettførelsespolitikk	38
4.1.1.1	Innholdskrav til retningslinjene	38
4.2	Gjeldende norsk rett	46
4.2.1	Bestemmelsens innvirkning på gjeldende norsk rett.....	47
4.3	Konklusjon	49
5	Vurdering av MiFID	50
5.1	Direktivets ulike aspekter	50
5.1.1	Kundens kontroll av ordrettførelsen.....	50
5.1.2	Økt konkurranse mellom verdipapirforetakene	50
5.1.3	Økt konkurranse mellom handelssystemene	51
5.1.4	Tilsyn med verdipapirforetaket	52
5.2	Omfanget av MiFID	52
5.3	MiFIDs innvirkning på de ulike aktører i verdipapirmarkedet	53
5.3.1	Innvirkning på verdipapirforetakene	53
5.3.2	Innvirkning på verdipapirforetakets kunder.....	54
5.4	Implementeringen i norsk rett	54
6	Register	57
6.1	Lover	57
6.2	EU-lovgivning	57
6.3	Forarbeider	58
6.3.1	Odelstingsproposisjoner	58
6.3.2	Norges offentlige utredninger.....	58
6.3.3	Statens offentlige utredninger	58

6.4	Litteraturliste.....	58
6.4.1	Bøker	58
6.4.2	Artikler.....	59
6.4.3	Enkeltstående nettdokument.....	60

1 Innledning

1.1 Presentasjon av tema og problemstilling

EUs direktiv 2004/39/EC om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) ble vedtatt av Europaparlamentet og Europarådet 21. april 2004. Hovedformålet med direktivet er å bidra til å utvikle og sikre de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet, samt oversiktighet og fremme investorenes tillit til markedet, jfr. MiFIDs fortale pkt. 2 og 5. Transaksjoner skal være like effektive når alle parter og infrastrukturer er hjemmehørende i ulike medlemsstater, som når de er hjemmehørende i samme medlemsstat, jfr. direktivets fortale pkt. 1. Dette for å skape et reelt felles marked på verdipapiriområdet ("*Single Market*")¹. Prinsipielt sett er ikke dette noe nytt, men en videreføring av Investment Services Directive (ISD)², som omhandlet investeringstjenester på verdipapiriområdet.

MiFID regulerer både yterne av investeringstjenester og markedene for finansielle instrumenter ("*investment firms and regulated markets*"), jfr. MiFID art. 1 nr. 1. Større deler av verdipapirforetakenes virksomhet kreves etter MiFID underlagt nasjonal regulering for å beskytte kunder og markedets virkemåte. Det stilles krav om konsesjonsplikt for flere investororienterte tjenester, herunder investeringsrådgivning. Videre innebærer MiFID en utvidelse i forhold til ISD, ved at varederivater omfattes.³ MiFID legger således opp til et gjennomgående sterkere vern enn ISD.

¹ MiFIDs fortale pkt. 2 nest siste punktum

² Investment Services Directive 93/22/EEC

³ MiFIDs vedlegg I del C

Middelet for å nå direktivets mål er et regelsett som bygger på prinsippene om høyere investorbeskyttelse, mer gjennomsiktighet og felles spilleregler på tvers av landegrensene. Det er likevel ikke slik at disse tre prinsippene opererer uavhengig av hverandre. Mer gjennomsiktighet og felles spilleregler vil være med på å styrke investorbeskyttelsen.

Felles spilleregler på tvers av landegrensene innebærer økte forretningsmuligheter ved at det vil redusere de rettslige og faktiske terskler for grenseoverskridende virksomhet og filialetablering på tvers av landegrensene for investorene.⁴ Dette betyr at investorene vil nyte den samme beskyttelsen enten de velger å bruke et norsk verdipapirforetak eller om de ønsker å bruke et utenlandsk verdipapirforetak. Nivået på beskyttelsen vil være den samme.

Direktivet er forholdsvis omfattende og reiser en rekke problemstillinger både når det gjelder forståelsen av direktivet i seg selv, samt implementeringen av dette i norsk rett. Jeg har valgt å fokusere på investorbeskyttelsen som følger av direktivet, da dette er et viktig tema generelt i verdipapirretten, samt at det er ett av de viktigste prinsippene i MiFID, jfr. fortalens pkt. 2.

Oppgavens rettslige problemstilling er hvilke krav som følger av MiFID vedrørende investorbeskyttelse, hvor det særlig legges vekt på art. 19 om god forretningsskikk og art. 21 om beste resultat ved ordreutførelse. Spesielt interessant er en bestemmelse i artikkelen om beste resultat ved ordreutførelse, da den introduserer en helt ny regulering i norsk verdipapirrett vedrørende verdipapirforetakets plikt til å etablere og anvende en ordreutførelsespolitikk. Det samme kan også sies om to tester som innføres i forbindelse med plikten til å innhente og vurdere informasjon om kunden i artikkelen om god forretningsskikk, herunder hensiktsmessighetstesten og egnethetstesten. Jeg vil videre ta stilling til om nevnte artikler i direktivet innfører noe nytt i

⁴ Kredittilsynet, Erfaringer og utfordringer 1986–2006, side 141

investorbeskyttelsen i forhold til gjeldende rett, og i den sammenheng se på hvordan Finansdepartementet i Ot. prp nr. 34 (2006-2007) av 23. mars 2006 har foreslått å implementere direktivet. Artikkene vil bli behandlet i hvert sitt kapittel, henholdsvis kapittel tre om god forretningsskikk og kapittel fire om beste resultat ved ordreutførelse. Før nevnte artikler behandles vil jeg begynne fremstillingen med et kapittel som gir oversikt over- og felles regler for investorbeskyttelsen i direktivet. Oppgaven avsluttes med en generell vurdering av oppgavens tema.

1.2 Direktivets bakgrunn

Et velfungerende europeisk verdipapirmarked er nødvendig for å gjennomføre en av de fire frihetene i EU-retten, nemlig fri flyt av tjenester. Uttrykket de fire friheter er hentet fra EU-terminologien, men er ikke uttrykt i EF-traktaten eller noen av de øvrige EU-traktatene. Begrepet brukes som en fellesbetegnelse på EF-traktatens prinsipper om fri bevegelighet av varer, tjenester, personer og kapital. Bakgrunnen for reglene om de fire friheter i EF-traktaten var ønsket om å skape et felles marked i EF-området med de samme karakteristika som et nasjonalt marked.⁵

Et hovedsatsningsområde i EU de siste årene har vært arbeidet med å integrere de europeiske finansmarkeder. Dette viser seg ved at Europakommisjonen utarbeidet en omfattende handlingsplan for finansielle tjenester i mai 1999, Financial Services Action Plan (FSAP)⁶. Formålet med planen er blant annet å fremskynde integreringen av de finansielle markedene for å sikre den europeiske økonomiens konkurransedyktighet⁷. Planen oppsummerer hvilke tiltak som må iverksettes, for å bedre det indre marked for kapital og investeringstjenester. I tillegg identifiserer den en rekke områder som burde

⁵ Frederik Sejersted m.fl, EØS-rett, 2.utgave, Oslo, 1995, side 260

⁶ Financial Services Action Plan: Implementing the framework for financial markets: Action Plan, COM(1999)232,11.05.99

⁷ FSAP, side 21

harmoniseres på det europeiske verdipapirmarkedet. MiFID er en viktig del av EUs FSAP og erstatter ISD, jfr. MiFID art. 69.

1.3 Rettskildesituasjonen

Det foreligger få rettskilder på angjeldende rettsområde, hvilket har sin årsak i at direktivet er helt nytt. Sentralt i vurderingen av direktivet og de særskilte bestemmelsene vil derfor være direktivteksten. Videre inneholder direktivet en fortale som i utgangspunktet bare er relevant i den utstrekning den er nødvendig for tolkningen av direktivet, jfr. EØS-avtalens protokoll 1 pkt. 1. Det kan allerede her bemerkes at fortalen er nødvendig på det nåværende tidspunkt grunnet mangel på rettskilder.

I EU-retten er det utviklet en egen regelverkprosess, Lamfalussyprosessen, som skal være tidsbesparende slik at den effektiviserer gjennomføringen av direktiver i finansmarkedslovgivningen.⁸ Denne prosessen er basert på fire ulike nivåer hvor MiFID er et rammedirektiv på nivå en som inneholder overordnede prinsipper og ikke utfyllende detaljreguleringer.⁹ Mer omfattende detaljreguleringer kommer først på nivå to, tre og fire. En forklaring på de ulike nivåene følger nedenfor. Formålet med å utarbeide rammedirektiv er at man raskere kan sette i gang en implementeringsprosess i de ulike medlemslandene. Fordelen med splittelsen av denne prosessen innebærer at Europarådet og Europaparlamentet kan fokusere på hovedtrekkene i den politiske beslutningen, mens den tekniske implementeringsdelen utarbeides i ettertid. Denne fleksibiliteten tillater raskere tilpasning av lovgivningen slik at den kan holde tritt med utviklingen i markedet.

⁸ Lamfalussyprosessen, utviklet av komiteen "The Group of Wise Men" bestående av børs eksperter.

Rapport fremlagt den 15. februar 2001

⁹ Final report of the committee of wise men on the regulation of european securities markets av 15.februar 2001, side 6

Europakommisjonen fremla 10. august 2006 kommisjonsdirektiv 2006/39/EF knyttet til MiFID (heretter kalt Gjennomføringsdirektivet). Gjennomføringsdirektivet er et direktiv på nivå 2 i regelverkprosessen og har blitt til ved samarbeid mellom EU-kommisjonen og en komité bestående av representanter fra medlemsstatenes ulike finansdepartementer (European Securities Committee). Denne typen direktiv fastsetter utfyllende regler til rammedirektivets bestemmelser.¹⁰ Gjennomføringsdirektivet omhandler de organisatoriske krav til og betingelsene for drift av investeringsselskaper, samt definisjoner av begreper med henblikk på MiFID.

Det foreligger videre så langt én uttalelse fra The Committee of European Securities Regulators (CESR) på nivå 3, som er relevant for oppgavens tema.¹¹ CESR oppgave er å jobbe med å tilrettelegge gjennomføringen av regelverket i EU-landene, slik som for eksempel å uttale seg om tolkningsspørsmål. Den aktuelle uttalelsen omhandler kun spørsmål knyttet til beste resultat ved ordreutførelse.

Dette er så langt arbeidet med implementeringen av MiFID har kommet i EU-organene. Det foreligger således ingen dokumenter på nivå fire, som gjelder EU-kommisjonens satsning på gjennomføring og håndhevelse av regelverket, verken generelt knyttet til MiFID eller spesielt i forhold til oppgavens tema.¹²

Når det gjelder den norske implementeringsprosessen fremla Finansdepartementet den 23. mars 2006 Odelstingsproposisjon (2006-2007) nr. 34 med forslag til ny verdipapirhandellov og børslov, hvor MiFID implementeres i norsk rett. Lovforslaget bygger på verdipapirmarkedsløvtvalgets delutredning i NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter. Frist for gjennomføring i nasjonal rett er satt til 1.

¹⁰ Jfr. note 9

¹¹ CESR, Best execution under MiFID, February 2007, CESR/07-050b

¹² Jfr. note 9

november 2007¹³. Dette betyr at verdipapirforetakene må ha implementert regelverket innen denne fristen.

¹³ Europaparlamentet - og rådets direktiv 2006/31/EF av 5. april 2006 om endring av direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter vedrørende visse frister.

2 Oversikt og generelle elementer i investorbeskyttelsen

For å oppnå målet om økt investorbeskyttelse introduserer MiFID et nytt investorbeskyttelsessystem, som kan deles inn i tre deler: informasjonsforpliktelsen, rådgivningsreglene og reglene om beste resultat ved ordreutførelse. Informasjonsplikten og rådgivningsreglene fremgår i hovedsak av artikkelen om god forretningsskikk.

Investorbeskyttelseshensynet søkes ivaretatt ikke bare gjennom de regler jeg skal behandle i oppgaven, men også gjennom økt transparens, herunder artikkelen om pre-trade transparency(internalisering) i MiFID art. 27. Bestemmelsen går ut på at verdipapirforetak som bedriver internalisering skal publisere forpliktende kurser dersom det foreligger et likvid marked ("*publish a firm quote*"), jfr. MiFIDs art 27 første ledd. Internalisering innebærer at et verdipapirforetak utfører kundeordre på egen bok utenfor et regulert marked eller en multilateral handelsfrihet (MHF)¹⁴, jfr. direktivets art. 4 pkt. 7. Et marked er likvid når forskjellen mellom kjøps- og salgskursene er liten og det omsettes store mengder med begrenset innvirkning på kursene.¹⁵ Formålet med bestemmelsen er å forebygge interessekonflikter i verdipapirforetaket, og sikre at kunden oppnår det beste mulig resultat ved ordreutførelsen.¹⁶ Bestemmelsen er ikke særlig interessant i norsk rett da man ikke kjenner til noen utstrakt egenhandelsvirksomhet i Norge i den form som artikkel 27 skisserer.¹⁷

¹⁴ MHF er betegnelsen på et handelssystem som legger til rette for omsetning av finansielle instrumenter, og som representerer et alternativ til omsetning på de regulerte markedene, jfr. Ot.prp. nr. 34 kap. 11.1 s. 232

¹⁵ Jfr. ordbok på www.oslobors.no

¹⁶ NOU 2006:3 kapittel 4.9.1 første ledd

¹⁷ NOU 2006:3 kapittel 4.9.3 første ledd

2.1 Organisering av verdipapirforetakets virksomhet

MiFID fastsetter videre en rekke overordnede krav til verdipapirforetakets organisering av egen virksomhet, jfr. art. 13 *Organisationl requirements*. Verdipapirforetaket må også iverksette tiltak for å forhindre interessekonflikter, jfr. art. 18 *Conflict of interests*. Dette for å sikre kunden det beste mulige forhold. Verdipapirforetaket må blant annet etablere regler og prosedyrer som er nødvendige for å sikre at verdipapirforetaket overholder dets forpliktelser i henhold til direktivets bestemmelser ("*adequate policies and proedures sufficient to ensure compliance of the firm...with its obligations under the provisions of the Directive*"), jfr. MiFID art. 13 nr. 2. I den sammenheng må det utpekes en compliance officer, som er ansvarlig for at lover og regler blir fulgt. Det skal også etableres prosedyrer for å unngå interessekonflikter, jfr. art. 18.

Majoriteten av norske verdipapirforetak overholder allerede angjeldende organisatoriske prinsipper, men det vil på bakgrunn av MiFID fastsettes mer detaljerte regler på området. Disse vil ikke bli nærmere gjennomgått da de anses å falle utenfor oppgavens kjerne, samt at det ikke er særlig interessante bestemmelser.

2.2 Kundeklassifisering

Behovet for investorbeskyttelse varierer imidlertid fra kunde til kunde, avhengig av kundens kunnskap og erfaring. Direktivet legger opp til at omfanget av investorbeskyttelsen skal tilpasses kundens profesjonalitet, jfr. MiFIDs fortale pkt. 31. MiFID oppstiller krav om at verdipapirforetak skal systematisere kunderegisteret i henholdsvis profesjonelle – og ikke profesjonelle kunder. Dette kommer til anvendelse på både nye og gamle kunder. Omfanget av investorbeskyttelsen bestemmes av hvilken gruppe kunden plasseres i. Kriteriene som avgjør om man er å anse som en profesjonell- eller ikke profesjonell kunde vil bli nærmere redegjort for nedenfor. Videre kan enkelte profesjonelle kunder få status som kvalifiserte motparter, jfr. MiFID art. 24 ("*eligible counterparty*").

2.2.1 Profesjonelle kunder

Hvilke kunder som automatisk skal klassifiseres som profesjonelle fremgår av MiFIDs vedlegg II (heretter kalt Vedlegget) *Professional clients for the purpose of this directive*. Eksempelvis vil store virksomheter anses som profesjonelle. Med store virksomheter forstås virksomheter med en balanse på over 20 millioner euro, netto omsetning på over 40 millioner euro eller egenkapital på over 2 millioner euro, jfr. Vedleggets pkt. I nr. 2. Ut ifra den konkrete oppramsingen i direktivet kan det tyde på at medlemslandene ikke har noe valgfrihet med henhold til hvordan definisjonen av profesjonelle kunder kan implementeres. Dette betyr igjen at verdipapirforetaket ikke står fritt til å velge hvilke kunder de vil anse som profesjonelle. En konsekvens av det kunne bli at verdipapirforetakene i størst mulig grad klassifiserte alle sine kunder som profesjonelle, slik at investorbeskyttelsen ble svekket.

Kvalifiserte motparter er en undergruppe av profesjonelle kunder og er den gruppen som nyter minst investorbeskyttelse, da de anses å være så profesjonelle at de er godt nok rustet til å ta vare på sine egne behov og interesser, jfr. MiFID art. 24 *Transactions executed with eligible counterparties*, herunder verdipapirforetak og kredittinstitusjoner etc. I utgangspunktet har de kvalifiserte motpartene den samme beskyttelse som en profesjonell kunde. Imidlertid reduseres investorbeskyttelsen vesentlig ovenfor denne gruppen når verdipapirforetaket yter følgende investeringstjenester: mottakelse og formidling av ordre, utførelse av ordre for kundens regning og omsetning av finansielle instrumenter for egen regning (*"to execute order son behalf of clients and/or to deal on own account and/or to receive and transmit orders"*), jfr. MiFID art. 24 nr. 1. Ved ytelse av slike tjenester er verdipapirforetaket ikke underlagt bestemmelsene om god forretningsskikk, beste resultat ved ordreutførelse og visse regler i tilknytning til ordrebehandling, jfr. MiFID art. 24 første ledd siste punktum. Dette innebærer kostnadsbesparelser for foretaket i form av at mindre informasjon og dokumentasjon skal sendes mellom kunden og verdipapirforetaket. Verdipapirforetak kan således

være kvalifisert motpart i forhold til angitte tjenester, og profesjonell kunde i tilknytning til øvrige tjenester.

2.2.2 Ikke profesjonelle kunder

Ikke profesjonelle kunder er negativt avgrenset i MiFID. Dette betyr at kunder som ikke er definert som profesjonelle kunder er å anse som ikke profesjonelle kunder. Dette gjør det enkelt for en å kunde å vite i hvilken kundegruppe han tilhører. Dersom han ikke finner "seg selv" i listen over profesjonelle kunder, så er man kategorisert som en ikke-profesjonell. Kunden skal likevel ha informasjon om hvilken kategori han tilhører, selv om det altså er enkelt å finne ut dette selv, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 28.

2.2.3 Omklassifisering av kundetype

Det er ingenting i veien for at kunder kan bli omklassifisert selv om Vedlegget klart har avgrenset hvilke kunder som skal anses for å være profesjonelle. Omklassifisering kan skje både på initiativ fra verdipapirforetaket eller kundens anmodning, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 28 nr. 3. For å kunne bli omklassifisert foreligger det ulike krav som må være oppfylt avhengig av hvilken type kunde det dreier seg om og til hvilken type kunde man ønsker å bli. Dette vil det bli nærmere redegjort for nedenfor.

Ikke profesjonelle kunder:

Ikke profesjonelle kunder har mulighet til å anmode om å bli behandlet som profesjonelle dersom nærmere angitte vilkår er oppfylt og en nærmere angitt prosedyre opplistet i Vedlegget nr. 2 er fulgt: *Clients who may be treated as professionals on request.*

Dersom den ikke profesjonelle kunden ber om en endring i kundeklassifiseringen, skal foretaket treffe alle rimelige foranstaltninger for å sikre at kunden oppfyller de angitte krav. Det oppstilles både kvantitative og kvalitative krav, jfr. Vedlegget nr. II.1.

verdipapirforetaket må gjøre en konkret vurdering av hvorvidt kunden er i stand til å treffe egne investeringsbeslutninger, og forstår den risiko som er involvert ("*capable of making his own investment decisions and understanding the risk involved*").¹⁸ Vurderingen gjøres på bakgrunn av kundens ekspertise, erfaring og kunnskap knyttet til den aktuelle tjenesten eller produktet som kunden tilbys.¹⁹ Videre må kunden oppfylle minst to av følgende kriterier:²⁰

1. Kunden har foretatt transaksjoner av betydelig størrelse ("*significant size*") på det relevante marked gjennomsnittlig 10 ganger pr. kvartal i de siste fire kvartaler.

Spørsmålet som her reiser seg er hva som menes med betydelig størrelse. Dette er ikke nærmere spesifisert, verken i MiFID eller Gjennomføringsdirektivet. Det kan her være grunn til å trekke en parallell til direktiv 2003/71/EC om prospekter (Prospektdirektivet) art. 2 nr. 2a hvor samme begrep benyttes. Kredittilsynet i Storbritannia (FSA²¹) har i sine retningslinjer til prospektdirektivet angitt at en transaksjon av betydelig størrelse er en transaksjon hvor verdien er minst 1000 euro. Imidlertid er vurderingen i prospektdirektivet begrenset til "*securities market*", jfr. art. 2. nr. 2a, mens vurderingen i MiFID knyttes til relevant marked, jfr. Vedleggets pkt. 11.1 siste ledd.

2. Størrelsen på kundens portefølje, definert som omfattende kontantbeholdning og finansielle instrumenter, overstiger 500.000 euro.

¹⁸ Vedleggets pkt. 11.1 tredje ledd siste punktum.

¹⁹ Vedleggets pkt. 11.1 tredje ledd første punktum

²⁰ Vedleggets pkt. 11.1 siste ledd

²¹ Financial Services Authority, www.fsa.gov.uk

3. Kunden arbeider eller har arbeidet innen finansiell sektor ("*financial sector*") i minst ett år i en stilling som forutsetter kjennskap til de påtenkte transaksjoner eller tjenester.

Begrepet finansiell sektor er heller ikke nærmere definert i MiFID eller Gjennomføringsdirektivet. Ordlyden tilsier at kunden må ha jobbet innenfor finansnæringen, men reelle hensyn tilsier at vurderingen må knyttes opp til hvilke type arbeidsoppgaver personen har hatt og i hvilken grad personen, i kraft av sin yrkesbakgrunn, må forventes å ha kjennskap til de påtenkte transaksjoner eller tjenester ("*knowledge of the transactions or services envisaged*"), jfr. Vedleggets pkt. II.1 siste ledd siste punktum.

Det foreligger videre krav til at en nærmere angitt prosedyre i Vedleggets pkt. II.2 må følges. Det gjelder her blant annet et krav om at kunden må sende en skriftlig forespørsel for å kunne bli omklassifisert til profesjonell kunde. Verdipapirforetaket må deretter klart advare kunden om at en slik endring av kundeklassifiseringen vil føre til svekket investorbeskyttelse. Kunden må i et separat dokument bekrefte at den forstår de rettslige konsekvensene av hva omklassifiseringen innebærer i forhold til den reduserte investorbeskyttelse.

Profesjonelle kunder:

Verdipapirforetaket skal informere den profesjonelle kunden om at han kan anmode om å bli behandlet som ikke profesjonell kunde for å få bedre investorbeskyttelse, jfr. Vedleggets nr. I annet ledd siste setning. Det er kundens plikt å be om en høyere grad av beskyttelse når den selv mener å ha manglende forutsetninger for å kunne foreta en korrekt risikovurdering, jfr. Vedleggets pkt. I tredje ledd.

En endring av kundeklassifiseringen fra profesjonell- til ikke profesjonell, skal godkjennes av verdipapirforetaket. Omklassifiseringen må dokumenteres ved skriftlig

avtale mellom foretaket og kunden ("*may agree to provide a higher level of protection*"), jfr. Vedleggets pkt. I annet ledd. Det foreligger altså ingen plikt for verdipapirforetaket til å akseptere en omklassifisering på fritt grunnlag. Dersom foretaket godkjenner anmodningen fra kunden, skal det av avtalen fremgå om den økte investorbeskyttelsen gjelder en eller flere særskilte tjenester eller transaksjoner, eller for en eller flere typer produkter eller transaksjoner, jfr. Vedleggets pkt. 1 siste ledd siste setning. Den samme prosedyren gjelder for kvalifiserte motparter som ønsker å omklassifiseres til kun profesjonell kunde, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 50 nr. 2 første ledd. Dersom kvalifiserte motparter ønsker en ytterligere grad av investorbeskyttelse, kan de uttrykkelig anmode om å bli behandlet som en ikke-profesjonell kunde, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 50 nr. 2 annet ledd.

Verdipapirforetaket står altså fritt til å velge om det skal gi etter for den profesjonelle kundens ønske om å bli omklassifisert til en ikke profesjonell kunde, slik at kunden vil oppnå større investorbeskyttelse. Det foreligger ingen krav til hva kundens anmodning vedrørende omklassifiseringen bør inneholde av opplysninger, verken i MiFID eller Gjennomføringsdirektivet. Spørsmålet som reiser seg er om det likevel kan eksistere en tommelfingerregel på hva anmodningen bør inneholde. Det må kunne trekkes en parallell til Vedleggets pkt. II.1, som opplister kriterier for når en ikke profesjonell kunde kan omklassifiseres til profesjonell kunde. De samme kriteriene må kunne brukes som retningslinjer også motsatt vei. Reelle hensyn tilsier at dersom den profesjonelle kunden kan dokumentere at angjeldende kriterier, for i motsatt tilfelle å bli klassifisert som en profesjonell kunde ikke er oppfylt, bør dette være et tungtveiende argument til å få gjennomslag for å bli omklassifisert til en ikke profesjonell kunde.

2.2.4 Betydningen av kundeklassifiseringen

Skillet mellom profesjonelle og ikke profesjonelle kunder har betydning kun i forhold til reglene om investorbeskyttelse i Gjennomføringsdirektivet. Når det gjelder art. 19

om god forretningsskikk, art. 21 beste utførelse og art. 22 håndtering av kundeordre i MiFID, skilles det ikke mellom profesjonelle og ikke profesjonelle, med unntak av kvalifiserte motparter i art. 24.

Det naturlige utgangspunkt er at hovedforskjellen på tjenesteyting overfor en profesjonell og en ikke profesjonell kunde vil være omfanget av den informasjon som verdipapirforetaket plikter å gi kunden. Informasjonsplikten vil være mer omfattende overfor den ikke profesjonelle kunden enn den profesjonelle. Dette gjelder spesielt i forhold til bestemmelsen om god forretningsskikk, som omtales nærmere i kapittel tre. Kundeklassifiseringen vil også ha betydning for kundens informasjonsplikt overfor verdipapirforetaket, også i forhold til bestemmelsen om god forretningsskikk. Eksempelvis at kunden selv må informere verdipapirforetaket om at den mangler forutsetning for å kunne foreta en korrekt risikovurdering, jfr. Vedleggets pkt. I tredje ledd.

Det må kunne legges til grunn at det ville være unødvendig bruk av ressurser dersom profesjonelle kunder skulle få en tilsvarende beskyttelse som ikke profesjonelle har behov for. Det kan forventes at profesjonelle kunder i mye større grad har evne til å passe på seg selv enn hva ikke profesjonelle kunder har. Nettopp på bakgrunn av deres kunnskap og erfaring.

2.2.5 Gjeldende norsk rett og direktivets innvirkning på denne

I gjeldende rett skal også graden av informasjon til, og oppfølging av den enkelte kunde variere på bakgrunn av kundens profesjonalitet, jfr. vphl. § 9-2 annet ledd. Med implementeringen av MiFID vil differensieringen måtte bli satt i system. Klarere retningslinjer for kundens opplysningsplikt på den ene siden og foretakets informasjonsplikt på den annen, skal sikre ensartet praksis og bedre ivaretagelse av

kundens individuelle behov. Dette vil bli nærmere spesifisert i kapitlene om god foretningsskikk og beste resultat ved ordreutførelse.

3 God forretningsskikk

3.1 Generelt om god forretningsskikk

Det foreligger flere bestemmelser i direktivet som omhandler god forretningsskikk for verdipapirforetak; herunder art. 13 om organisering av verdipapirforetak og art. 18 om interessekonflikter. Hovedbestemmelsen fremgår likevel av art. 19: "*Conduct of business obligations when providing investment services to clients.*" I følge første ledd er verdipapirforetakene pliktig til å opptre ærlig, rettferdig og profesjonelt i samsvar med klientens beste interesse ("*act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its clients*"). Bestemmelsen er konkretisert nærmere i pkt. 2 til 8, men denne er ikke uttømmende jfr. "*in particular*". Kronologisk gjennomgang av punktene følger nedenfor.

3.1.1 Informasjon til kunder og potensielle kunder

I følge art. 19 nr. 2 skal alle opplysninger, herunder markedsføringsmateriale, som verdipapirforetaket sender til kunder og potensielle kunder, være korrekte, klare og ikke villedende, jfr. "*fair, clear and not misleading*". Det skal klart fremgå av informasjonen om det dreier seg om markedsføringsmateriale. Dersom materialet blir sendt ut eller spredd på en slik måte at den kan mottas av ikke-profesjonelle kunder eller potensielle ikke-profesjonelle kunder, må informasjonen inneholde visse opplysninger opplistet i Gjennomføringsdirektivet, jfr. art. 27 pkt. 2-8. Kort fortalt går artikkelen i hovedsak ut på at verdipapirforetaket må sørge for klart å opplyse om og advare mot eventuelle risikofaktorer, og ikke bare opplyse om de fordeler den aktuelle tjeneste kan medføre. Underpunktene i artikkelen er forholdsvis omfattende og detaljerte. Et eksempel på dette er pkt. 6. Punktet inneholder krav om hvordan

opplysninger om verdipapirforetakets fremtidige prestasjoner skal fremlegges. Opplysningene må støttes av objektive fakta og skal ikke være basert på, eller henvise til tidligere simulerte prestasjoner. Dersom opplysningene er basert på bruttoprestasjoner skal det opplyses om virkningene av provisjoner, gebyrer og lignende. I tillegg skal det advares om denne type prognoser. Hva som menes med simulerte prestasjoner er ikke nærmere spesifisert, men jeg forstår det slik at et verdipapirforetak ikke kan legge til grunn tidligere antatte prognoser dersom det nå foreligger fakta om hvordan de tidligere prognosene faktisk utviklet seg i virkeligheten. Dette for at et verdipapirforetak ikke skal kunne legge til grunn simulerte presentasjoner som har vist seg å slå dårligere ut i virkeligheten, enn hva man trodde på forhånd. Det kan stilles spørsmålsteget ved om det er nødvendig med så detaljerte bestemmelser som her skisseres. Dette vil jeg komme tilbake til i kapittel fem hvor direktivet vurderes.

Art 19 nr. 3 inneholder også krav til hvilken informasjon som skal gis til kunder og potensielle kunder. Formålet med bestemmelsen er at investorene i rimelig grad settes i stand til å fatte investeringsbeslutninger på informert grunnlag, herunder forstå eventuell risiko ("*to take investment decisions on an informed basis*"). Verdipapirforetaket skal gi relevante opplysninger om seg selv og hvilke tjenester det tilbyr, samt hvilke finansielle instrumenter det handler med. Det skal videre gi relevante opplysninger om investeringsstrategier, handelssystemer som benyttes, samt informasjon om omkostninger og gebyrer som vil påløpe. En nærmere spesifisering av kravene foreligger i Gjennomføringsdirektivets art. 30 til 33. Artiklene er detaljerte og ramser opp forskjellig informasjon som kreves medtatt. Dette er alt fra opplysninger som anses som selvfølgeligheter, slik som navn, adresse etc. til de mer avanserte krav om for eksempel porteføljepleie. Jeg finner det ikke hensiktsmessig å foreta en opprøpning av de detaljerte opplysningskravene, da disse står klart i direktivet, samt at dette ikke er med på å gi et oversiktlig bilde av bestemmelsen om god forretningsskikk. Formålet med informasjonsplikten er ikke å overøse investorene med informasjon som er

vanskelig å forstå, men heller å tvinge verdipapirforetakene til alltid å sette kundens interesser først²².

3.1.2 Verdipapirforetakets plikt til å innhente informasjon om kunden og potensielle kunder

Direktivets art. 19 nr. 4 og 5 pålegger verdipapirforetak plikt til å innhente informasjon om kunden og den potensielle kunden. Bestemmelsene oppstiller detaljerte krav om når slik informasjon skal skaffes. Nærmere konkretisering av dette følger nedenfor. Hvilken informasjon som skal innhentes er spesifisert i Gjennomføringsdirektivets art. 37 nr. 1. Verdipapirforetaket må innhente informasjon om kundetype, arten og omfanget av tjenesten, type finansielt instrument og transaksjon, herunder kompleksitet og risiko forbundet med dette, samt kundens utdanning og erfaring. Det må kunne legges til grunn at formålet bak plikten til å innhente slik informasjon er å sikre at det i større grad enn tidligere skal tas hensyn til kundens individuelle forhold. I praksis skal dette skje ved at verdipapirforetaket må gjennomføre en av to aktuelle typer tester. Hvilken av testene verdipapirforetaket er pliktig til å utføre vil avhenge av hvilken investeringstjeneste kunden tilbys. Når foretaket yter investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning vil det være pålagt å vurdere hvorvidt tjenesten eller produktet er egnet for kunden ("*suitable*"), jfr. direktivets art. 19 nr. 4 (egnethetstesten). Når foretaket yter andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning og aktiv forvaltning vil foretaket være pålagt å vurdere hvorvidt tjenesten er hensiktsmessig for kunden ("*appropriate*"), jfr. direktivets art. 19 nr. 5 (hensiktsmessighetstesten). En nærmere gjennomgang av testene følger nedenfor.

²² Kommissjonens uttalelse Frequently asked questions on MiFID: Draft implementing "level 2", Memo/06757, 2006-02-06 pkt. 9

3.1.3.1 Egnethetstesten

Målet med egnethetstesten er at verdipapirforetaket settes i stand til å bedømme på et informert grunnlag hvorvidt transaksjonen som skal anbefales eller gjennomføres er egnet for kunden, jfr. direktivets art. 19 nr. 4 siste punktum. For at verdipapirforetaket skal kunne foreta denne vurderingen må det innhente den nødvendige informasjon som gjør det mulig å vurdere om de kriterier opplistet i Gjennomføringsdirektivet art. 35 første ledd er oppfylte. For at en transaksjon skal være egnet må kunden ha den nødvendige erfaring og kunnskap til å forstå risikoen involvert med den aktuelle tjenesten. Videre må kunden være økonomisk i stand til å bære den tapsrisiko som er knyttet til den aktuelle tjenesten. Når det er relevant, skal den finansielle situasjonen til kunden inneholde opplysninger om kundens inntekter og aktiva, investeringer og fast eiendom, samt kundens normale finansielle forpliktelser.²³ Tilslutt må tjenesten oppfylle kundens investeringsmål. Ved vurderingen av investeringsmål skal verdipapirforetaket, når det er relevant, innhente opplysninger om hvor lenge kunden ønsker å sitte med investeringen, risikoviljen, risikoprofil og formålet med investeringen.²⁴ Hva som menes med relevant er ikke nærmere spesifisert, men Gjennomføringsdirektivet har lagt til grunn at omfanget av den informasjonen som skal innhentes fra kunden vil variere fra kunde til kunde og avhenge av type tjeneste eller produkt som tilbys, herunder dets kompleksitet.²⁵ Det er foretaket som må gjøre en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle med henhold til hvor mye informasjon det er nødvendig å innhente fra kunden for å kunne foreta en forsvarlig egnethetstest. Dersom verdipapirforetaket ikke får de opplysninger som kreves, kan det ikke anbefale investeringstjenesten eller de finansielle instrumenter til kunden eller den potensielle kunden.²⁶

²³ Jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 35 (3)

²⁴ Jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 35 (4)

²⁵ Jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 37 (1)

²⁶ Jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 35 (5)

Det må kunne stilles høyere krav til innhenting av informasjon når det er tale om et strukturert OTC²⁷ produkt for en privat kunde, enn når det er tale om å tilby en børsnotert aksje til en erfaren investor. Videre må det skilles mellom type tjeneste. Det må kunne stilles høyere krav til informasjonshenting fra kunder som mottar løpende rådgivning, enn kunder som gis enkeltråd ved en sjelden anledning. Dette fordi løpende rådgivning forutsetter god kunnskap om kunden. Hensynet til ressursbruk bør også være en faktor av betydning. I utgangspunktet bør verdipapirforetakene ha like stor kunnskap om begge typer rådgivningstjenester, men det må kunne godtas av ressursmessige hensyn at det brukes noe mindre tid på å innhente informasjon fra en kunde som kun ber om enkeltråd, enn hvor det dreier seg om løpende rådgivning. Videre må det må kunne stilles større krav til informasjonshenting fra aktive forvaltningskunder enn fra løpende rådgivningskunder. Ved aktiv forvaltning er det verdipapirforetaket selv som fattet investeringsbeslutninger på vegne av kunden. Det bør derfor inneha særlig god informasjon om kundens forhold, for å sikre at investeringsbeslutningen som fattes er forenelig med en forsvarlig risikoprofil og en hensiktsmessig investeringshorisont for den aktuelle kunden. Hensynet har ikke like stor vekt ved løpende rådgivning, der kunden selv er den som treffer investeringsbeslutningen, og således har anledning til å vurdere den enkelte investering før den foretas.

Verdipapirforetak må foreta en egnethetstest ovenfor både profesjonelle- og ikke-profesjonelle kunder, likevel slik at den profesjonelle kundens opplysningsplikt og verdipapirforetakets vurderinger da vil være vesentlig begrenset i omfang, sammenlignet med de regler som gjelder ovenfor ikke profesjonelle kunder. Verdipapirforetaket må her ikke vurdere kundens finansielle situasjon eller kunnskap og erfaring, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 35 nr. 2 annet ledd. Hensynet bak er at verdipapirforetaket må kunne legge til grunn at den profesjonelle kunden finansielt er i

²⁷ OTC derivater (over the counter) er ikke-børsnoterte derivater. Derivatene er bilaterale avtaler som aktørene inngår seg imellom utenfor børs, jfr. ordbok på www.oslobors.no

stand til å bære den tapsrisiko som er forbundet med dens aktuelle investeringsmål. Ovenfor den profesjonelle kunden er det kun investeringsmålet som må vurderes som egnet av verdipapirforetaket.

Verdipapirforetakene er i utgangspunktet forpliktet til å gjennomføre egnethetstesten i forkant av hver anbefaling eller hver transaksjon under en aktiv forvaltningsavtale ("specific transaction"), jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 35 nr. 1. Dette betyr at verdipapirforetakene må sikre at alle investeringsråd som gis eller transaksjoner som gjennomføres, er egnet for kunden. Imidlertid kan det reises spørsmål om det er praktisk mulig å gjennomføre denne testingen i hvert enkelt tilfelle. Dette med hensyn til både tilgjengelige ressurser og tid. Det er derfor trolig at kravet til testingen må kunne anses oppfylt dersom verdipapirforetaket klassifiserer de enkelte produkter som egnet eller uegnet for kunden allerede ved inngåelsen av avtaleforholdet. Dette etter en vurdering basert på opplysningene innhentet fra kunden. Eksempelvis må det være forsvarlig at kunden bedømmes som egnet til å handle børsnoterte aksjer, uten at det er nødvendig å skille mellom ulike børsnoterte aksjer med hensyn til risikograd eller likviditet. På denne måten unngår man stadig gjentakelse av testen. Det vil imidlertid være påkrevd at foretaket er bevisst testen og resultatet av den ved hver anbefaling eller transaksjon slik at det ikke blir en tom bestemmelse som kun gjennomføres en gang, for deretter glemmes. Verdipapirforetaket må kunne dokumentere dette gjennom rutiner eller lignende ved forespørsel enten fra kunden, eller Kredittilsynet som fører tilsyn med verdipapirforetakene.

3.1.3.2 Hensiktsmessighetstesten

Hensiktsmessighetstesten kommer til anvendelse når foretaket yter andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning. Foretaket må da vurdere om tjenesten eller produktet er hensiktsmessig ("*appropriate*") for kunden, jfr. MiFID art. 19 nr. 5 første ledd siste setning. I dette ligger det at verdipapirforetaket

må innhente informasjon, og vurdere om kunden har den nødvendige erfaring og kunnskap til å forstå risikoen involvert med den aktuelle tjenesten eller produktet kunden ønsker eller tilbys, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 36 første ledd siste setning. Det oppstilles imidlertid ikke noe krav til å vurdere eller innhente opplysninger om kundens finansielle situasjon eller kundens investeringsmålsetning, slik som kreves i henhold til egnethetstesten. Dette vil jeg tro kommer av ytelsens karakter i seg selv. Aktiv rådgivning forutsetter ytterligere kunnskap om kunden, enn de tilfeller hvor kunden allerede har bestemt seg for et kjøp hvor den tar kontakt med verdipapirforetaket for å få utført den aktuelle ordren.

Dersom verdipapirforetaket på grunnlag av opplysningene fra kunden finner at tjenesten eller produktet ikke er hensiktsmessig for kunden, skal verdipapirforetaket advare kunden om dette, jfr. MiFID art. 19 nr. 5 annet ledd. I de tilfeller hvor kunden gir ufullstendige opplysninger, skal verdipapirforetaket uttrykkelig informere kunden om at det på grunnlag av de mangelfulle opplysningene ikke kan avgjøre om tjenesten eller produktet er hensiktsmessig for kunden, jfr. MiFID art. 19 nr. 5 tredje ledd. Dersom foretaket har gitt kunden en særskilt advarsel om at tjenesten eller produktet ikke er hensiktsmessig, vil verdipapirforetaket kunne yte tjenesten selv om det anser tjenesten som ikke hensiktsmessig, om kunden fortsatt ønsker tjenesten Begge typer advarsler som her er nevnt kan gis i et standarddokument, jfr. MiFID art. 19 nr. 5 annet ledd siste punktum og tredje ledd siste punktum.

Hensiktsmessighetstesten kommer ikke til anvendelse ovenfor profesjonelle kunder. Gjennomføringsdirektivet har lagt til grunn at profesjonelle kunder anses å besitte tilstrekkelig erfaring, kunnskap og ekspertise til å treffe egne investeringsbeslutninger, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 36 annet ledd. Under visse forutsetninger vil hensiktsmessighetstesten heller ikke komme til anvendelse på rene ordreutførelsestransaksjoner. Dette vil det bli nærmere redegjort for i kapittel 3.1.3.

I motsetning til for egnethetstesten som knytter seg til hver enkelt transaksjon eller anbefaling, knytter hensiktsmessighetstesten seg til produkttype eller tjeneste ("*specific type of product or service*"), jfr. MiFID art. 19 nr. 5 første ledd. Det må her kunne legges til grunn at kravet til testen må anses oppfylt i praksis dersom verdipapirforetaket klassifiserer de typer produkter og tjenester som er hensiktsmessige for kunden allerede ved avtaleinngåelsen, slik at testene ikke må gjentas ved hver enkelt transaksjon eller anbefaling.

3.1.2.3 Sammenligning- og felles regler for egnethetstesten og hensiktsmessighetstesten

Hovedforskjellen mellom testene er omfanget av de opplysninger som skal innhentes fra kunden og deretter vurderes. Hensiktsmessighetstesten krever færre opplysninger enn egnethetstesten da det foreligger færre vurderingskriterier i forhold til hensiktsmessighetstesten enn for egnethetstesten. En annen viktig forskjell er muligheten for å gjøre unntak fra testkravene. Verdipapirforetakene vil i visse tilfeller være unntatt fra kravet om å utføre hensiktsmessighetstesten. Dette gjelder særlig for tjenester knyttet til rene utførelsestransaksjoner, jfr. MiFID art. 19 nr. 6.²⁸ Et tilsvarende unntak finnes ikke for egnethetstesten.

Dersom foretaket finner at tjenesten ikke er hensiktsmessig for kunden skal kunden advares mot tjenesten. Det samme gjelder hvis foretaket ikke får tilstrekkelige opplysninger fra kunden til å foreta testen. Imidlertid kan verdipapirforetaket likevel yte tjenesten, som ikke anses som hensiktsmessig, dersom kunden ønsker tjenesten tross advarselen. En tilsvarende regel gjelder ikke for egnethetstesten da foretaket aldri kan gi investeringsråd som ikke er egnede, til tross for advarsler, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 35 nr. 5.

²⁸ Se kapittel 3.1.5 om utførelsestransaksjoner

Verdipapirforetakene kan ikke oppfordre en kunde eller en potensiell kunde til ikke å gi de opplysninger som kreves, for å kunne utføre angjeldende to typer tester, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 37 nr. 2. Dette ville i så fall være en lett måte for verdipapirforetakene å unngå testene på. Testene vil medføre en del ekstra arbeid for verdipapirforetakene, men dette vil nok spesielt gjelde tekniske utfordringer for verdipapirforetaket i sin helhet og ikke stor tidsressursbruk fra meglernes side. Dersom verdipapirforetakene først klarer å etablere og anvende gode tekniske løsninger i forhold til testene vil testene effektivt bli utført.

Når det gjelder innhenting av informasjon til å utføre testene er verdipapirforetakene avhengig av å få opplysninger blant annet fra kunden eller den potensielle kunden. Verdipapirforetakene er her berettiget til å legge til grunn opplysninger gitt av kunden eller den potensielle kunden med mindre det vet eller burde vite at de aktuelle opplysningene tydeligvis er foreldet, unøyaktige eller ufullstendige (*"unless it is aware or ought to be aware that the information is manifestly out of date, inaccurate or incomplete"*), jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 37 nr. 3. Problemstillingen som her reiser seg er hvor streng aktsomhetsplikt som ligger i disse skjønsmessige kravene. Verken MiFID eller Gjennomføringsdirektivet gir noe svar på dette. Reelle hensyn tilsier at aktsomhetskravet i hvert fall ikke er oppfylt dersom verdipapirforetaket unnlater å lese dokumenter hvor det fremkommer at de gitte opplysningene er foreldet. Verdipapirforetaket burde da ha visst at opplysningene var foreldet og kunne således ikke legge kundens opplysninger til grunn i vurderingen som måtte foretas.

Det foreligger ingen bestemmelser verken i MiFID eller Gjennomføringsdirektivet som oppstiller krav til når verdipapirforetakene må oppdatere de nevnte opplysninger fra kunden. Det er således opp til verdipapirforetakenes eget skjønn å avgjøre hvor ofte dette må gjøres. Vurderingen vil avhenge av kundens individuelle forhold, type produkt og tjeneste. Hyppigheten av oppdateringen vil derfor kunne variere fra kunde til kunde. Dersom testene skal oppfylle sine formål må verdipapirforetakene jevnlig

oppdatere de aktuelle opplysninger. I praksis bør foretakene utarbeide rutiner slik at oppdateringen skjer med faste mellomrom, i tillegg til den oppdateringen som må gjøres når det foreligger åpenbart unøyaktig, ufullstendig eller utdatert informasjon som verdipapirforetaket ikke er berettiget til å legge til grunn, jfr. Gjennomføringsdirektivet art. 37 nr. 3. Foretaket må kunne dokumentere at det har innhentet nødvendig dokumentasjon fra hver enkelt kunde. Dokumentasjonen må oppbevares i minst fem år, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 51 nr. 1 første ledd.

Overgangsreglene som følger av MiFID innebærer at hensiktsmessighetstesten ikke vil måtte utføres ovenfor eksisterende kunder, så lenge kunden ikke benytter seg av nye tjenester eller påbegynner handel med nye produkter, jfr. Gjennomføringsdirektivets fortale nr. 59. Tilsvarende overgangregler gjelder ikke for egnethetstesten. Således vil foretaket også ovenfor eksisterende kunder måtte foreta en vurdering av kunden i tilknytning til investeringsrådgivning og aktiv forvaltning. Opplysningskravet og vurderingene vil imidlertid i praksis bli noe mindre omfattende ovenfor eksisterende kunder enn ovenfor nye kunder idet det kan forutsettes at opplysninger om kundens kunnskap og erfaring knyttet til transaksjoner utført av verdipapirforetaket er kjent.

3.1.3 Rene utførelsestransaksjoner

I henhold til art. 19 nr. 6 vil det være mulig å foreta rene utførelsestransaksjoner ("execution only") uten forutgående investeringsrådgivning eller innhenting av opplysninger vedrørende kundens investeringsprofil og økonomiske forhold. Dette kommer til anvendelse kun når verdipapirforetaket yter investeringstjenester ovenfor kunden som utelukkende består av mottak, formidling og utførelse av ordre, eventuelt med tillegg av tilknyttede tjenester.

Fordelen med denne bestemmelsen er at kunden vil kunne motta hurtigere og billigere service fra verdipapirforetaket. Imidlertid er det viktig at dette ikke resulterer i

uforsvarlig økning av risikoen for kunden ("*unjustifiable increased risks for the client*").²⁹ For å forhindre dette oppstiller bestemmelsen en rekke forutsetninger som alle må være oppfylt for at unntaket om rene utførelsestransaksjoner skal kunne komme til anvendelse. Transaksjonene må skje i verdipapirer som ikke er komplekse, herunder aksjer notert på regulert marked, pengemarkedsinstrumenter, obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter, og som utelukker derivathandel. Alle derivater anses som komplekse instrumenter. Videre må tjenesten ytes på kundens initiativ, samt at verdipapirforetaket må oppfylle reglene i art. 18 om interessekonflikter. Bestemmelsen oppstiller krav til verdipapirforetaks rutiner med hensyn til å identifisere (mulige) interessekonflikter.³⁰

Ved rene utførelsestransaksjoner skal kunden klart informeres ("*clearly informed*") om at den ikke har mottatt rådgivning i forbindelse med transaksjonen, slik at kunden ikke kan pårope seg de aktuelle investorbeskyttelsesreglene, jfr. MiFID art. 19 nr. 6 tredje punkt. For å oppfylle dette kravet er det tilstrekkelig å gi kunden en standard advarsel ("*this warning may be provided in a standardised format*"). Slike transaksjoner vil trolig primært bli benyttet i forbindelse med internetthandel hvor det typisk ikke foreligger noen form for personlig kontakt mellom verdipapirforetaket og kunden.

3.1.4 Kunderegister

I henhold til art. 19 nr. 7 skal verdipapirforetak opprette et kunderegister ("*record*") hvilket omfatter de dokumenter som omfattes av avtaleforholdet mellom kunden og verdipapirforetaket, herunder rettigheter og forpliktelser. Partenes avtalte rettigheter og forpliktelser kan fremgå ved henvisning til andre dokumenter eller til offentligrettslig regulering.

²⁹ Kommisjonens uttalelse Frequently asked questions on MiFID: Draft implementing "level 2", Memo/06/57, 2006-02-06.

³⁰ Ot.prp. nr. 34 kap.7.2.2 s. 99

3.1.5 Utførelsesrapport

I henhold til art. 19 nr. 8 skal verdipapirforetaket sørge for at kunden mottar en utfyllende ("*adequate*") rapport om de tjenester det har utført. I den grad det er relevant, skal rapporten omfatte omkostninger i forbindelse med de transaksjoner og tjenesteytelser som er gjennomført for kundens regning. Utførelsesrapporten skal straks sendes til kunden. Dersom det dreier seg om en ikke-profesjonell kunde skal rapporten sendes senest i løpet av neste arbeidsdag, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 40 nr. 1b. Dette for å gi kunden en mulighet til å kontrollere at verdipapirforetaket faktisk har utført ordren i tråd med kundens instruks, eller at kravet til beste resultat³¹ er oppfylt der hvor det ikke foreligger en spesifikk instruks.

3.1.6 Bestemmelsens virkning i forhold til annen EU-lovgivning

Art. 19 nr. 9 gjør det klart at artikkelen om god forretningsskikk ikke kommer til anvendelse på investeringstjenester som inngår i et finansielt produkt som allerede er omfattet av andre bestemmelser om risikovurdering av kunder eller opplysningskrav i fellesskapslovgivningen eller felles europeiske standarder i forbindelse med kredittinstitusjoner og forbrukerkreditt.

3.2 Gjeldende norsk rett

Forholdet mellom verdipapirforetak og investorene, herunder investorbeskyttelsen, er i dag utledet av den rettslige standarden god forretningsskikk i loven om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (vphl) § 9-2. I følge bestemmelsen skal verdipapirforetak utøve sin virksomhet i samsvar med standarden. Vphl. § 9-2 første ledd annet punktum slår fast at foretaket skal "*påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte*", mens nr. 1-6 og tredje til syvende ledd utdyper hva som

³¹ For nærmere redegjørelse se kapittel fire om beste resultat ved ordreutførelse.

ligger i dette.³² Opplystningen i vphl. § 9-2 første ledd nr. 1-6 er ikke en uttømmende liste over hva som inngår i den rettslige standarden, jfr. ordet "herunder" i bestemmelsens første ledd annet punktum.³³

God forretningsskikk er en rettslig standard som gir anvisning på forhold som ligger utenfor loven³⁴. Standardens innhold endres etter hvert som forholdene utenfor loven endres. En slik skjønnsmessig standard har både sine fordeler og ulemper. Fordelen er at man får større tilpasningsdyktighet til samfunnets utvikling. En ulempe er at risikoen for tilfeldigheter er til stede og kan være med på å svekke forutsigbarheten på angjeldende rettsområde.

Ved fastleggelsen av hva som ligger i kravet til god forretningsskikk, vil det normalt være et moment hva som er vanlig atferd i bransjen.³⁵ Dette forutsetter likevel at formålet bak verdipapirhandelloven er ivaretatt – å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, jfr. vphl. § 1-1. Det er imidlertid sikker rett at selv om praksis er utbredt i bransjen, er det ikke ensbetydende med at den er i tråd med god forretningsskikk.³⁶ Myndighetene kan regulere og sensurere bransjens praksis dersom den skulle anses å være i strid med god forretningsskikk.³⁷

3.2.1 Bransjepraksis

Ettersom "*god forretningsskikk*" også beror på bransjepraksis er Norges Fondsmeglerforbunds etiske Normer relevante. Norges Fondsmeglerforbund er en bransjeorganisasjon for norske verdipapirforetak. Forbundet bidrar til å fremme en

³² Bergo, Børs- og verdipapirrett, Oslo 2004, s. 170.

³³ Birkeland, og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 410

³⁴ Boe, Innføring i juss. Juridisk tenkning og rettskildelære, Oslo 1996, s. 208.

³⁵ Fleischer, Carl August, Rettskilder og juridisk metode, Oslo 1998, s. 95

³⁶ Christiansen, Erling, Analyser og corporate-oppdrag i verdipapirforetak: Om Chinese Walls og litt til. I: TFF 2002 nr.1 s. 7

³⁷ Christiansen. s. 15

ordnet og trygg handel med aksjer og andre finansielle instrumenter i Norge. For å etterleve sitt formål har det utarbeidet et felles regelverk for sine medlemmer, deriblant egne etiske normer og forretningsvilkår.³⁸ De etiske normene er basert på flere grunnprinsipper fastlagt blant annet i Rådskonklusjon 93/22/EØF, verdipapirhandelloven og av The International Organization of Securities Commissions.³⁹ Normene er ikke rettslig bindende, men medlemmene forutsettes å etterleve disse samt respektere avgjørelser fattet av etisk råd, jfr. normenes § 1-1.

Det fremkommer i de etiske normenes § 1-2 at det ved anvendelsen av normene skal vektlegges om det dreier seg om profesjonelle eller ikke-profesjonelle kunder. Ved utførelsen av oppdrag for profesjonelle kunder forutsettes det at disse har en særlig plikt til, og forutsetninger for, å ivareta egne interesser. Videre inneholder kapittel fire i de etiske normene bestemmelser som gjelder i forholdet mellom verdipapirforetaket og kunden. Normene slår fast at verdipapirforetak skal så langt det er praktisk mulig gi alle kunder de beste mulige råd, jfr. normenes § 2-1.

De fleste normene utarbeidet av fondsmeglerforbundet er overordnede og lite detaljstyrte. Det er derfor opp til hvert enkelt verdipapirforetak å tolke og holde seg innenfor normenes rammer.

3.2.2 Bestemmelsens innvirkning på gjeldende rett

Det grunnleggende prinsipp om verdipapirforetaks informasjonsplikt overfor kunden, som oppstilles i direktivets bestemmelse, foreligger også i dag utledet av den rettslige standarden god forretningsskikk. Imidlertid oppstiller direktivet en ny plikt overfor verdipapirforetak ved at det må innhente informasjon fra kunden, og foreta en av de nevnte testene. Det må likevel nevnes at noen rådgivere også i dag foretar lignende

³⁸ www.nfmf.no

³⁹ Etiske normer for medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund § 1-1.

tester, men at dette er noe de gjør på frivillig basis og ikke fordi det er oppstilt krav om det i gjeldende rett. I så fall vil innvirkningen for disse aktørene være minimal.

Finansdepartementet har foreslått en nærmest ordrett implementering av god forretningsskikk i direktivet i sitt forslag til ny verdipapirhandellov, jfr. § 10-11 *God forretningsskikk*. Oppbyggingen i lovforslaget er noe annerledes i de to første punktene i forhold til direktivets utforming. Den materielle jussen er likevel den samme. Lovforslaget oppstiller konkrete og detaljerte krav om forholdet mellom verdipapirforetak og kunder som i gjeldende rett er utledet av en rettslig standard. Forslaget er i hovedsak kun viktige presiseringer av hva som allerede følger av vphl.

§ 9-2, men med det resultat at den gjeldende rettslige standarden god forretningsskikk vil bli skjerpet i den forstand at den nå vil inneholde detaljerte krav, samtidig med at den innfører en plikt til å innhente informasjon om kunden og foreta tester basert på denne informasjonen. Dette vil føre til at bransjestandardene som i dag foreligger vil få mindre betydning som følge av implementeringen, da disse i stor grad har blitt benyttet til å klargjøre innholdet i den rettslige standarden. Behovet for klargjøring vil ikke lenger gjøre seg gjeldende i samme grad når detaljerte krav innføres.

3.3 Konklusjon

Direktivets art. 19 oppstiller detaljerte og konkrete krav til hvordan god forretningsskikk skal utøves. Dette bidrar til å klargjøre hva den rettslige standarden god forretningsskikk innebærer slik at forutberegneligheten til kundene styrkes, samtidig med at standarden får tilnærmet lik betydning i alle medlemslandene.

4 Beste resultat ved ordreførelse

4.1 Generelt om bestemmelsen

Direktivets art. 21 oppstiller et krav om beste resultat ved ordreførelse. Artikkelen inneholder en rekke detaljreguleringer vedrørende forholdet mellom verdipapirforetaket og kunden. Dette gjelder særlig i forhold til aktører som oppfattes som ikke profesjonelle. Artikkelen pålegger medlemsstatene å ha nærmere angitte regler om plikt for verdipapirforetakene til å utføre ordre på så gode vilkår som mulig ("*best execution*").

Vurderingen av hva som vil være det beste mulige resultat gjøres på bakgrunn av vekting mellom de ulike kriterier listet opp i artikkelens første ledd, herunder pris, kostnad, hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, størrelse, ordrens art og andre eventuelle overveielser med relevans for ordreførelsen. Når verdipapirforetaket skal vekte faktorer mot hverandre, må det ta hensyn til hvilken kunde det dreier seg om, type ordre, type finansielt instrument, samt hvilket handelssystem ordren kan utføres på, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 44 nr. 1 a-d. Det er likevel ikke et krav om at verdipapirforetaket må oppnå det beste resultat uansett. Verdipapirforetaket er kun pliktig til å treffe alle rimelige ("*reasonable*") forholdsregler med hensyn til å oppnå det beste mulige resultat for sine kunder ved ordreførelse, jfr. art 21 første ledd. Med rimelig må forstås at det ikke forventes at verdipapirforetaket skal bruke uforholdsmessige store ressurser for å oppnå det beste resultat. Dette ville ført til økte kostnader som i neste omgang måtte belastes kunden. Standarden vil derfor avhenge av en rekke ulike faktorer, herunder hvilket verdipapirforetak det dreier seg om, type kunde og type finansielt instrument.

Betydningen av kundetype ved ordreførelse

Plikten til å treffe alle nødvendige tiltak for å oppnå best mulig resultat for kunden gjelder både overfor profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder med unntak av kvalifiserte motparter, jfr. MiFID art. 26 nr. 1. Forpliktelsen er imidlertid mer omfattende overfor ikke-profesjonelle kunder, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 44 nr. 3.

Ved ordreførelse for ikke-profesjonelle kunder bestemmes det beste resultat ut fra det best samlede vederlag (netto), som er prisen på det finansielle instrumentet og kostnader knyttet til utførelsen av ordren, jfr. gjennomføringsdirektivets art. 44 nr. 3. Kostnader knyttet til utførelsen av ordren er blant annet avgifter knyttet til markedsplassen, oppgjørsutgifter og andre avgifter belastet av tredjemann som er involvert i utførelsen av ordren. Øvrige faktorer som hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, får bare forrang fremfor pris og kostnad dersom dette bidrar til best mulig resultat for kunden. Dette kommer av at ikke-profesjonelle kunder som regel er mest opptatt av det samlede vederlaget som må betales, og ikke for eksempel av å "time" kjøpet perfekt. Dette er noe som opptar profesjonelle aktører i større grad da det ofte dreier seg om store kjøp hvor "timingene" er det avgjørende.

Betydningen av type finansielt instrument ved ordreførelse

Utgangspunktet er at alle finansielle instrumenter omfattes av reglene om beste resultat ved ordreførelse, slik at bestemmelsen ikke er begrenset til for eksempel kun aksjer, jfr. MiFIDs fortale pkt. 70. Hva som betegnes som et finansielt instrument er opplistet i MiFID vedlegg 1 avsnitt C Financial Instruments. Her nevnes blant annet omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og ulike typer derivater. Imidlertid vil verdipapirforetakene møte forpliktelsen om beste resultat ulikt avhengig av type produkt og tilgjengelig marked for produktet, jfr. MiFIDs fortale pkt. 70, hvor spesielt handel med OTC-derivater nevnes.

Spørsmålet som her reiser seg er om handel med OTC-derivater i det hele tatt faller inn under kravet om beste resultat. For det første foreligger det mindre informasjon tilgjengelig for OTC-derivater enn for aksjer, og det vil derfor være problematisk å fastsette retningslinjer for hva som gir kunden beste resultat. Det er vanskeligere å identifisere markedsplass, det finnes færre objektive referansepunkter og mindre åpenhet/gjennomsiktighet for OTC-derivater enn for aksjer. Dessuten skjer handel med OTC-derivater (*"over the counter"*) ved at det inngås individuelle avtaler mellom kunden og foretaket, hvor kunden forplikter seg til enten å selge eller kjøpe et underliggende aktiva på et fremtidig tidspunkt til en forhåndsavtalt pris. Disse derivatene er ikke børsnoterte.⁴⁰ Normalt vil enten foretaket eller en oppgjørssentral garantere for oppfyllelse av kontrakten som sådan. En eventuell omsetning av kontrakten i kontraktens løpetid, vil skje ved at kontrakten innløses mot foretaket eller oppgjørssentralen, og at foretaket eller oppgjørssentralen utsteder ny kontrakt til en annen part. Det er således unaturlig å benytte begrep som *"ordre"*, *"handel"* og *"annenhåndsmarked"* i tilknytning til OTC-derivater, slik som for aksjer. Etter dette kan det være nærliggende å legge til grunn at kravet om beste resultat ved ordreutførelse ikke vil gjelde for OTC-derivater. De samme hensynene gjør seg så langt jeg kan se ikke gjeldende i forhold til andre typer finansielle instrumenter.

Betydningen av type verdipapirforetak ved ordreutførelse

Kravet om beste resultat må vurderes ut fra hva det aktuelle verdipapirforetaket med rimelighet kan forventes å oppnå for sine kunder. Ressurser til dette formål, i form av både tid og penger, bør derfor tilpasses størrelsen på det enkelte foretak. Dreier det seg om et stort verdipapirforetak - både i omfang og omsetning - må det kunne stiles høyere forventning til verdipapirforetaket om å oppnå det beste resultat enn hvor det dreier seg om et lite verdipapirforetak. Prinsippet om beste resultat bør således ikke

⁴⁰ Ordbok www.oslobors.no

være en absolutt standard som må oppnås av foretaket uten hensyn til tilgjengelige ressurser.

4.1.1 Kravet til ordrettførelsespolitikk

Direktivets art. 21 nr. 2 og 3 oppstiller krav om at verdipapirforetak må etablere og anvende en ordrettførelsespolitikk ("*order execution policy*"), som setter det i stand til å oppfylle forpliktelsen om beste resultat i art. 21 første ledd. Direktivet inneholder ingen detaljerte krav til hvordan ordrettførelsespolitikken (heretter kalt retningslinjer) må utformes, slik at det er opp til hvert enkelt foretak å velge dette selv. Verdipapirforetaket kan derfor velge om det ønsker kun å utarbeide generelle retningslinjer med tilhørende separate deler, eller om det ønsker egne retningslinjer for hver enkelt kunde.

4.1.1.1 Innholdskrav til retningslinjene

MiFIDs art. 21. nr. 3 opplytter hvilke hovedpunkter som må inntas i retningslinjene. Dette er informasjon om de ulike handelssystemer relatert til hver enkelt type finansielt instrument som verdipapirforetakene benytter, samt angivelse av hvilke faktorer som påvirker valget av handelssystem. Med handelssystem forstås regulerte markeder (børser og markedsplasser), multilaterale handelsfriheter (MHF)⁴¹ og internalisering⁴², jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 44 nr. 1 annet ledd.

⁴¹ MHF er betegnelsen på et handelssystem som legger til rette for omsetning av finansielle instrumenter, og som representerer et alternativ til omsetning på de regulerte markedene, jfr. Ot.prp. nr. 34 kap. 11.1 s. 232

⁴² MiFID art. 4 første ledd: Innebærer at et verdipapirforetak utfører kundeordre på egen bok utenfor regulerte markeder eller MHFers automatiske ordreslutningssystemer, jfr. Ot.prp. nr 34 kap. 7.10.2 s. 135

Retningslinjene skal i tillegg omfatte de handelssystemer som vanligvis gir det beste resultat ved utførelse av kundeordre ("*obtain on a consistent basis the best possible result*"), jfr. MiFID art. 21 nr. 3 første ledd siste setning. Det er dermed ikke nødvendig å velge det handelssystem som gir det beste resultatet i hvert enkelt tilfelle. Det er ingenting i veien for at verdipapirforetaket spesifiserer i retningslinjene at listen over handelssystemer ikke er uttømmende, men at utførelse kan skje på andre handelssystemer dersom de aktuelle handelssystemer er i overensstemmelse med de øvrige punkter i retningslinjene. Det foreligger heller ingen forbud mot at retningslinjene kun inneholder ett handelssystem vedrørende ett særskilt produkt, forutsatt at verdipapirforetaket har gjennomført alle rimelig tiltak for å finne det beste handelssystemet for kunden. Dersom verdipapirforetaket ikke har gjennomført slike rimelige tiltak, vil det være et brudd på MiFID art. 21 første ledd "*..shall require that investment firms take all reasonable steps to obtain..*".

Særlig informasjonskrav overfor ikke-profesjonelle kunder

Gjennomføringsdirektivets art. 46 nr. 2 oppstiller særlige informasjonskrav til verdipapirforetaket overfor ikke-profesjonelle kunder. Det første kravet er at verdipapirforetaket må gi ikke-profesjonelle kunder detaljert informasjon om retningslinjene i god tid ("*good time*") på et varig medium før levering av tjenesten. Det samme kravet foreligger ikke overfor profesjonelle investorer. Hva som legges i begrepet god tid er ikke nærmere klarlagt. Formålet med kravet må være at kunden skal ha mulighet til å sette seg skikkelig inn i retningslinjene og tenke igjennom disse før den bestemmer seg for å benytte tjenesten som det aktuelle verdipapirforetaket tilbyr. God tid må således dreie seg om et tidsrom som ikke bare gjør det faktisk mulig å lese igjennom retningslinjene, men også innebærer tid til å tenke over hva det var man leste. Dette betyr at det i hvert fall ikke er nok til å oppfylle kravet om god tid å få tilsendt retningslinjene fem minutter før en ordre skal utføres.

Det foreligger heller ingen nærmere spesifisering av hva et varig medium er. Det må kunne legges til grunn at det er ønskelig at varig medium har den samme betydningen i forhold til alle typer rettsområder. Barne- og familiedepartementet har i sitt lovforslag⁴³ om endringer i angrerettsloven lagt grunn at et varig medium regnes som fysiske lagringsmedier som papir, disketter, CD-ROM, DVD og harddisken i en datamaskin der kundens e-post er lagret. Det sentrale er at forbrukeren skal kunne oppbevare opplysningene og avtalevilkårene slik at de er tilgjengelige for framtidig bruk. Hvis forbrukeren ikke mottar informasjonen på et fysisk lagringsmedium (papir, diskett, dvd, CD-ROM), men den overføres digitalt, skal den kunne lagres av forbrukeren på et varig medium. Det nærliggende eksemplet er bruk av e-post som skrives ut eller lagres på forbrukerens harddisk. Den teknologiske utviklingen vil gi nye former for lagringsmedier som også kan tilfredsstillere kravene til varig medium. Dagens mobiltelefoner tilfredsstiller ikke kravene til varighet fordi manglende lagringskapasitet medfører at meldinger jevnlig må slettes for å gi plass til nye. Hvis det utvikles telefoner med mulighet for å lagre større mengder data, vil disse lettere kunne tilfredsstillere kravene til varig medium.⁴⁴

Informasjonen til ikke-profesjonelle kunder skal også inneholde en redegjørelse for hvordan verdipapirforetaket vektlegger den forholdsmessige betydningen av faktorene oppramset i art. 21 første ledd, herunder pris, kostnad, størrelse på ordren etc., jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 46 nr. 2a. Eksempelvis at verdipapirforetaket anser prisen på det finansielle instrumentet som den avgjørende faktor ved vurderingen, mens sannsynligheten for handel er en faktor av relativt mindre betydning. Videre skal kunden gis detaljert informasjon om de ulike handelssystemer som selskapet anser for

⁴³ Ot.prp. nr. 36 (2004-2005) Om lov om endringer i lov 21. desember 2000 nr. 105 om opplysningsplikt og angrerett mv. ved fjernsalg og salg utenfor fast utsalgssted (angrerettloven)

⁴⁴ Ot.prp. nr. 36 (2004-2005) Om lov om endringer i lov 21. desember 2000 nr. 105 om opplysningsplikt og angrerett mv. ved fjernsalg og salg utenfor fast utsalgssted (angrerettloven)

å være pålitelige, samt klart motta en advarsel om hvilke konsekvenser en spesifikk instruks medfører, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 46 nr. 2 b og c.

4.1.1.2 Oppdatering av retningslinjene

For at verdipapirforetaket skal oppfylle kravet om beste resultat, er det pålagt regelmessig å vurdere om de handelssystemer som omfattes av retningslinjene gir det best mulige resultat for kunden, eller om det er behov for å endre retningslinjene, jfr. art. 21 nr. 4. Dette betyr at ordrettførelsespolitikken er dynamisk og skal endres i takt med endringer i markedet. Gjennomføringsdirektivets art. 46 nr. 1 pålegger verdipapirforetaket å vurdere og eventuelt revidere retningslinjene minst en gang pr. år. Ved revisjon av retningslinjene skal foretaket ta hensyn til alle endringer i faktorene som vedrører utførelsen siden forrige revisjon og foreta en vurdering av de relevante handelssystem. Retningslinjene skal også vurderes dersom det inntreer en vesentlig endring som kan påvirke verdipapirforetakets evne til å oppnå beste resultat i de angjeldende retningslinjer, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 46 nr. 1 annet ledd.

Det foreligger ingen nærmere forklaring på hva som menes med en vesentlig endring. Det må kunne legges til grunn at dersom et nytt handelssystem oppstår, bør dette klart oppfylle vesentlighetskravet. I motsatt ende vil det trolig ikke være nok at endringer i ordrettførelseskostnaden på en handelsplass eksempelvis indeksreguleres.

Retningslinjene og den regelmessige vurderingen av handelsplassene vil være med på å hjelpe verdipapirforetaket å oppfylle forpliktelsen om beste resultat ved at alle tilgjengelige handelssystemer må tas med i betraktning, bli vurdert og derfor ikke oversett. Dersom de aktuelle retningslinjer revideres, må kunden underrettes om dette, jfr. MiFIDs art. 21 nr. 4 siste punktum.

4.1.1.3 Samtykke til ordrettførelsespolitikken

Verdipapirforetakene må på forhånd innhente samtykke ("prior consent") til retningslinjene fra kunden, jfr. art. 21 nr. 3 annet ledd. Det må her kunne legges til

grunn at kravet til forhåndssamtykke må relatere seg til utførelse av ordre, og ikke til tjenester hvor ordreutførelsespolitikken ikke kan få betydning for tjenestekvaliteten.⁴⁵ Dette er en naturlig tolkning da ordreutførelsespolitikken står i bestemmelsen om beste utførelse. Det fremkommer ingen nærmere detaljer om hvilke krav som stilles til samtykket, herunder om det må være skriftlig. Det kreves i tillegg særskilt samtykke ("prior express consent") til å utføre ordre utenfor regulert marked eller MHF.

Hvordan "prior consent" og "prior express consent" skal forstås og hva som skiller disse fremgår verken av MiFID eller Gjennomføringsdirektivet. CESR har i punkt 60 i sin uttalelse⁴⁶ bemerket at i noen jurisdiksjoner forstås forutgående aksept "prior consent" som stilltiende og et resultat av kundens atferd. Et eksempel på dette er at kunden sender inn en ordre til verdipapirforetaket etter at den har mottatt retningslinjene som utgjør firmaets ordreutførelsespolitikk. Mens derimot uttrykt forutgående aksept "prior express consent" betyr at samtykke må være uttrykkelig slik at det ikke holder med konkludent atferd. CESR legger til grunn at et slikt samtykke bør være skriftlig eller tilsvarende, slik som for eksempel å hake av for samtykke elektronisk, eller muntlig via telefon eller ved personlig oppmøte (i så fall med lydopptak av samtykket), jfr. CESR pkt. 62. Videre uttaler CESR at det uansett må foreligge tilstrekkelig informasjon til kunden slik at kunden er i stand til å kunne gi et samtykke som er basert på det som er opplyst, jfr. CESR pkt. 62..

Det foreligger ikke krav om at investeringsrådgivere og porteføljeforvaltere må innhente samtykke fra kunden selv om de er pålagt å etablere og anvende en ordreutførelsespolitikk, jfr. CESR pkt. 19. Dette kommer av at de ikke utfører ordrene selv, men videresender ordrene til andre verdipapirforetak som utfører disse. Verdipapirforetak som utfører ordren må naturlig nok innhente samtykke fra kunden.

⁴⁵ NOU 2003:3 pkt. 4.41 s. 83

⁴⁶ The Committee of European Securities Regulators, Beste execution under MiFID, CESR/07-050b

Det foreligger ingen krav om at nytt samtykke må innhentes dersom retningslinjene revideres etter at samtykke er innhentet. Dette er likevel noe som verdipapirforetakene for ordens skyld bør vurdere om de likevel skal innhente, slik at de kan bevise at informasjon om endringene faktisk er gitt kunden.

Intensjonen bak samtykkekravet er investorbekyttelsen og å fremme konkurransen i markedet ved å oppfordre kunder og potensielle kunder til å sette seg inn i verdipapirforetakets ordrerutiner. Dette setter kundene i stand til å sammenligne tjenestene som tilbys av de ulike verdipapirforetakene, slik at de velger det verdipapirforetaket som egner seg best til dens ønsker og behov, jfr. CESR pkt. 18.

4.1.1.4 Spesifikke instruks ved ordreførelse

Dersom det foreligger en spesifikk instruks fra kunden, skal verdipapirforetaket alltid overholde denne typen instruks, jfr. art. 21 nr. 1. Det må likevel kunne legges til grunn at dette ikke gjelder spesifikke instruks som strider mot andre rettsregler, slik som børsens handelsregler eller bestemmelser om markedsmissbruk. Det fremgår av art. 44 nr. 2 i Gjennomføringsdirektivet at verdipapirforetaket alltid skal anses å ha oppfylt sine forpliktelser om beste resultat dersom det har utført en kundes spesifikke instruks.

Dersom en ordre utføres i overensstemmelse med den spesifikke instruks, for eksempel pris på det finansielle instrumentet, vil likevel kravet til beste mulige resultat gjelde i forhold til de øvrige deler av ordren, som ikke er omfattet av den instruks, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 68. Altså bør ikke en spesifikk instruks fritta verdipapirforetaket fra dets forpliktelse til å utføre ordre med beste mulig resultat relatert til andre deler av ordren, som ikke knytter seg til den spesifikke instruks. Verdipapirforetaket bør heller ikke foreslå innholdet i en spesifikk instruks når det med rimelighet måtte vite at en slik instruks med sannsynlighet ville forhindre det i å oppnå det best mulige resultat for den aktuelle kunde, jfr. Gjennomføringsdirektivets pkt. 68.

Det ville i så fall være en enkel måte for et verdipapirforetak å omgå hele bestemmelsen om beste resultat ved ordretutførelse på. Det rettslige spørsmålet som her reiser seg er hva som menes med "rimelighet", "måtte vite" og "med sannsynlighet". Ordlyden i bestemmelsen gir liten hjelp da det brukes tre skjønnsmessige ord etter hverandre. Det er derfor vanskelig å kunne si noe fornuftig om hvordan den skal forstås. Det foreligger heller ingen nærmere forklaring av hvordan denne bestemmelsen skal forstås i CESR. På bakgrunn av reelle hensyn må det likevel kunne legges til grunn at det skal lite til for at verdipapirforetak "burde ha visst". Dette på bakgrunn av verdipapirforetakets erfaring med ordretutførelse.

Kunden skal gis advarsel om at en spesifikk instruks kan medføre at verdipapirforetaket ikke kan foreta de nødvendige handlinger for å oppfylle forpliktelsen i henhold til dets retningslinjer. Verdipapirforetakene står fritt til å avtale med kunden på forhånd at ordre mottatt i spesielle situasjoner vil bli behandlet som en spesifikk instruks. Foretaket kan også innta i retningslinjene at nærmere angitte instruksjoner vil bli å anse som spesifikke instruksjoner og hva konsekvensen av dette blir. Det kan tenkes at verdipapirforetaket i enkelte tilfeller kan ha en plikt til å fraråde kunden fra å gjennomføre ordren etter instruksjonen. Et eksempel på dette kan være der det høyst sannsynlig er en ordre som vil medføre tap etc. Dersom kunden likevel fastholder instruksjonen må imidlertid verdipapirforetaket følge denne lojalt. Der hvor kunden handler i et online-system som automatisk sender ordre for direkte utførelse, uten at foretaket som opererer systemet er forpliktet til å gå inn å søke etter beste pris eller gjøre vurderinger av faktorer for beste mulige resultat, må det kunne legges til grunn at dette er å anse som spesifikke instruksjoner fra kunden. Retningslinjene vil således ikke komme til anvendelse.

Et særlig spørsmål som reiser seg i forbindelse med spesifikke instruksjoner er om handel med rente- og valutaprodukter er en såpass spesiell form for handel at handelen i seg selv må likestilles med en spesifikk instruks. Denne type handel skiller seg klart fra handel med andre finansielle instrumenter. Handel med rente- og valutaprodukter

skjer normalt på en annen måte enn ved aksjer. Det normale er at rente- og valutamarkedet omtales som et prisdrevet marked, mens aksjemarkedet gjerne omtales som et ordredrevet marked. I et ordredrevet marked fastsettes markedskursen ved at deltagerne innrapporterer en kjøps- eller salgsordre som angir antall verdipapirer og en prisbetingelse. De vanligste ordretypene er limitordre og markedsordre.

En limitordre innebærer at selger eller kjøper spesifiserer den laveste eller høyeste kurs ordren kan omsettes på. En markedsordre betyr at selger eller kjøper aksepterer den høyeste eller laveste kursen i markedet. Markedskursen fastsettes der kjøps- og salgstilbudene krysses. Avstanden mellom beste kjøperkurs og beste selgerkurs er med på å bestemme likviditeten i markedet. Et prisdrevet marked kjennetegnes av at egne mellommenn, såkalte market-makers, forplikter seg til å kjøpe og selge et bestemt antall verdipapirer til kjøps- og salgskurser som til enhver tid gjøres kjent for markedet. Forskjellen mellom market-makers kjøps- og salgskurs – spread - vil blant annet variere med likviditeten i markedet. Prisdrevne børser har ofte et vilkår for opptak til notering av et verdipapir at det er en eller flere market-makers som stiller kurser i verdipapiret.

I et finansielt instrument hvor foretaket kvoterer/stiller priser som market-maker (standardiserte opsjoner, obligasjoner, valuta- og rentederivater), offentliggjør foretaket kjøps- og salgskurser ut fra egne vurderinger av markedsforholdene. Prisene offentliggjøres på foretakets side hos en informasjonsdistributør, og kundene kan sammenligne priser fra ulike foretak. Disse prisene vil enten være indikative⁴⁷ eller bindende for et bestemt volum per transaksjon. Dersom prisene er indikative, vil verdipapirforetaket gi kunden en bindende pris ved henvendelser til

⁴⁷ Med indikativ kjøpskurs menes den kurs verdipapirforetaket vil kjøpe den aktuelle investering for. At kursen er indikativ betyr at ved større endringer i finansmarkedet (rentenivå, aksjekurser, volatilitet med mer) kan reell handlekurs avvike fra den indikative kjøpskurs.

verdipapirforetaket. Verdipapirforetaket vil bli motpart i transaksjonen dersom kunden aksepterer prisen. Ved henvendelse til verdipapirforetaket står kunden fritt med hensyn til å akseptere tilbudet. Kundens beslutning med hensyn til hvorvidt han vil akseptere tilbudet fra market maker må således kunne likestilles med en "spesifikk instruksjon". Det vil være unaturlig at et foretak må henvise kunden til et konkurrerende verdipapirforetak, som i det øyeblikket forhandlingen om kjøp eller salg foregår, stiller en bedre pris enn det aktuelle verdipapirforetaket.

4.1.1.5 Dokumentasjon av ordreutførelsen

I henhold til art. 21 nr. 5 må et verdipapirforetak på kundens anmodning være i stand til å påvise at den eller de ordrer som er utført på vegne av kunden, er i tråd med foretakets retningslinjer. Bestemmelsen innfører en plikt for verdipapirforetakene til å oppbevare retningslinjene og informasjon om utførte ordrer i fem år, for å kunne bevise at ordren er utført med beste mulige resultat i henhold til de godkjente retningslinjene, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 51 nr. 1 Slik dokumentasjon vil være med på å sikre at verdipapirforetaket er bevisste på at kravet om beste resultat blir overholdt. Dette tvinger verdipapirforetakene til å kontrollere hver transaksjon ved å sjekke at retningslinjene ble fulgt, om den optimale kursen ble oppnådd og om de optimale vilkår ble anvendt.

4.2 Gjeldende norsk rett

Verken verdipapirloven eller dens forarbeider inneholder i dag en spesifikk bestemmelse som alene tilsvarer direktivets krav til beste resultat ved ordreutførelse. Dette betyr ikke at kravet til beste resultat er fraværende i norsk rett. Det er innfortolket et slikt krav i den rettslige standarden "god forretningsskikk" i vphl. § 9-2, se spesielt første ledd annet punktum: "*Foretaket skal herunder påse at kundens interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte.*", samt fjerde ledd: "*Kunden skal gis den beste pris...*". Når det gjelder fjerde ledd foreligger det ikke et krav om at prisen skal være den objektivt

sett best oppnåelige, men at foretaket skal gjøre sitt beste for å sikre kunden den beste oppnåelige pris ut fra tilgjengelig kursinformasjon.⁴⁸ Det gjelder videre et unntak fra denne bestemmelsen for kunder som forlanger eller aksepterer en bestemt pris. Dersom man får kundens aksept betyr det i utgangspunktet ikke noe om en annen og bedre pris var oppnåelig. Likevel må det forutsettes at foretaket opplyser den aktuelle kunde om at den kurs man kan tilby ikke nødvendigvis er markedets beste. Handel må deretter kunne sluttet dersom kunden like fullt insisterer på handelen. Et generelt forbehold fra foretakenes side i forretningsvilkår eller lignende er neppe tilstrekkelig.⁴⁹ Fondsmeglerforbundets forslag til forretningsvilkår⁵⁰, oppstilles krav om at foretaket må søke å sikre de beste mulige betingelser ved utførelse av kundeordrer, jfr. § 5.

4.2.1 Bestemmelsens innvirkning på gjeldende norsk rett

Finansdepartementet har i forslaget til ny verdipapirhandellov foreslått en omtrent ordrett implementering av direktivets bestemmelse, jfr. forslaget § 10-12 *Beste resultat ved ordreførelse*.

Det foreligger allerede i dag et krav til beste resultat, men implementeringen av direktivet medfører at verdipapirforetakene underlegges mer detaljerte krav med hensyn til prosedyrene rundt utførelsen av kundeordrene. Direktivets krav om å etablere og anvende en ordreførelsespolitikk er dessuten helt nytt.

Retningslinjene som må utformes i forbindelse med ordreførelsespolitikken forutsetter i utgangspunktet at det er flere handelssystemer å velge mellom. I det norske verdipapirmarkedet vil det for mange av de finansielle instrumentene ikke foreligge flere relevante handelssystemer, slik at vurderingen av alternative utførelsesmåter ikke vil være nødvendig. Forpliktelsen vil således være lite omfattende,

⁴⁸ Verdipapirhandelloven, s. 701

⁴⁹ Verdipapirhandelloven, s. 702

da den ikke er tilpasset det norske verdipapirmarkedet. Et eksempel på dette er ikke-noterte produkter. Det foreligger mindre informasjon om OTC-derivater enn for aksjer, slik at det vil være problematisk å fastsette retningslinjer for hva som gir kunden beste resultat ved ordreførelse. Det er vanskelig å identifisere handelssystem, det finnes færre objektive referansepunkter og mindre åpenhet/gjennomsiktighet generelt for OTC-derivater enn for aksjer.

Det finnes tre alternative handelssystemer for det norske markedet. Det første alternativet er kjøp eller salg til andre kunder (innbyrdes forretninger). Det andre alternativet er å legge ordren inn på en markeds plass, herunder børs eller MHF. Det tredje og siste alternativet er ved at verdipapirforetaket selv helt eller delvis trer inn som motpart (handel for eget lager).

På bakgrunn av det ovennevnte er det usikkert hvor mye innvirkning bestemmelsen vil få på norske investorer. Det vil selvsagt bli enklere for investorene å vurdere de enkelte verdipapirforetak og sjekke at de utførte ordrene er i samsvar med kundens instruks. Likevel vil nok ikke norske investorer i samme grad dra like stor nytte av denne informasjonen som investorer i andre land hvor det foreligger flere handelssystemer å velge mellom. Det er lite poeng i å sammenligne retningslinjene blant de ulike verdipapirforetakene om hvilke handelssystemer de bruker når det faktisk ikke foreligger alternativer.

Når det gjelder verdipapirforetakets plikt til å kunne dokumentere ordreførelsen i ettertid følger det i dag av vphl. § 9-1 nr. 4 at verdipapirforetakene må føre og oppbevare en liste over utførte transaksjoner med finansielle instrumenter m.m. som skal være minst så fyllestgjørende at tilsynet kan kontrollere om reglene er overholdt, jfr. også vphl. § 9-8 om registrering av mottatte oppdrag og utførte transaksjoner, med tilhørende forskrift av 26. september 1996 nr. 950. Direktivets krav om å oppbevare

dokumentasjon pålegger således ikke verdipapirforetak en mer omfattende plikt enn tidligere.

4.3 Konklusjon

Beste resultat ved ordreførelse er et viktig aspekt ved investorbekyttelsen, da denne regelen oppstiller konkrete og detaljerte krav om hvordan en ordre skal utføres, samt hvordan en kunde skal ha mulighet til å sjekke opp at ordren faktisk er utført etter gjeldende krav i ettertid. Tidligere har det ikke eksistert slike detaljerte krav. Det har derfor vært en fare for at noen verdipapirforetak har tatt fordel av at informasjon om ordreførelsen har vært utilgjengelige og uoversiktlig for kunden ved å gi urettferdig behandling til sine kunder. Dette uten nødvendigvis å lide omdømmetap i markedet.⁵¹ Det er således et viktig element i investorbekyttelsen å innføre klare krav vedrørende utførelsen av ordrer.

Kravene bidrar videre til å sikre at verdipapirforetaket fører kontroll med- og etablerer prosedyrer om ordreførelsen, jfr. CESR pkt. 17. Dette gjelder både innad blant dets egne ansatte, samt ovenfor sine kunder. Dette fører til at kundens beste interesse sikres selv om kunden selv ikke har mulighet til å sjekke at dette faktisk er tilfelle.

⁵¹ Kommissjonens uttalelse Frequently asked questions on MiFID: Draft implementing "level 2", Memo/06/57, 2006-02-06, 1.5.2

5 Vurdering av MiFID

5.1 Direktivets ulike aspekter

Direktivet inneholder flere overordnede aspekter som vil være med på å øke investorbeskyttelsen på verdipapirområdet. Aspektene er et utslag av ulike regler i direktivet som både enkeltvis og sammen bidrar til et regelverk som er med på å styrke investorbeskyttelsen. Flere av aspektene forutsetter at kunden er bevisst på hvilke muligheter MiFID åpner opp for, og at kunden ønsker å dra nytte av disse mulighetene.⁵² En nærmere redegjørelse av aspektene følger i underliggende kapitler.

5.1.1 Kundens kontroll av ordreførelsen

Direktivet pålegger verdipapirforetak en strengere dokumentasjonsplikt enn tidligere overfor kunden vedrørende ordreførelse. Verdipapirforetaket må kunne dokumentere på kundens forespørsel hvordan den enkelte transaksjon er utført. Videre må verdipapirforetaket dokumentere at utførelsen var i tråd med verdipapirforetakets retningslinjer, forutsatt at det ikke forelå en spesifikk instruks fra kunden. Dokumentasjonsplikten gir kunden en mulighet til å kontrollere at verdipapirforetaket faktisk har utført ordren i tråd med dens instruks eller ønsker.

5.1.2 Økt konkurranse mellom verdipapirforetakene

Direktivets krav til å etablere og anvende en ordreførelsespolitikk vil gjøre det enklere for kundene å sammenligne tjenestene de ulike verdipapirforetakene har å tilby, og til hvilke vilkår. Dette vil bidra til å øke konkurransen mellom verdipapirforetakene. Kunden vil ha et bedre informasjonsgrunnlag enn tidligere, slik at

⁵² Kommissjonens uttalelse Frequently asked questions on MiFID: Draft implementing "level 2", Memo/06/57, 2006-02-06. pkt. 12

han kan velge det verdipapirforetak som tilbyr den tjenesten som best passer til kundens behov og ønsker.

Felles lovgivning i medlemslandene vil også være med på å øke konkurransen mellom verdipapirforetakene. Dette fordi det vil bli enklere for kunden å gå til et hvilket som helst verdipapirforetak uten å bekymre seg for å være mindre beskyttet i et annet medlemsland enn i sitt hjemland. MiFID sikrer kunden den samme beskyttelse ved å innføre et felles regelverk på verdipapirirområdet i alle medlemslandene. Dette vil være med på å øke konkurransen i markedet mellom verdipapirforetakene, ved at det blir en lavere terskel for kunden å kunne gå til andre verdipapirforetak i Europa. Dette fordi kunden vet den samme beskyttelsen vil gjøre seg gjeldende i et annet medlemsland som i sitt hjemland. Det blir således enklere for kunden å kjenne til sine rettigheter enn hva det er i dag, da hvert medlemsland på det nåværende tidspunkt har sine egne investorbeskyttelsesregler hvor variasjonene er store.

5.1.3 Økt konkurranse mellom handelssystemene

Direktivet etablerer et regime hvor et mangfold av handelsplasser gjør det mulig å konkurrere om kundeflyten ("*client order-flow*"), da verdipapirforetakene vil være pliktig til å vurdere alle tilgjengelige handelssystemer.⁵³ Dette åpner opp for at det vil bli enklere for en handelsplass å etablere seg blant andre attraktive handelsplasser og samtidig få innpass hos verdipapirforetakene. Det er likevel velkjent at det er vanskelig for handelsplasser å tiltrekke seg nye attraktive selskaper, selv om det kan bevise at det kan tilby bedre service enn konkurrenten. Konkurransen mellom handelsplassene kan være med på å presse kostnadene ved transaksjonene ned og bidra til større effektivitet i det europeiske verdipapirmarkedet.

⁵³ Kommissjonens uttalelse Frequently asked questions on MiFID: Draft implementing "level 2", Memo/06/57, 2006-02-06. Tilgjengelig på:
http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/isd/mifid2_en.htm

5.1.4 Tilsyn med verdipapirforetaket

Verdipapirforetak har en plikt til å gi kunder og potensielle kunder en mengde ulik informasjon i bestemmelsen om god forretningsskikk, samt å utarbeide retningslinjer som også er tilgjengelige utad. Kravene er med på å gjøre verdipapirforetakets tjenester og rutiner transparente i markedet. Dette betyr at informasjonen og retningslinjene ikke bare har betydning mellom verdipapirforetaket og kunden, men også mellom verdipapirforetaket og kontrollmyndigheten; herunder Kredittilsynet som har ansvaret for å føre tilsyn med verdipapirforetakene, jfr. vphl. § 12-1 annet ledd. De omfattende dokumentasjonskravene som følger av MiFID vil gjøre det enklere for offentlige myndigheter å føre tilsyn med at reglene på verdipapirrettens område overholdes. Dette bidrar til at kunden faktisk får den beskyttelse han har krav på.

5.2 Omfanget av MiFID

MiFID er et omfattende direktiv selv om det er et rammedirektiv. Det er vanskelig å få oversikt over hva som er regulert. Det er likevel Gjennomføringsdirektivet som er den store bøygen ved implementeringen av MiFID. Gjennomføringsdirektivet er svært detaljert og inneholder mye teknisk lovstoff. Et eksempel på dett er bestemmelsen om god forretningsskikk. I gjeldende rett er god forretningsskikk regulert i vphl. § 9-2, som består av seks forholdsvis korte underpunkter. I MiFID er den rettslige standarden regulert i art. 19, som består av ni detaljerte underpunkter. Disse ni underpunktene er igjen regulert i hele 25 detaljerte artikler hvor de fleste består av en rekke underpunkter, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 24-49. Det må være lov å stille spørsmålstegn ved om dette strengt tatt er nødvendig. Dette gjelder spesielt med tanke på at direktivet ikke i nevneverdig grad materielt sett innfører noe nytt i gjeldende rett vedrørende god forretningsskikk, jfr. kapittel 3.2.2.

Et annet viktig moment med Gjennomføringsdirektivet er at det er såpass detaljert at det alltid vil være mulighet for en kunde å finne en bestemmelse som ikke har blitt

nøyaktig oppfylt av verdipapirforetaket. Det kan diskuteres om dette har vært formålet med utarbeidelsen av direktivet. En så detaljert lovgivning vil kunne virke mot sin hensikt, da det ikke vil være praktisk mulig å håndheve samtlige krav som direktivet oppstiller.

5.3 MiFIDs innvirkning på de ulike aktører i verdipapirmarkedet

5.3.1 Innvirkning på verdipapirforetakene

Meglernes plikter vil skjerpes i noe grad, men dette vil i første rekke gjelde meglere som jobber opp mot ikke profesjonelle kunder. En konsekvens av dette kan bli at verdipapirforetak velger bort ikke profesjonelle kunder, slik at det unngår de strenge regulatoriske krav som knytter seg til denne kundegruppen. Verdipapirforetakene bør i så fall først vurdere om dette også kan slå negativt ut ovenfor den profesjonelle kunden. En profesjonell kunde kan få inntrykk av at verdipapirforetaket er useriøst dersom den velger løsninger for å unngå regler som er pålagt verdipapirforetaket. En konsekvens av dette kan være at den profesjonelle kunden velger et annet mer "seriøst" verdipapirforetak.

Den virkelige forskjellen for et verdipapirforetak er at det må legge om rutinene og lage standardskjemaer i forhold til flere bestemmelser, herunder god forretningsskikk og beste resultat ved ordreutførelse, noe som vil medføre ekstra jobb, i hvert fall i begynnelsen for å skape gode og effektive rutiner. Mesteparten av dette arbeidet vil mest sannsynlig dreie seg om tekniske utfordringer. De norske verdipapirforetakene er og vil fortsatt være små i forhold til de store internasjonale investeringsbanker og forvaltere som opererer i det norske markedet⁵⁴. De utenlandske aktørene vil i langt større grad enn sine norske konkurrenter ha stordriftsfordeler ved oppbygging av nye interne rutiner, kundeavtaler, kundetester, informasjonsmateriale, datasystemer mv.

⁵⁴ Høringsuttalelse av Norges Fondsmeglerforbund av 29. mai 2006

5.3.2 Innvirkning på verdipapirforetakets kunder

Regelverket som MiFID pålegger bærer preg av å være utarbeidet for å beskytte ikke-profesjonelle kunder i markeder som er bygd opp og fungerer annerledes enn det norske. Den norske lovgivningen gir i dag ikke-profesjonelle kunder god beskyttelse. Det kan derfor være tvilsomt om det samlet sett er mye å vinne frem med for den ikke profesjonelle kunden i Norge ved implementeringen av MiFID. Derimot vil implementeringen av MiFID ha stor innvirkning på kunder som tilhører medlemsland hvor investorbeskyttelsen er fraværende, eller kunden er svakere beskyttet enn hva som følger av MiFID.

Dersom kunden ønsker å holde et øye med at verdipapirforetaket faktisk utfører ordren i tråd med dens interesser og instruksjoner vil implementeringen føre til at dette enklere lar seg gjøre. Nettopp fordi verdipapirforetaket er pliktig til å informere om hvordan for eksempel en ordre er utført på kundens forespørsel.

Da verdipapirforetak pålegges å etablere og anvende en ordreutførelsespolitikk blir det enklere for kunden å sammenligne de ulike verdipapirforetakene med tanke på hvilke tjenester de kan tilby til hvilke vilkår etc. Dette vil heller ikke gjøre det store utslaget i Norge da det foreligger få handelssystemer å velge mellom og for noen finansielle instrumenter finnes det ikke en gang to alternativer, jfr. ikke-noterte produkter. Ordreutførelsespolitikken er derfor best tilpasset de medlemsland hvor det eksisterer et stort verdipapirmarked hvor det foreligger flere ulike handelssystemer.

5.4 Implementeringen i norsk rett

Lovforslaget⁵⁵ innebærer at det norske lovverket legges forholdsvis nært opp til ordlyden i MiFID, og er betydelig mer detaljert enn hva man er vant til i norsk

⁵⁵ Ot.prp. nr. 34

rettstradisjon. Det kan diskuteres om det er nødvendig med et såpass detaljert lovforslag da det dreier seg om et rammedirektiv hvor utfyllende bestemmelser vil komme i forskrift. Et lovforslag som knyttes nært opp til direktivteksten vil likevel være nødvendig for å sikre mest mulig lik gjennomføring av direktivet i de ulike medlemsland. Dette vil også være i tråd med det høye harmoniseringsnivået som MiFID legger opp til.

Gjennomføringsdirektivet skal implementeres i norsk rett gjennom forskrift. Utkast til forskrift er ute på høring med høringsfrist 10.05.2007⁵⁶. I gjennomgangen av de ulike bestemmelsene behandlet i oppgaven har man sett at det er i Gjennomføringsdirektivet at de praktiske forskjellene i forhold til gjeldende norsk rett foreligger. Dette betyr at det er forskriften som vil være mest interessant for verdipapirforetak når det skal sette seg inn i det nye regelverket. Det kan diskuteres om dette er uheldig, da prosessen med å utarbeide en forskrift er en mye mindre omstendelig prosess enn prosessen med å utarbeide et lovforslag. Dette kan gi uheldig utslag i form av dårlig språk, unøyaktige oversettelser etc. Jeg har ikke fått tilgang til forskriften som er ute på høring. Jeg kan derfor ikke si noe om hvordan implementeringen av Gjennomføringsdirektivet er søkt ivaretatt, og om det eventuelt foreligger unøyaktigheter.

Direktivet åpner også opp for at de enkelte medlemsland på noen områder står fritt til å innføre særbestemmelser utover direktivet, jfr. for eksempel MiFID art. 3 Optimal exemptions. Det er viktig at Norge ikke i nevneverdig grad benytter seg av denne muligheten. Det er av stor betydning at det norske verdipapirmarkedet er tilnærmet likt regulert som andre medlemsland. Norge er netto mottaker av investeringer i forholdet til utlandet, og det er derfor viktig at regelverket omkring disse investeringene er mest mulig like det investorene kjenner til i sine hjemland.

⁵⁶ Forskrift til ny lov om verdipapirhandel og ny lov om regulerte markeder, publisert 29. mars 2007

Harmoniseringen av regelverket er som tidligere skrevet ett av de viktigste formål med MiFID.

6 Register

6.1 Lover

Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79

6.2 EU-lovgivning

Avtale om det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS-avtalen) av 2. mai 1992

Investment Services Directive 93/22/EEC av 10. mai 1993 om investeringstjenester på verdipapirirområdet

Financial Services Action Plan: Implementing the framework for financial markets:
Action Plan, COM (1999)232, 11.05.99

Tilgang:

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/progress4_en.pdf.

The final report of the committee of wise men on the regulation of European securities market av 15. februar 2001

Tilgang: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf.

Direktiv 2004/39/EC av 21. april om markeder for finansielle instrumenter (MiFID)

Europa-parlamentet og Rådets direktiv 2006/31/EG av 5. april 2006 om endring av direktiv 2004/39/EG om markeder for finansielle instrumenter i spørsmål om visse tidsfrister

Kommisjonens direktiv 2006/39/EF av 10. august 2006 om gjennomførelse av Europa-Parlamentet- og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår de organisatoriske krav til og betingelsene for drift av investeringsselskaper samt definisjoner av begreper med henblikk på nevnte direktiv (Gjennomføringsdirektivet)

Kommisjonens uttalelse Memo/06/57 Frequently asked questions on MiFID: Draft implementing "level 2"

CESR/07-050b av februar 2007 Best execution under MiFID

6.3 Forarbeider

6.3.1 Odelstingsproposisjoner

Ot.prp. nr. 36 (2004-2005) Om lov om endringer i lov 21. desember 2000 nr. 105 om opplysningsplikt og angrerett mv. ved fjernsalg og salg utenfor fast utsalgssted (angrerettloven)

Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)

6.3.2 Norges offentlige utredninger

NOU 1999: 3 Organisering av børsvirksomhet m.m

NOU 2006: 3 Om markeder for finansielle instrumenter

6.3.3 Statens offentlige utredninger

SOU 2006:50 En ny lag om värdepappersmarknaden

6.4 Litteraturliste

6.4.1 Bøker

Bechmann (2002)
Komentarutgave,

Bechmann, Tor *Verdipapirhandelloven*

Tor Bechmann, Knut Bergo, Jan Bjørnsen, Per
Anders Sæhle og Kjersti Tøgard Trøbråten, Oslo
2002

Bergo (2004)

Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, Oslo 2004

- Boe (1996) Boe, Erik, *Innføring I juss. Juridisk tenkning og rettskildelære*, Oslo 1996
- Fleischer (1998) Fleischer, Carl August, *Rettskilder og juridisk metode*, Oslo 1998
- Sejersted (2005) Sejersted, Fredrik. *EØS-rett*. Fredrik Sejersted ... [et al.]. 2. utg. Oslo, 2005.
- 6.4.2 Artikler
- Birkeland (2002) Birkeland, Tor G, *Analysevirksomhet i verdipapirforetak*.
Birkeland Tor G og Gaute S. Gravir I: Tidsskrift for Forretningsjus 2002 nr. 03
- Christiansen (2002) Christiansen, Erling, *Analyser og corporate-opdrag i verdipapirforetak: Om Chinese Walls og litt til*. I: Tidsskrift for Forretningsjus 2002 nr. 1
- Rønning (2002) Rønning Tore *Noen spørsmål knyttet til verdipapirhandellovens regler om "god forretningsskikk" ved tilrettelegging av emisjoner og ved aktiv forvaltning*. Rønning Tore og Hammerich Peter.
I: Tidsskrift for forretningsjus, nr/1998, s. 119-142

6.4.3 Enkeltstående nettdokument

Kredittilsynet, Erfaringer og utfordringer 1986–2006

Tilgang: www.kredittilsynet.no/archive/stab_pdf/01/03/13092004.pdf

Norges Fondsmeglerforbund, Etiske normer for medlemmer av Norges

Fondsmeglerforbund

Tilgang: www.nfmf.no/etisk_raad/Default.htm

Norges Fondsmeglerforbund, Høringsuttalelse NOU 2006: 3 Om markeder for
finansielle instrumenter (gjennomføring av MiFID og Transparency direktivet) av 29.
mai 2006

Tilgang: www.nfmf.no

Oslo Børs, Ordbok

Tilgang: www.oslobors.no