

Bransjestandard nr. 1

Grensen mellom megling og aktiv forvaltning

Denne standarden ble fastsatt av styret i Norges Fondsmeglerforbund 13. september 2002. Standarden trådte i kraft fra og med 1. november 2002. Oppdatert 2. juli 2012. Oppdatert 11. september 2018.

Fotnoter finnes i slutten av dokumentet.

1. Innledning

MiFID II skiller mellom ni ulike investeringstjenester som hver for seg krever konsesjon. Verdipapirforetak kan ha en bred og mangfoldig virksomhet ved å tilby de fleste eller alle investeringstjenester, eller drive nisjepreget virksomhet ved kun å tilby et fåtall investeringstjenester. For verdipapirforetak er det svært viktig å ha et bevisst forhold til hvilke investeringstjenester som ytes. For det første er den en risiko for at foretakene yter en tjeneste som de ikke har tillatelse til. For det andre vil det kunne være ulike krav til utøvelsen av de ulike tjenestene. For det tredje vil det ved ytelse av flere investeringstjenester oppstå risiko for interessekonflikter.. I denne standarden vil følgende investeringstjenester omtales:

1. mottak og formidling av ordre knyttet til ett eller flere finansielle instrumenter
2. utførelse av ordre på vegne av kunde
3. omsetning av finansielle instrumenter for egen regning
4. aktiv forvaltning¹

De tre første tjenester benevnes i det følgende som «**megling**». Disse tjenester går ut på at verdipapirforetaket har en mellommannsrolle i en transaksjon hvor foretaket finner motpart til en kjøper eller selger av et finansielt instrument, enten en annen kunde eller i visse tilfeller at foretaket selv går inn som motpart.

Aktiv forvaltning innebærer at man inngår en skriftlig avtale med et verdipapirforetak som har konsesjon til å yte denne tjenesten. Kjernen i tjenesten er at kunden overlater et beløp (eller verdipapirer) til verdipapirforetaket som foretaket skal forvalte for kundens regning og risiko etter et avtalt mandat. Forvalter har med andre ord en diskresjonær kompetanse til å fatte investeringsbeslutningene på vegne av kunden uten at hver enkelt handel må avklares med kunden på forhånd.

Megling og aktiv forvaltning skal være atskilte virksomheter. Det følger av krav i lovgivningen at verdipapirforetakene skal organisere virksomheten slik at risikoen for interessekonflikter begrenses til et minimum. Dersom megling og aktiv forvaltning blandes sammen, for eksempel ved at samme personer utfører ordre fra kunder og samtidig forvalter midler for kunder, vil dette innebære en risiko for interessekonflikter til skade for kundenes interesser, se nærmere pkt 5. Derfor må det være informasjonssperrer (chinese walls) mellom megleravdelingen og avdelingen som driver aktiv forvaltning i de verdipapirforetak som har konsesjon til å yte disse tjenester.

Grensen mellom megling og aktiv forvaltning kan imidlertid være vanskelig å trekke rent juridisk, og det har vist seg i praksis at det oppstår tolkningsproblemer. Målet med denne standarden er å klargjøre grensen mellom megling og aktiv forvaltning ved konkretisering av ordre som behandles av meglerne på meglerbordet. Dersom en ordre mangler ett eller flere av de elementer som en ordre skal inneholde, jfr pkt 2 nedenfor, vil deler av ordren måtte overlates til meglerens diskresjonære skjønn. Slike ordre må derfor behandles som *aktiv forvaltning*. Verdipapirforetak som eventuelt ønsker å tilby kunder diskresjonær kundebehandling, må ha tillatelse til å yte investeringstjenesten aktiv forvaltning og organisere slik kundebehandling deretter. Slike ordre skal ikke mottas eller utføres gjennom meglerbordet.

2. Definisjon

Aktiv forvaltning innebærer å overlate selve investeringsbeslutningen til andres skjønn. En ordre skal inneholde følgende elementer:

1. Klar angivelse av det finansielle instrumentet ordren omfatter
2. Antall finansielle instrumenter eller verdi
3. Om ordren er et kjøp eller salg
4. Andre betingelser ved ordren så som «limit» eller «best», beskrivelse av hvordan ordren skal utføres som for eksempel «carefully during the day» eller over flere dager og i noen tilfelle på hvilken markeds plass ordren skal utføres.

Et oppdrag som mangler ett av de tre første elementene ovenfor, vil ha et diskresjonært element fordi oppdragsgiver har overlatt til megleren å utøve skjønn og å fatte beslutning på kundens vegne ved utførelse av ordren. Utførelse av slike ordre skal anses som aktiv forvaltning.

Det fjerde element i ordren (pkt d) er betingelser knyttet til ordren og defineres ikke som et diskresjonært element selv om megleren kan utvise en viss grad av skjønn ved utførelsen av ordren. Utøvelse av dette skjønnet er ordinært meglerarbeid.

Det kan nevnes en rekke eksempler på tilfeller hvor kunden gir en mer eller mindre løselig fullmakt til megleren med hensyn til ovennevnte punkter om å fatte beslutning om transaksjon(er) for kundens regning. Felles for slike typetilfeller er at de reiser en del problemstillinger av juridisk karakter knyttet til;

- regelverket for aktiv forvaltning

- regelverket om føring av ordrebok
- dokumentasjonskrav vedrørende fullmakt
- regelverket om god forretningsskikk (interessekonflikter og forfordelingsproblematikk)
- regler om reklamasjon reglene om innsidehandel («front running»)

3. Nærmere om aktiv forvaltning/megling/egenhandel

Aktiv forvaltning innebærer at kunden inngår en skriftlig avtale med et verdipapirforetak som har konsesjon til å yte denne tjenesten. Kjernen i tjenesten er at kunden overlater et beløp (eller finansielt instrumenter) til verdipapirforetaket som foretaket skal forvalte for kundens regning og risiko etter et avtalt mandat. Det skal gjennomføres en egnethetstest av kunden før avtale inngås. Forvalter har en diskresjonær kompetanse til å fatte investeringsbeslutningene på vegne av kunden uten at hver enkelt handel må avklares med kunden på forhånd. Forvalteren vil disponere en verdipapirkonto og en pengekonto som tilhører kunden. Forvalteren har rapporteringsplikt til kunden etter bestemmelser i lovgivningen. Avtalene er ikke tidsbegrenset, men kan sies opp etter en fastsatt oppsigelsesfrist.

I et ordinært kunde/megler forhold vil det være kunden som tar beslutningen – gir ordre – om det enkelte kjøp og salg etter en forutgående kommunikasjon med megleren. Kunden vil motta en sluttseddel kort tid etter hver handel, med en betalingsanmodning ved kjøp eller en melding om utbetaling ved salg. Sluttseddelen gir kunden mulighet til å kontrollere om handelen er i samsvar med det oppdrag kunden har gitt megleren, og kunden kan reklamere dersom sluttseddelen ikke harmonerer med kundens oppfatning av ordren som ble gitt.

Som nevnt kan kundens konkretisering av ordren være mer eller mindre løselig:

- Dersom ordren er av samme innhold som den fullmakt som gis til en forvalter, nemlig at megleren får til disposisjon verdier av kunden som megleren bes forvalte for kundens regning og risiko etter eget skjønn, vil megleren være forvalter av kundens midler og således utføre et aktivt forvaltningsoppdrag
- Dersom megleren får i oppdrag å følge en på forhånd fastsatt portefølje, for eksempel verdipapirforetakets ”idealportefølje” eller en annen regelmessig publisert portefølje, vil det også være aktiv forvaltning uavhengig av om mandatet begrenser meglerens handlefrihet

- Dersom kunden ber megleren overvåke kundens portefølje i fraværperioder, vil det være aktiv forvaltning.
- Kunden gir kun megler indikasjoner om hva han eller hun ønsker å gjøre, eksempelvis ved at vedkommende sier seg interessert i å kjøpe/selge ett eller flere verdipapirer dersom gitte betingelser inntreffer. I slike tilfeller foreligger det ingen fullmakt til å foreta handler på kundens regning og risiko og heller ingen bindende ordre. Dersom et verdipapirforetak kjøper/selger verdipapirer basert på en slik indikasjon, vil det utgjøre egenhandel for verdipapirforetaket. Verdipapirforetaket har i tilfelle risikoen for at kunden takker nei til tilbudet som blir presentert.

4. Enkelte eksempler som bør anses som aktiv forvaltning.

Nedenfor beskrives noen typiske eksempler som i praksis har vist seg vanskelig for verdipapirforetakene å håndtere, men som vurderes som aktiv forvaltning.

- Dersom megleren mottar en spesifisert ordre om kjøp/salg, og en uspesifisert ordre den motsatte veien, vil megler mangle ett eller flere elementer som en ordre skal inneholde. Slike tilfeller anses som aktiv forvaltning.
 1. Eksempelvis, der kunden og megleren diskuterer seg frem til hvilke aksjer som bør selges (konkret salgsordre), mens anvendelse av salgsprovenyet til nye kjøp blir mindre spesifisert (uspesifisert kjøpsordre). Eller motsatt: Megleren og kunden blir enige om hvilke aksjer som bør kjøpes, men kunden overlater til megleren å finne de aksjene i kundens portefølje som bør selges (for å finansiere kjøpet).
 2. Det samme er tilfelle dersom kunden og megleren blir enige om å kjøpe/selge finansielle instrumenter innen en bestemt bransje når det ikke konkretiseres nøyaktig hvilke finansielle instrumenter som skal kjøpes/selges.
- Der hvor kunden har en særlig tillit til megler, og overlater til megler å ta den endelige investeringsbeslutningen.

- Eksempelvis er det en del investorer har et særlig nært forhold til en bestemt megleri verdipapirforetaket. Det kan være at kunden har opparbeidet en særlig tillit til denne megleren etter et langvarig forretningsmessig forhold, og at det dermed blir akkurat denne megleren – og ingen andre i foretaket – kunden ønsker å kjøpetjenester av. Slike kunder er gjerne aktive i markedet og ønsker å ha fagligediskusjoner med megleren om valg av investeringsstrategi, og kan ønske å involvere megleren i beslutninger om de konkrete transaksjoner som skal gjøres.
- Et annet type eksempel kan være at kunden og megleren diskuterer seg frem til at investoren bør kjøpe eller selge et bestemt finansielt instrument, men at megleren får fullmakt til å vurdere prisen slik at megleren kan utsette ordreutførelsen til megleren mener at prisen er riktig, eller la være å utføre ordren dersom megleren vurderer prisen å være feil. Det kan være at megleren blir enig med sin kunde om å selge bankaksjer og kjøpe egenkapitalbevis for salgsprovenyet, uten at det blir avtalt konkret hvilke egenkapitalbevis som skal kjøpes. Eller det kan være at megleren og kunden blir enige om at kunden bør kjøpe media-aksjer for et bestemt beløp, uten at det konkretiseres hvilke media-aksjer som skal kjøpes. Megleren og kunden kan også bli enige om at kunden bør selge halvparten av aksjene kunden eier i energisektoren uten at det blir konkretisert hvilke aksjer. Det kan være at kunden og megleren blir enige om at megleren skal overvåke kundens portefølje i kundens fravær og å foreta transaksjoner ved endringer i markedsforholdene og lignende. Slike tilfeller er alle å anse som aktiv forvaltning.
- Megler inflaterer («blåser opp») en kundes ordre i den hensikt å øke kundens tildeling i en overtegnet emisjon. Man kan tenke seg at megleren mottar en tegningsblankett fra en kunde og megleren på egenhånd øker antallet før tegningsblanketten sendes videre til selskapet. Megleren antar at kunden vil få avkortning ved tildelingen på grunn av overtegningen, og hensikten er at kunden skal få en tildeling nær opp til hva kunden har tegnet seg for. Et slikt tilfelle vil være i strid med kravet til god forretningsskikk, og i verste fall kunne rammes av forbudsreglene mot innsidehandel dersom meglerens justering av antallet er basert på kjennskap til tegningsinteressen i emisjonen.

5. Behov for ordnede forhold og å unngå interessekonflikter

Verdipapirforetaket skal organiseres på en forsvarlig måte og det skal etableres rutiner og kontroll med mottak og utførelse av ordre. Særlig viktig er å sikre kontroll med at ordre blir utført i henhold til kundens betingelser og å hindre forfordeling mellom kunder. Eksempelene ovenfor i pkt 4 er eksempler på en form for kundebehandling hvor det kan oppstå interessekonflikter for en megler med innsyn i foretakets ordrebok, og spesielt dersom megleren har som arbeidsoppgave å prioritere og fordele ordre. Særlig ved internhandel² eller handel i ikke børsnoterte papirer er det, bl a som følge av fastsettelse av kjøps- eller salgskurs, en fare for uriktig håndtering av denne interessekonflikten.

Ved kunders reklamasjon knyttet til ordre eller fullmakter som ikke har blitt tilstrekkelig dokumentert, vil verdipapirforetaket normalt bære tvilsrisikoen knyttet til hva som ble avtalt og det er mange eksempler på at verdipapirforetak har måttet bære tap som følge av at megler har handlet for kunder uten at ordre eller fullmakter har blitt tilstrekkelig dokumentert. I tillegg til dette vil slik mangelfull registrering være et brudd på gjeldene lover og regler, jfr nedenfor.

Et eksempel: Kunden ber i møte med ”sin” megler om at megleren overvåker kundens portefølje i kundens feriefravær. Oppdraget blir ikke nedtegnet i en ordrejournal og heller ikke gjentatt ved innringing til en tapet telefon. Megleren foretar så de transaksjoner som han antar bør gjøres i de rådende markedsforhold, og mener at disse handlene er i samsvar med kundens handlemønster og innenfor den muntlige fullmakt kunden har gitt megleren samt innenfor det man har ansett som egnet eller hensiktsmessig for kunden. I ettertid tar kunden kontakt med meglerhuset og hevder at det er foretatt uautorisert handel og krever erstatning for tap.

Dette eksempelet på oppdrag, gir mulighet for misbruk ”begge veier”. Kunden kan bevisst velge å fremsette oppdraget på en måte som ikke lar seg dokumentere i ettertid, nettopp for å spekulere i at verdipapirforetaket erstatter tap. Ved gevinst vil kunden normalt ikke la høre fra seg. Megleren på sin side kan misbruke kunden ved å foreta handel med større hyppighet enn ”normalt” for denne kunden for dermed å skaffe større kurtasjeinntekter til foretaket (og dermed bonus til seg selv).

I et tilfelle som dette vil verdipapirforetaket rent avtalerettslig kunne stå svakt i forhold til kunden, fordi oppdraget (fullmakten), ikke kan dokumenteres godt nok. Videre vil verdipapirforetaket kunne stå svakt ovenfor kontrollmyndighetene dersom myndighetsorganet legger kundens forklaring til grunn. Dersom handlene anses å være ”uautorisert” vil det kunne hevdes at ordreboken ikke er korrekt ført ved at ”fiktive” kundeordre er lagt inn i ordreboken.

Fra praksis er det også eksempler på at konflikter har oppstått. Megleren får over tid inntrykk av at kunden alltid godtar meglerens ideer, og konkretiseringen av ordrene i forholdet mellom kunde og megler blir mindre vesentlig. Megleren begynner så å foreta handler for kundens regning uten forutgående kommunikasjon i tilfeller hvor megleren ikke får tak i kunden. Til å begynne med aksepterer kunden dette, men dersom tapene blir for store vil kunden etter hvert ikke vedkjenne seg handlene.

Som nevnt ovenfor er det en risiko for feilaktig håndtering av interessekonflikter ved behandling av diskresjonære ordre. Etter bestemmelsene om god forretningsskikk har verdipapirforetak en plikt til å påse at kunders interesse ivaretas på beste måte. Det ligger i dette at ingen kunder kan usaklig tilgodeses på bekostning av andre kunder. Med innsyn i ordreboken og frihet til å velge tidspunkt for utførelse av diskresjonære ordre, vil det være en risiko for at megleren gir sine diskresjonære kunder en bedre utførelse enn andre kunder. Dersom verdipapirforetaket driver egenhandel vil det kunne oppstå interessekonflikt mellom foretaket og en diskresjonær kunde, for eksempel dersom megleren bruker diskresjonære kunder som motpart i foretakets egenhandel.

En annen kunde-meglerrelasjon som vil kunne ansees å være aktiv forvaltning er hvor megler er pådriver og initiativtager for en betydelig andel av transaksjonene, og kunden mer eller mindre kun godkjenner alle forslagene han eller hun blir presentert (aktiv megler/passiv kunde). I denne situasjonen kan alle krav til korrekt ordrer være oppfylt, men en helhetsvurdering av relasjonen medfører at realitetene er en form for diskresjonær kundebehandling. Slike relasjoner er ofte observert å være kombinert med et større antall transaksjoner for kunden, og gjerne uten noe fornuftig økonomisk rasjonale. Transaksjonene kan bli ansett som uegnet til å skape avkastning for kundene, og kommer i stand mer eller mindre utelukkende for å sikre megler/meglerforetaket inntekter (churning). Slike kunde- meglerrelasjoner må anses som meget risikofylt for foretaket hva angår konsesjons- og renommemessige forhold, økonomisk tap med videre. Foretakenes interne kontrollrutiner bør inneholde adekvate tiltak for å avdekke og håndtere slike kunde-meglerrelasjoner.

6. Registrering av ordre

Kundeordre skal registreres straks de mottas og nøyaktig dato og tidspunkt skal nedtegnes. Kundens navn skal registreres sammen med hva slags ordre det dreier seg om (kjøp eller salg) samt identifikasjon av finansielt instrument og volum.

Ved diskresjonære oppdrag vil det ikke være mulig å oppfylle kravet til spesifisering i føringen av ordren på det tidspunkt oppdraget gis. Det er først når megleren har tatt de beslutninger som oppdraget gir fullmakt til, at kravene til spesifisering kan oppfylles. På dette tidspunktet kan og må ordren føres korrekt i ordreboken.

Det er viktig at de ordrene som er ført inn i ordreboken kan spores tilbake til et dokumenterbart oppdrag (fullmakt). Slik dokumentasjon vil kunne være lydopptak av samtalen, epost, bloombergmelding eller annen elektronisk dokumentasjon. En nedtegnelse i ordreboken uten at ordren lar seg dokumentere, er ikke tilstrekkelig. I ettertid vil det da kunne oppstå konflikt om oppdragets innhold, og verdipapirforetaket vil normalt tape en tvist dersom ordren ikke lar seg dokumentere.

7. Handel for kunder som representerer flere

Det er ikke uvanlig at verdipapirforetak har kunder (privatpersoner) som også handler på vegne av andre kunder (privatpersoner). I slike tilfeller må kunden dokumentere fullmakten overfor verdipapirforetaket. Det kan oppstå spørsmål om slike kunder som handler på vegne av andre kunder, driver aktiv forvaltning og dermed konsesjonspliktig virksomhet. Dersom kunden driver aktiv forvaltning uten konsesjon, kan det hevdes at verdipapirforetaket tilrettelegger for ulovlig virksomhet hvilket vil være i strid med god forretningsskikk. Verdipapirforetak må derfor utvise aktsomhet ved for eksempel å stille kontrollspørsmål. Det avgjørende vil være om kunden mottar vederlag eller ikke fra de kundene han eller hun representerer. Det er en betingelse for konsesjonsplikt at tjenesten ytes på forretningsmessig basis.

Dersom en kunde har fullmakt til å handle på vegne av én eller flere andre kunder, må megler alltid sørge for å avklare hvem ordren er inngitt på vegne av.

8. Tiltak

Verdipapirforetakenes Forbund mener at verdipapirforetak ikke må tillate diskresjonær kundebehandling på meglerbordet, slik dette er beskrevet ovenfor, av følgende grunner:

- Utføring av ordre med diskresjonært element vil kunne bli ansett som aktiv forvaltning. Det er forskjellige krav til overholdelse av god forretningsskikk og investorbeskyttelse ved ytelse av megling og aktiv forvaltning. Investerings-tjenesten aktiv forvaltning krever i tillegg egen konsesjon.

- Verdipapirforetak som tillater et diskresjonært element vil kunne utsettes for en betydelig økonomisk risiko, bl.a. knyttet til at kunder ikke vedstår seg den fullmakten som er gitt til megleren og/eller at megleren utfører handler på en måte som er i konflikt i forhold til øvrig regelverk.
 - Diskresjonær kundehandel kan medføre vanskelig håndterbare interessekonflikter på meglerbordet ved at megleren i for stor grad identifiserer seg med sine diskresjonære kunder. Det er verdipapirforetakenes plikt etter verdipapirhandelloven å organisere seg slik at interessekonflikter minimaliseres.
 - Ved diskresjonær kundebehandling vil regelverket som inneholder bestemmelser som konkretiserer hva en ordre skal inneholde lett kunne bli overtrådt.
 - Reglene om lydopptak krever at verdipapirforetak foretar lydopptak i av alle telefonsamtaler i tilknytning til ytelser av investeringstjenester. Mottak av ordre er en investeringstjeneste. Det skal også være betryggende rutiner for dokumentasjon av ordre mottatt på andre måter enn over telefon. Ved diskresjonær kundehandel vil det ofte ikke finnes lydopptak eller annen dokumentasjon som dokumenterer avtalen med kunden.
1. Verdipapirforetakene må på bakgrunn av ovennevnte ha gode rutiner som sikrer at et oppdrag fra en kunde inneholder følgende:
 1. Klar angivelse av det finansielle instrumentet ordren omfatter
 2. Antall finansielle instrumenter eller verdi
 3. Om ordren er et kjøp eller salg
 4. Andre betingelser ved ordren så som ”limit eller ”best”, beskrivelse av hvordan ordren skal utføres for eksempel ”carefully during the day” eller over flere dager og eventuelt på hvilken markeds plass ordren skal utføres.
 2. Verdipapirforetak må ikke la meglere på meglerbordet motta og utføre diskresjonære ordre, dvs ordre som ikke inneholder alle elementene (a), (b) og (c) i pkt 1 ovenfor.
 3. Verdipapirforetak må ikke la megOrdere som inneholder betingelser nevnt pkt 1(d) skal utføres etter meglerens beste skjønn til kundens beste under ivaretagelse av kravene til god forretningsskikk og kundens betingelser. Ordre som ikke inneholder betingelser, skal behandles som bestordre/markedsordre og utføres så snart som mulig.ere på meglerbordet motta og utføre diskresjonære ordre, dvs ordre som ikke inneholder alle elementene (a), (b) og (c) i pkt 1 ovenfor.
 4. Diskresjonære ordre skal behandles etter regelverket for aktiv forvaltning.

1) Med aktiv forvaltning menes diskresjonær forvaltning av investors portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt

2) Megleren har koblet sammen kjøper og selger