

Nye regler for modtagelse af og betaling for investeringsanalyser fra tredjemand

I denne opdatering inden for asset management fokuseres der på de nye regler for modtagelse af og betaling for investeringsanalyser fra tredjemand, som i begyndelsen af det nye år får betydning for de investeringsselskaber, som tilbyder skønsmæssig porteføljepleje og/eller anden investeringsservice, og dem, der modtager den.



[Download hele nyhedsbrevet](#)

Nye regler for modtagelse af og betaling for investeringsanalyser fra tredjemand

Baggrund

Fra det nye år må udbydere af investeringsservice ikke betale for research indirekte gennem deres handelsaktiviteter, fordi research på den måde kan ses som et incitament til at handle med en specifik broker. Kurtage kan således ikke længere bruges til reelt at finansiere den research, man modtager fra samme institut.

Reglerne vedrørende investeringsanalyser fra tredjemand har sin oprindelse i Kommissionens delegerede direktiv[1] om supplerende regler til MiFID II [2]. I dansk ret har man implementeret reglerne i bekendtgørelse nr. 1202/2017 om tredjepartsbetalinger m.v., som træder i kraft den 3. januar 2018.

Hvem omfattes af reglerne?

De nye regler vil bl.a. have betydning for pengeinstitutter, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber og investeringsforvaltningsselskaber (herefter betegnet "**investeringselskaber**"), der i dag tilbyder skønsmæssig porteføljepleje eller anden investeringsservice til deres kunder, og som i forbindelse hermed modtager analyser fra tredjemand. Reglerne vil ligeledes omfatte uafhængige **investeringsrådgivere** eller **forvaltere af alternative investeringsfonde**, som yder skønsmæssig porteføljepleje til de forvaltede alternative investeringsfonde.

Reglerne gælder, uanset om kunden kategoriseres som professionel investor eller detailinvestor.

Indhold og konsekvens af de nye regler

De nye regler medfører, at investeringsselskaber med virkning fra det nye år kun vil have mulighed for at modtage investeringsanalyser fra tredjemand, såfremt:

1. analysen **betales direkte af investeringsselskabet** eller
2. analysen **betales fra en separat analysebetalingskonto**, og investeringsselskabet har **ansvaret for at kontrollere** en sådan konto.

Dette betyder, at man ikke fremadrettet vil kunne finansiere investeringsanalyser på andre måder, f.eks. gennem kurtage, eftersom analysen i så fald vil blive anset som en tredjepartsbetaling for at handle med en specifik værdipapirhandler og **dermed** omfattet af forbuddet mod modtagelse og beholdning af gebyrer, provisioner eller andre penge- eller naturalieydelse.

Lovgivningen opstiller følgende yderligere krav i de tilfælde, hvor analyser ikke betales af investeringsselskabets egne midler (f.eks. via forvaltningshonorar), men via en separat analysebetalingskonto:

- analysebetalingskontoen er finansieret af et specifikt analysegebyr, der pålægges kunden,
- der er opstillet et analysebudget, som regelmæssigt vurderes af investeringsselskabet,
- investeringsselskabet har ansvaret for analysebetalingskontoen, og
- kvaliteten af de købte analyser vurderes regelmæssigt på grundlag af solide kvalitetskriterier og deres evne til at bidrage til bedre investeringsbeslutninger.

Betaling via en særskilt analysekonto vil i de fleste tilfælde kræve, at der udarbejdes et nyt aftalegrundlag (f.eks. indgåelse af "Commission Sharing Agreement" eller vilkår derom). Investeringsselskabet vil under visse forudsætninger have mulighed for at outsource administrationen af analysebetalingskontoen til tredjemand.

Hvad forstås ved investeringsanalyse?

I henhold til Kommissionens delegerede direktiv bør analyser forstås som **analysemateriale** eller **tjenesteydelser** i forbindelse med finansielle instrumenter eller andre aktiver eller udstedere eller potentielle udstedere af finansielle instrumenter. Analyser kan ligeledes være tæt knyttet til en specifik erhvervsgren eller et specifikt marked, således at de påvirker holdningerne til finansielle instrumenter, aktiver eller udstedere inden for den pågældende sektor.

Analyser indeholder – eksplicit eller implicit – anbefalinger eller forslag til en investeringsstrategi og en begrundet udtalelse om den aktuelle eller fremtidige værdi af eller kurs på finansielle instrumenter eller aktiver. Herudover indeholder analyser på anden måde genuin viden og konklusioner baseret på nye eller eksisterende oplysninger, der kan bruges til at påvirke en investeringsstrategi og være i stand til at **indebære en ekstraværdi for investeringsselskabets** beslutninger på vegne af kunder, der skal betale for analyserne.

Krav om skriftligt aftalegrundlag

Efter de nye regler skal investeringsselskaber, som opkræver et analysegebyr via en analysekonto, indgå en skriftlig aftale med kunden. Aftalen skal fastsætte vilkår samt størrelsen af gebyret og den hyppighed, hvormed gebyret vil blive fratrukket kundens midler i løbet af året.

Investeringsselskaber bør sikre sig, at de har opdateret eksisterende aftaler med ovennævnte forhold. Aftalens vilkår kan fremgå af selskabets almindelige forretningsbetingelser.

Krav til størrelsen af analysegebyret

Der fastsættes et krav til størrelsen af analysegebyret, idet det fremadrettet skal baseres på et opstillet analysebudget. Investeringsselskaber vil derfor være nødsaget til at forholde sig til, hvor meget de forventer at anvende på research for hver strategi. Det samlede beløb for modtagne analyser må på intet tidspunkt overstige budgettet.

Investeringsselskaber skal påse, at det fastsatte analysegebyr holdes adskilt fra mængden eller værdien af transaktioner, der udføres som led i skønsmæssig porteføljepleje eller anden investeringsservice. Hvis analysegebyret opkræves hos kunden samtidig med betaling for udførelsen af en transaktion, er det et krav, at investeringsselskabet skal angive gebyret som et separat identificerbart analysegebyr.

Vurdering af behovet for analyser og forvaltning af analysebetalingskontoen

For at sikre at investeringsselskaber behørigt overvåger de beløb, der betales for analyser, og for at sikre at udgifter til analyser afholdes i kundens interesse, indføres et krav om, at investeringsselskaber ved forvaltning af analysebudgettet fremadrettet skal vurdere behovet for investeringsanalyser. Det fremgår ikke nærmere, hvad en sådan vurdering skal indeholde, udover at den skal være "rimelig". Hertil kommer, at der skal føres passende kontrol og tilsyn med, at analysebudgettet anvendes redeligt og professionelt og i overensstemmelse med kundens interesse. Dette indebærer f.eks., at investeringsselskabet ikke må anvende analysebetalingskontoen til at finansiere interne analyser.

Kriterier til brug for vurdering af kvaliteten

De nye regler pålægger tillige investeringsselskaber en pligt til at fastsætte kriterier til brug for vurdering af kvaliteten af de købte analyser. Hermed sigter lovgivningen efter at komme værdiløse analyser til livs, som kunderne hidtil måtte have betalt for.

Det er endvidere et krav, at en beskrivelse af kriterierne sendes til virksomhedens kunder – hvilket f.eks. kan gøres sammen med opdateringen af aftalegrundlaget. Det skal bl.a. fremgå af beskrivelsen, i hvilket omfang analyser købt via analysebetalingskontoen kan gavne kundernes porteføljer, herunder – når det er relevant – ved at tage hensyn til investeringsstrategier, der gælder for forskellige porteføljetyper. Beskrivelsen skal desuden angive den fremgangsmåde, som virksomheden vil anvende til at fordele disse omkostninger rimeligt mellem de forskellige kunders porteføljer.

Lovgivningen kommer ikke med yderligere vejledning til indholdet af kriterierne eller hyppigheden af en sådan vurdering. Kriterierne bør dog som minimum lægge vægt på, hvorvidt de købte analyser har vist sig at være relevante for og/eller har tilført investeringsselskabets beslutninger ekstraværdi.

Oplysningspligt til kunder

Et investeringsselskab forpligtes til at levere oplysninger vedrørende f.eks. de leverandører, der betales fra analysebetalingskontoen, eller det samlede beløb, der er blevet udbetalt i løbet af en nærmere fastsat periode, såfremt en kunde fremsætter anmodning herom. Selskaberne bør i denne sammenhæng overveje, hvordan de fremadrettet samler og opbevarer disse oplysninger, således at de til enhver tid er i stand til at imødekomme sådanne anmodninger.

Afsluttende kommentar

Selvom fristen for lovens ikrafttræden nærmer sig med hastige skridt, er det tydeligt, at markedet er præget af stor usikkerhed omkring forståelsen af reglerne. Der kan herske tvivl om, hvorvidt modtagere af analyser reelt har en mulighed for at vælge visse analyser fra, når de handler. Umiddelbart er tendensen dog, at det anses for mindst administrativt byrdefuldt at opkræve beløbet direkte via de porteføljeforvaltningshonorarer, der modtages af kunderne (og dermed følgende ændring i prisstruktur).

Det er ligeledes utvivlsomt, at reglerne indebærer mange administrative byrder for de berørte investeringsselskaber. Ikke desto mindre medfører reglerne øget transparens omkring omkostninger. Investeringsselskaber bliver dermed tvunget til at udvise kritisk stillingtagen ved valget af analyser og leverandører, hvor faktorer som ekstraværdi og relevans spiller en afgørende rolle.

Fodnoter

[1] Kommissionens delegerede direktiv (EU) nr. 593/2017 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår beskyttelse af kunders finansielle instrumenter og midler, produktstyringsforpligtelser og de regler, der finder anvendelse på levering eller modtagelse af gebyrer, provisioner eller andre penge eller naturalieydelse

[2] Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) nr. 65/2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU