



Tematilsyn om etterlevelse av bærekraftskrav i MiFID II

1 Innledning

MiFID II-regelverket stiller krav til at verdipapirforetak skal ta hensyn til kunders bærekraftspreferanser ved ytelse av investeringstjenestene investeringsrådgivning og porteføljeforvaltning. Dette omfatter krav til informasjon, innhenting og bruk av bærekraftspreferanser i egnethetsvurdering og produktmatching. I tillegg skal verdipapirforetakene ta hensyn til bærekraft ved identifisering av produktets målgruppe i produktstyringsprosessen. Regelverket skal sikre at kundene kun tilbys finansielle instrumenter som er egnet for dem, også hensyntatt deres eventuelle preferanser for bærekraft.

Finanstilsynet deltok i 2024/2025 i den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndigheten (ESMA) sin felleseuropeiske undersøkelse (Common Supervisory Action – CSA) hvor etterlevelsen av bærekraftskravene i MiFID II ble undersøkt. I den anledning gjennomførte Finanstilsynet et dokumentbasert tematilsyn rettet mot ni norske verdipapirforetak, inkludert banker med verdipapirkonsesjon. Tematilsynet omfattet gjennomgang av foretakenes rutiner og prosedyrer, relevante kontrollrapporter samt konkrete eksempler på egnethetsvurderinger, investeringsrådgivning og målgruppevurderinger for utvalgte produkter. Foretakene ble også bedt om å besvare et omfattende spørreskjema, utviklet som en del av den felleseuropeiske undersøkelsen.

Bærekraftsrelaterte krav til egnethetstesting og produktstyring i verdipapirforetak følger av henholdsvis delebert kommisjonsforordning 2017/565 og 2017/593 til MiFID II, heretter omtalt som "MiFID II nivå 2". Kravene ble innført ved kommisjonens endringsforordning 2021/1253 og direktiv 2021/1269. I kjølvannet av disse endringene har ESMA oppdatert sine retningslinjer for egnethetstesting og produktstyring, nærmere angitt i "Retningslinjer om visse aspekter ved egnethetskravene i MiFID II" (ESMA35-43-3172) og "Retningslinjer for kravene til produktstyring i MiFID II" (ESMA35-43-3448). Regelverket er implementert i norsk rett gjennom endringer i verdipapirforskriften § 2-2 samt kapittel 9 del VII og VIII, og har vært gjeldende siden 5. januar 2023.

Det pågår arbeid med å forenkle regelverket på bærekraftsområdet, blant annet gjennom EU-kommisjonens Omnibus-forslag fra februar 2025, knyttet til utsteders rapporteringskrav etter taksonomiforordningen og bærekraftsrapporteringsdirektivet (CSRD), og EU-kommisjonens pågående revisjon av offentliggjøringsforordningen (SFDR), knyttet til finansmarkedsdeltakers og finansrådgivers opplysningskrav. Dette arbeidet innebærer imidlertid ingen umiddelbare endringer i regelverket for egnethetstesting og produktstyring. Tematilsynet er gjennomført med utgangspunkt i gjeldende regelverk.

2 Oppsummering

Tematilsynet viser at det er betydelige variasjoner i hvordan foretakene håndterer og etterlever bærekraftskravene i MiFID II. De aller fleste foretakene har forbedringspunkter blant annet når det gjelder å forklare bærekraftsbegreper for sine kunder. Flere av foretakene har også en tilnærming til bærekraft som ikke fremstår som tilstrekkelig nøytral og balansert. Foretakene har også svært ulike fremgangsmåter for å kartlegge kundepreferanser innenfor taksonomien, SFDR og de viktigste negative konsekvensene (PAI). Informasjonen som innhentes er ikke alltid tilstrekkelig til å matche kundens bærekraftspreferanser med de bærekraftsrelaterte egenskapene ved aktuelle investeringer.

Tematilsynet viser også at det er stor variasjon i hvordan foretakene hensyntar bærekraftsrelaterte mål i vurderingen av produktets målgruppe, både når det gjelder tilnærming og detaljeringsgrad. Flere av vurderingene fremstår som overflatiske og gir ikke et godt nok grunnlag til å matche produktets egenskaper med kundens bærekraftspreferanser.

3 Finanstilsynets observasjoner og vurderinger

3.1 Forklaring av bærekraftsbegreper

Verdipapirforetak skal gi kundene enkel og tydelig informasjon om egnethetsvurderingen og dens formål, som er å ivareta kundens beste interesse ved å tilby produkter som er egnet for dem, også hensyntatt deres eventuelle preferanser knyttet til bærekraft. Det er derfor viktig at foretakene hjelper kundene med å forstå hva begrepet "bærekraftspreferanser" innebærer, og hvilke valg kundene har i denne sammenhengen.

Bærekraftspreferanser defineres i MiFID II nivå 2 artikkel 2 (7) som en kundes valg av om, og i hvilken grad, en eller flere av følgende finansielle instrumenter skal integreres i investeringene:

- a) et finansielt instrument hvor kunden bestemmer at en minimumsandel skal være investert i miljømessig bærekraftige investeringer, som definert i taksonomiforordningen¹
- b) et finansielt instrument hvor kunden bestemmer at en minimumsandel skal være investert i bærekraftige investeringer, som definert i offentliggjøringsforordningen (SFDR)²
- c) et finansielt instrument som tar hensyn til de viktigste negative konsekvensene (PAI) for bærekraftsfaktorer og hvor kunden bestemmer hvilke elementer som skal demonstrere dette.

Det følger av ESMA's retningslinjer at foretakene skal forklare de relevante begrepene og tydeliggjøre forskjellene mellom de ulike kategoriene som inngår i definisjonen av bærekraftspreferanser. Foretakene skal også forklare hvordan disse produktene skiller seg fra andre finansielle instrumenter som ikke har disse spesifikke egenskapene. En forutsetning for at kunder skal kunne uttrykke preferanser innenfor de tre alternativene i definisjonen er at de forstår hva disse alternativene faktisk innebærer.

Ved egnethetsvurderingen skal foretakene innhente informasjon fra kundene om deres preferanser knyttet til ulike typer bærekraftige investeringsprodukter, og i hvilken grad de ønsker å investere i disse produktene.³ For å sikre en god vurdering må foretakene ha etablerte retningslinjer, prosedyrer og verktøy som gjør dem i stand til å kommunisere klart og objektivt med kundene og forstå kundenes behov.

¹ Artikkel 2 nr. 1 i forordning (EU) 2020/852

² Artikkel 2 nr. 17 i forordning (EU) 2019/2088

³ MiFID II nivå 2 artikkel 54

Samtlige foretak har innarbeidet spørsmål om bærekraft som siste element i egnethetstesten, og benytter et spørreskjema eller rådgivningsverktøy med standardiserte spørsmål for å innhente informasjonen. De fleste foretakene innleder spørsmålene om bærekraft med et overordnet spørsmål som skal avdekke om kunden har bærekraftspreferanser som skal hensyntas i investeringene. Dersom kunden svarer "nei" på dette stiller de fleste foretakene ikke ytterligere spørsmål om bærekraft i egnethetsvurderingen.

Definisjonen av bærekraftspreferanser, som nevnt over, innebærer at kunden skal ha mulighet til å ta stilling til alle de tre aspektene som inngår i definisjonen. For å sikre at kundens preferanser blir korrekt avdekket må foretakene sørge for at kunden er tilstrekkelig informert om hva bærekraftspreferanser innebærer, før kunden skal besvare det innledende spørsmålet.

Tematilsynet viser at det er stor variasjon i hvordan foretakene informerer kundene om bærekraftspreferanser og relevante begreper:

- Flere foretak har på plass rutiner og prosedyrer som skal sikre at kundene gis relevant og forståelig informasjon. De fleste av disse har rutiner for at denne informasjonen skal formidles muntlig med støtte i kundepresentasjoner, sjekklistor og maler for rådgivningssamtaler. Tematilsynet viser imidlertid at disse rutinene og retningslinjene ikke alltid følges i praksis. Vi har hørt flere kundesamtaler der kunderådgiveren ikke følger foretakets samtalemål, og der bærekraftsbegreper behandles svært overflatisk eller utelates helt.
- Enkelte foretak, som i utgangspunktet gjennomgår egnethetstesten muntlig med kunden, har lagt opp til at informasjon om bærekraftspreferanser kun gis skriftlig. Kunden mottar i disse tilfellene et omfattende dokument om bærekraftspreferanser på e-post, uten ytterligere oppfølging fra foretakets side. En slik fremgangsmåte sikrer ikke at kundene får enkel og lettforståelig veiledning.
- Et par foretak har manglende eller svært mangelfulle rutiner og retningslinjer på dette området, og gir lite eller ingen informasjon til sine kunder om bærekraftspreferanser og relevante begreper.

Vår gjennomgang viser at de fleste foretakene i tematilsynet har forbedringspunkter når det kommer til å veilede sine kunder om bærekraftspreferanser og tilhørende begreper. Flere kunder har fått svært lite eller ingen veiledning, selv etter å ha uttrykt interesse for bærekraftige investeringer.

Foretakene må sørge for at kundene får tilstrekkelig informasjon og veiledning til å kunne ta stilling til spørsmål om bærekraftspreferanser. Finanstilsynet understreker at dette gjelder uavhengig av foretakenes eget produktvalg. Dersom det viser seg at foretaket ikke kan tilby finansielle instrumenter som oppfyller kundens bærekraftspreferanser, har kunden mulighet til å endre sine preferanser. Dette skal begrunnes og dokumenteres.

Informasjonen som gis til kunder bør som et utgangspunkt være kortfattet og enkel å forstå. Kunden bør videre ha mulighet til å få utdypende informasjon, enten i samtale med rådgiver eller ved å klikke på en informasjonsboks i en elektronisk løsning.

3.2 Nøytral og balansert tilnærming

Foretakene skal ha en balansert tilnærming til egnethetstesten og skal gjennom hele prosessen opptre nøytralt og objektivt for å unngå å påvirke kundens valg. Dette innebærer at begreper og opplysninger i egnethetstesten skal være nøytrale og balanserte, slik at både positive og negative sider presenteres.

Finanstilsynets undersøkelser viser imidlertid at flere foretak har en tilnærming til kartlegging av bærekraftspreferanser som ikke fremstår som tilstrekkelig nøytral og balansert. Noen foretak opplyser innledningsvis til kunden at hensyn til bærekraftspreferanser vil begrense produktutvalget og kunne ha negativ effekt på risiko og avkastning, uten å nevne mulige fordeler ved bærekraftige investeringer. Et foretak fremhever negativ avkastning gjennomgående i sine spørsmål om bærekraft, og stiller blant annet følgende spørsmål i sin egnethetstest:

- "Er du klar over at det å investere bærekraftig kan påvirke din økonomiske avkastning negativt?"
- "Ønsker du høyest mulig avkastning, selv om det kan medføre at investeringen hverken fremmer bærekraft eller har bærekraft som mål?"
- "Er det viktig for deg at investeringene dine hos [foretakets navn] aktivt skal fremme bærekraft selv om det kan påvirke avkastningen din negativt (SFDR art. 8)"?

Et annet foretak fremhever kun positive aspekter knyttet til å ta hensyn til bærekraftspreferanser i investeringsbeslutningene.

I de ovennevnte eksemplene er foretakenes tilnærming ubalansert, ikke nøytral, og egnet til å påvirke kundens svar i en bestemt retning. Vår undersøkelse viser også at de foretakene som ensidig fremhever negative aspekter knyttet til bærekraftige investeringer typisk har en svært lav andel kunder som har svart ja på at de har bærekraftspreferanser.

Noen foretak har også tilpasset egnethetstesten etter hvilke bærekraftspreferanser foretaket selv kan oppfylle, og presenterer spørsmål og svaralternativer basert på eget produktutvalg. Noen stiller også spørsmål basert på foretakets egne bærekraftsstrategier. En slik tilnærming vil som et utgangspunkt ikke være nøytral da den ikke er egnet til å sikre at kundens bærekraftspreferanser avdekkes korrekt og objektivt. Som nevnt over skal foretakene gjennomføre egnethetstesten uavhengig av eget produktutvalg og egne bærekraftstrategier.

3.3 Innhenting av opplysninger om kunders bærekraftspreferanser

Når kunder svarer ja på spørsmål om bærekraftspreferanser skal foretakene avdekke om preferansene gjelder en eller flere av **kategoriene a), b) og c)** i definisjonen, se punkt 3.1.

Tematilsynet har vist at foretakene har varierende tilnærming til avdekking av kundenes preferanser knyttet til de tre kategoriene i definisjonen. Enkelte foretak tilbyr strukturerte valg for alle tre kategorier, mens andre har begrenset spørsmålene til kun å gjelde en eller to av kategoriene. Vi har også sett eksempler på foretak som har laget egne spørsmål knyttet til bærekraft som ikke følger kategoriene i definisjonen.

Finanstilsynet understreker igjen at innhenting av opplysninger om bærekraftspreferanser skal skje uavhengig av foretakenes eget produktutvalg og foretakenes eventuelle egne bærekraftsstrategier. Informasjonen som samles inn skal være tilstrekkelig detaljert til å matche kundens bærekraftspreferanser med de bærekraftsrelaterte egenskapene ved aktuelle investeringer.

For punktene (a) og (b) i definisjonen av bærekraftspreferanser skal kunden gis mulighet til å oppgi hvilken **minimumsandel** de ønsker investert i bærekraftige investeringer.

Det er ikke nødvendig at denne andelen angis som en nøyaktig prosentandel, det holder at kunden uttrykker et minimumsnivå. Minimumsandler skal presenteres på en nøytral måte og være tilstrekkelig detaljerte. Foretakene kan for eksempel tilby standardiserte minimumsandler, som "minst 20 %", "minst 25 %", "minst 30 %" osv.⁴

Foretakene som har deltatt i tematilsynet varierer i hvordan de innhenter informasjon om minimumsandel for bærekraftige investeringer, og flere foretak opplyser at de ikke innhenter slik informasjon i det hele tatt. Enkelte foretak stiller ikke direkte spørsmål om ønsket minimumsandel, men ber kunden vurdere hvor viktig bærekraft er for dem, eksempelvis ved bruk av en skala fra 1 til 5. Kundens svar på denne skalaen tilordnes deretter en minimumsandel som er fastsatt av foretaket internt.

Noen få foretak benytter standardiserte minimumsandler, men disse er svært lave, typisk 2 % eller 5 %, og blir kun justert dersom kunden selv ber om det. Slike lave terskler anses som

⁴ Retningslinjer om visse aspekter ved egnethetskravene i MiFID II (ESMA35-43-3172) avsnitt 27

utilstrekkelige til å gi et meningsfullt uttrykk for kundens bærekraftspreferanser, og er ikke i tråd med forventningene i regelverket.

Når det gjelder punkt c) i definisjonen av bærekraftspreferanser, skal foretakene innhente informasjon om og i hvilken grad kunden ønsker at investeringene skal ta hensyn til **de viktigste negative konsekvensene for bærekraft (PAI-indikatorer)**.

Det er også her store variasjoner mellom foretakene. Rundt halvparten av foretakene i tematilsynet stiller spørsmål til kunden om PAI-indikatorer, men detaljeringsgraden i spørsmålene varierer veldig. Noen foretak spør kun om kunden vil ta hensyn til PAI-indikatorer generelt, uten å stille ytterligere spørsmål for å avdekke kundens preferanser for spesifikke faktorer. I disse tilfellene har foretakene selv satt opp kriterier for hvilke investeringer som skal tilbys kunder som vil ta hensyn til PAI. Andre har gruppert PAI-indikatorerne og ber kundene ta stilling til de ulike gruppene, mens andre igjen oppstiller en liste over PAI-indikatorer og ber kunden krysse av for dem de anser som viktigst. Noen foretak stiller ikke direkte spørsmål knyttet til PAI-indikatorer, men spør i stedet om kunden ønsker at særskilt angitte sektorer skal utelukkes i investeringene. Et foretak opplyser at de benytter andre metoder i tillegg til PAI for å avdekke kunders bærekraftspreferanser.

Kunder som har svart ja på det innledende spørsmålet om bærekraftspreferanser skal gis anledning til å uttrykke preferanser knyttet til PAI-indikatorer. For at spørsmålene ikke skal bli for omfattende og komplekse kan ulike PAI-indikatorer grupperes. Denne grupperingen kan eksempelvis baseres på kategoriene som fremgår i tabell 1 i vedlegg I til delegert forordning (EU) 2022/1288 (SFDR nivå 2). Det er imidlertid ikke krav til antall kategorier eller at kategoriene skal være uttømmende.

3.4 Målgruppevurdering

Reglene for produktstyring gjelder for produsenter og distributører av finansielle instrumenter. Verdipapirforetakene (i rollen som produsent/distributør) skal blant annet ta hensyn til eventuelle bærekraftsrelaterte mål ved identifisering av målgruppe for finansielle instrumenter. Det følger av ESMA's retningslinjer for produktstyring (avsnitt 20) at «bærekraftsrelaterte mål» kan ses i sammenheng med definisjonen av «bærekraftspreferanser» i MiFID II nivå 2 artikkel 2 (7).

Tematilsynet viser at det er stor variasjon i hvordan foretakene som distributører hensyntar bærekraftsrelaterte mål i vurderingen av målgruppe, både når det gjelder tilnærming og detaljeringsgrad. Mange foretak henter i stor grad data fra produktets EET-skjema ("European ESG Template"), som blant annet omfatter informasjon om de elementene som inngår i definisjonen av bærekraftspreferanser etter artikkel 2 (7).

Noen foretak tar utgangspunkt i artikkel 2 (7) og definerer målgruppen ut fra minimumsandelen som er investert etter taksonomien og SFDR, og om produktet tar hensyn til PAI-indikatorer. Detaljeringsgraden for vurdering av PAI-indikatorer varierer mellom disse foretakene.

Andre foretak har en mindre detaljert tilnærming til målgruppevurderingen. Flere foretak definerer målgruppen utelukkende ut ifra hvilken artikkel produktet faller inn under i SFDR (artikkel 6, 8 eller 9). Et eksempel er at produkter under artikkel 8 og 9 i SFDR vurderes som bærekraftige og tilbys kunder som har uttrykt preferanser for bærekraft. Det er imidlertid viktig å være klar over at produkter med forpliktelser etter artikkel 8 ikke nødvendigvis har et definert nivå av bærekraft. Terskelen for regulering etter denne artikkelen er lav, og produktene kan derfor ha begrenset fokus på bærekraft. Det vises i denne forbindelse til Finanstilsynets Rapport om offentliggjøring av bærekraftsrelaterte opplysninger fra verdipapirforetak og fondsforvaltere, punkt 6. Det er dermed betydelige variasjoner i bærekraftsegenskapene for slike produkter, og det er ikke tilstrekkelig å basere målgruppevurderingen kun på hvilken artikkel i SFDR produktet faller inn under. Uten flere kriterier vil ikke en slik fremgangsmåte sikre at produktenes egenskaper samsvarer med kundens preferanser.

Vi har også sett eksempler på at foretak baserer målgruppevurderingen på eksterne bærekraftsrangeringer. Et foretak tar utgangspunkt i en ekstern bærekraftsrangering som gir en ESG-score fra 1-5. Produkter som scorer fire eller fem regnes som egnet for kunder med

bærekraftspreferanser. Den aktuelle ESG-scoren måler imidlertid produktets bærekraftsrisiko, altså risikoen for at bærekraftsforhold, som ekstremvær og forurensning, kan påvirke avkastningen negativt, og sier ikke noe om produktets faktiske bærekraftsegenskaper, altså produktets påvirkning på en bærekraftig utvikling. Bruken av slike ESG-rangeringer som eneste kriterium gir dermed stor risiko for at målgruppen blir definert på feil grunnlag og at kundens bærekraftspreferanser ikke blir ivarettatt. Det vises også her til Finanstilsynets Rapport om offentliggjøring av bærekraftsrelaterte opplysninger fra verdipapirforetak og fondsforvaltere, punkt 6.

Et foretak skiller seg ut ved å gjennomføre utvidede analyser av produktenes bærekraftsegenskaper. Ved hjelp av et egenutviklet spørreskjema innhenter foretaket informasjon knyttet til ansvarlighet og bærekraft direkte fra produsentene. Foretaket kategoriserer i utgangspunktet målgruppen bredt etter ansvarlighet og eksklusjoner, men gjør en detaljert vurdering av målgruppe og produktmatching på kundenivå.

Det er også noen foretak i tematisynet som opplyser at de ikke vurderer bærekraft i fastsettelsen av målgruppe, men heller ivaretar hensynet til bærekraftspreferanser individuelt på kundenivå gjennom egnethetsvurderingen. Denne type vurderinger er for flere foretak dårlig dokumentert. Videre har enkelte foretak opplyst at de ikke forholder seg til produktenes bærekraftsegenskaper og at de ikke kan tilby produkter til kunder med bærekraftspreferanser.

Oppsummert viser gjennomgangen at de fleste foretakene ikke oppfyller de regulatoriske kravene til målgruppevurdering for bærekraftige produkter. Flere av vurderingene fremstår som overflatiske og gir ikke et godt nok grunnlag til å matche produktets egenskaper med kundens bærekraftspreferanser. Det finnes ulike måter å identifisere målgruppen på, og det er ikke et krav om at målgruppen skal defineres på grunnlag av de samme elementene som inngår i definisjonen av bærekraftspreferanser. Identifiseringen må imidlertid være detaljert nok til å sikre en reell avgrensning av bærekraftsrelaterte mål.

4 Avsluttende bemerkninger

Denne felleseuropeiske undersøkelsen utgjør et viktig fundament for det videre arbeidet med å utvikle relevante regelverk og retningslinjer på europeisk nivå. Resultatene fra Finanstilsynets tematisyn ble rapportert til ESMA i juni 2025. De kontrollerte foretakene er anonymisert i rapporten.

Formålet med tematisynet var som nevnt å kartlegge etterlevelsen av bærekraftskravene i MiFID II. Finanstilsynet har ikke sett behov for å utarbeide individuelle tilsynsrapporter til foretakene i undersøkelsen. Tematisynet er med dette avsluttet.

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen
seksjonsleder

Elise Ødegård
senior tilsynsrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk.