NOU Norges offentlige utredninger 2006: 3

Om markeder for finansielle instrumenter

Gjennomføring av MiFID og transparencydirektivet

Innstilling II fra Verdipapirmarkedslovutvalget oppnevnt ved kongelig resolusjon 2. juli 2004.
Avgitt til Finansdepartementet 21. februar 2006.

Departementenes Servicesenter
Informasjonsforvaltning

Oslo 2006

ISSN 0333-2306
ISBN 82-583-0866-1
ISBN 978-82-583-0866-6

Lobo Media AS

Til Finansdepartementet

Ved kongelig resolusjon 2. juli 2004 ble det oppnevnt et lovutvalg til å foreslå nødvendige regelverksendringer for å gjennomføre tre EØS-relevante direktiver på verdipapirmarkedsområdet. Verdipapirmarkedslovutvalget legger med dette frem delinnstilling med forslag til gjennomføring av MiFID (direktiv 2004/39/EF) og transparencydirektivet (direktiv 2004/109/EF) i norsk rett.

Verdipapirmarkedslovutvalget ble i mandatet bedt om å foreslå regler til gjennomføring av både rammedirektiver og utfyllende rettsakter. Kommisjonen har pr. 20. februar 2006 ikke vedtatt utfyllende rettsakter. Det har derfor ikke vært mulig å utrede gjennomføring i norsk rett av utfyllende rettsakter på nåværende tidspunkt. Foreløpige utkast til slike rettsakter viser at rettsaktene vil få et vesentlig omfang og detaljregulering. Først når disse rettsaktene er vedtatt er det mulig å se det fulle omfanget av reguleringen. Lovutkastene inneholder blant annet av denne grunn en rekke forskriftshjemler. Utvalget antar at det på enkelte punkter kan være hensiktsmessig å endre lovutkastene når innholdet av de utfyllende rettsaktene er klarlagt.

Oslo, 21. februar 2006

Rune Sæbø
leder

Jan Bjørland	Per Broch Mathisen	Atle Degré
Ingebjørg Harto	Ida Espolin Johnson	Erik Thrane
Hilde J. Vihovde	Lisbeth Økland	

Kjetil Wibe
Gaute S. Gravir
Hege Dahl

Innhold

1 Innhold og sammendrag 13
1.1 Sammendrag 13
1.1.1 Generelt 13
1.1.2 MiFID 13
1.1.3 Utfyllende rettsakter 14
1.1.4 Transparencydirektivet 14
1.1.5 Utfyllende rettsakter 15
1.1.6 Lovendringer – noen hovedpunkter 15
1.1.7 Gjennomføring av utfyllende rettsakter 17
1.1.8 English summary of main statutory changes 17
1.2 Utvalgets sammensetning og mandat 19

Del I MiFID 21

2 Virkeområde og sentrale definisjoner 23
2.1 Oversikt 23
2.2 Verdipapirforetak og investeringstjenester 23
2.2.1 EØS-rett 23
2.2.2 Norsk rett 24
2.2.3 Utvalgets vurdering 24
2.2.3.1 Innledning 24
2.2.3.2 Generelt om investeringstjenester .. 25
2.2.3.3 Verdipapirforetak – selskapsform .. 25
2.3 Nærmere om investeringstjenester . 26
2.3.1 Generelt 26
2.3.2 Investeringsrådgivning 26
2.3.3 Drift av multilaterale handelsfasiliteter (MHF) 27
2.3.4 Garantistillelse for fulltegning og plassering av finansielle instrumenter 27
2.3.4.1 EØS-rett 27
2.3.4.2 Norsk rett 27
2.3.4.3 Utvalgets vurdering 27
2.3.5 Spørsmålet om markedsføring skal videreføres som konsesjonsklasse .. 28
2.4 Tilknyttede tjenester 30
2.5 Nærmere om finansielle instrumenter 31
2.5.1 Oversikt 31
2.5.2 Omsettelige verdipapirer og andeler i kommandittselskaper og ansvarlige selskaper 32
2.5.2.1 EØS-rett 32
2.5.2.2 Norsk rett 32
2.5.2.3 Utvalgets vurdering 33
2.5.3 Pengemarkedsinstrumenter 37
2.5.3.1 EØS-rett 37
2.5.3.2 Norsk rett 37
2.5.3.3 Utvalgets vurdering 38
2.5.4 Verdipapirfondsandeler 38
2.5.4.1 EØS-rett 38
2.5.4.2 Norsk rett 38
2.5.4.3 Utvalgets vurdering 38
2.5.5 Generelt om derivater 39
2.5.6 Derivater med «finansielt» underliggende 42
2.5.6.1 EØS-rett 42
2.5.6.2 Norsk rett 42
2.5.6.3 Utvalgets vurdering 42
2.5.7 Varederivater med kontant oppgjør 43
2.5.7.1 EØS-rett 43
2.5.7.2 Norsk rett 43
2.5.7.3 Utvalgets vurdering 43
2.5.8 Varederivater med fysisk oppgjør ... 44
2.5.8.1 EØS-rett 44
2.5.8.2 Norsk rett 44
2.5.8.3 Utvalgets vurdering 44
2.5.9 Kredittderivater 45
2.5.9.1 EØS-rett 45
2.5.9.2 Norsk rett 45
2.5.9.3 Utvalgets vurdering 45
2.5.10 Differansekontrakter (CfDer) 46
2.5.10.1 EØS-rett 46
2.5.10.2 Norsk rett 46
2.5.10.3 Utvalgets vurdering 46
2.5.11 Andre derivater som er finansielle etter sin art 47
2.5.11.1 EØS-rett 47
2.5.11.2 Norsk rett 47
2.5.11.3 Utvalgets vurdering 47
2.6 Kredittinstitusjoner 48
2.6.1 EØS-rett 48
2.6.2 Norsk rett 48
2.6.3 Utvalgets vurdering 49
2.7 Regulerte markeder og markedsoperatører 49
2.8 Virksomhet som ikke omfattes av EØS-reglene 50
2.8.1 Generelt 50
2.8.2 Forsikringsselskaper 50
2.8.3 Tjenesteyting innenfor samme konsern 51
2.8.4 Leilighetsvis tjenesteyting som ledd i annen næringsvirksomhet 51
2.8.5 Foretak som utelukkende driver egenhandel 52

2.8.6 Investeringstjenesteyting som utelukkende består i å forvalte en ordning for arbeidstakeres eier andeler ... 52
2.8.7 Investeringstjenesteyting både innenfor samme konsern og ved forvaltning av ordning for arbeidstakeres eierandeler ... 53
2.8.8 Investeringstjenester som ytes av sentralbanker, myndigheter som forvalter offentlig gjeld mv. ... 53
2.8.9 Investeringstjenesteyting som motpart i transaksjoner overfor sentralbanker, myndigheter som forvalter offentlig gjeld mv. ... 54
2.8.10 Verdipapirfond og pensjonskasser, samt depotmottakere og forvaltere for slike ... 54
2.8.11 Investeringsrådgivning knyttet til annen næringsvirksomhet, uten særskilt vederlag ... 55
2.8.12 Egenhandel i finansielle instrumenter og generell investeringstjenesteyting vedrørende varederivater eller derivater som nevnt i vedlegg I C nr. 10 overfor kunder i hovedvirksomheten ... 55
2.8.13 Personer som i sin hovedvirksomhet handler med varer eller varederivater 57
2.8.14 Foretak som handler for egen regning i derivatmarkedet og pengemarkedet for å sikre posisjoner, handler på vegne av andre medlemmer i derivatmarkedet eller stiller priser for slike medlemmer ... 57
2.9 Mottak og formidling av ordre og investeringsrådgivning kan på visse vilkår unntas fra EØS-reglene ... 58
2.9.1 EØS-rett ... 58
2.9.2 Norsk rett ... 59
2.9.3 Utvalgets vurdering ... 60

3 Verdipapirforetak – tillatelse og organisatoriske krav ... 63
3.1 Vilkår for og omfang av tillatelse ... 63
3.1.1 EØS-rett ... 63
3.1.1.1 Generelle vilkår for tillatelse ... 63
3.1.1.2 Omfang av tillatelse ... 63
3.1.2 Norsk rett ... 64
3.1.2.1 Generelle vilkår for tillatelse ... 64
3.1.2.2 Omfang av tillatelse ... 64
3.1.3 Utvalgets vurdering ... 64
3.1.3.1 Tillatelse til å yte investeringstjenester ... 64
3.1.3.2 Offentlig register over foretak med adgang til å yte investeringstjenester 65
3.1.3.3 Tillatelse til å drive MHF ... 66
3.1.3.4 Organisasjonsform ... 66
3.2 Søknadsprosedyrer ... 66
3.2.1 EØS-rett ... 66
3.2.2 Norsk rett ... 67
3.2.3 Utvalgets vurdering ... 67
3.3 Tilbakekall av tillatelse ... 67
3.3.1 EØS-rett ... 67
3.3.2 Norsk rett ... 67
3.3.3 Utvalgets vurdering ... 67
3.4 Godkjennelse av ledelsen ... 68
3.4.1 EØS-rett ... 68
3.4.2 Norsk rett ... 68
3.4.3 Utvalgets vurdering ... 69
3.5 Aksjonærer med betydelig eierandel - eierkontroll ... 70
3.5.1 EØS-rett ... 70
3.5.2 Norsk rett ... 71
3.5.3 Utvalgets vurdering ... 72
3.6 Verdipapirforetakenes sikringsfond 73
3.6.1 EØS-rett ... 73
3.6.2 Norsk rett ... 73
3.6.3 Utvalgets vurdering ... 74
3.7 Krav til startkapital mv. ... 74
3.7.1 EØS-rett ... 74
3.7.2 Norsk rett ... 74
3.7.3 Utvalgets vurdering ... 74
3.8 Organisering av virksomheten ... 74
3.8.1 EØS-rett ... 74
3.8.2 Norsk rett ... 75
3.8.3 Utvalgets vurdering ... 76

4 Verdipapirforetak – operasjonelle krav ... 79
4.1 Interessekonflikter ... 79
4.1.1 EØS-rett ... 79
4.1.2 Norsk rett ... 79
4.1.3 Utvalgets vurdering ... 79
4.2 God forretningsskikk ved yting av investeringstjenester ... 80
4.2.1 EØS-rett ... 80
4.2.2 Norsk rett ... 81
4.2.3 Utvalgets vurdering ... 81
4.3 Tjenesteyting via annet verdipapirforetak ... 82
4.3.1 EØS-rett ... 82
4.3.2 Norsk rett ... 82
4.3.3 Utvalgets vurdering ... 82
4.4 Beste resultat ved utførelse av ordre 83
4.4.1 EØS-rett ... 83
4.4.2 Norsk rett ... 84
4.4.3 Utvalgets vurdering ... 84

4.5 Ordrebehandling ... 85
4.5.1 EØS-rett ... 85
4.5.2 Norsk rett ... 85
4.5.3 Utvalgets vurdering ... 86
4.6 Kvalifiserte motparter ... 86
4.6.1 EØS-rett ... 86
4.6.2 Norsk rett ... 87
4.6.3 Utvalgets vurdering ... 87
4.7 Verdipapirforetaks bruk av agenter 87
4.7.1 EØS-rett ... 87
4.7.2 Norsk rett ... 89
4.7.3 Utvalgets vurdering ... 90
4.8 Oppgaveplikt og rapportering av handler ... 91
4.8.1 EØS-rett ... 91
4.8.2 Norsk rett ... 93
4.8.3 Utvalgets vurdering ... 94
4.9 Internalisering - «Pre-trade transparency» ... 95
4.9.1 EØS-rett ... 95
4.9.2 Norsk rett ... 96
4.9.3 Utvalgets vurdering ... 97
4.10 Offentliggjøring av pris og volum - «Post-trade disclosure» ... 97
4.10.1 EØS-rett ... 97
4.10.2 Norsk rett ... 97
4.10.3 Utvalgets vurdering ... 97

5 Verdipapirforetak – rettigheter mv. ... 99
5.1 Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat ... 99
5.1.1 EØS-rett ... 99
5.1.1.1 Generelt ... 99
5.1.1.2 Grenseoverskridende virksomhet direkte fra forretningssted ... 99
5.1.1.3 Grenseoverskridende virksomhet ved etablering av filial ... 100
5.1.1.4 Definisjoner ... 101
5.1.1.5 Tilknyttede agenter ... 101
5.1.1.6 MHF ... 101
5.1.1.7 Samarbeid mellom kompetente myndigheter ... 102
5.1.2 Norsk rett ... 102
5.1.2.1 Norske verdipapirforetaks virksomhet i annen EØS-stat ... 102
5.1.2.2 Utenlandske foretak med hovedkontor i annen EØS-stat ... 103
5.1.2.3 Utenlandske foretak med hovedkontor utenfor EØS-området. ... 103
5.1.2.4 Verdipapirhandellovens anvendelse for verdipapirforetak med hovedkontor i annen EØS-stat ... 103
5.1.2.5 Verdipapirhandellovens anvendelse for norske verdipapirforetaks filial i utlandet ... 104
5.1.2.6 Norske foretaks virksomhet utenfor EØS-området ... 104
5.1.2.7 MHF ... 104
5.1.2.8 Tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat ... 104
5.1.3 Utvalgets vurdering ... 104
5.1.3.1 Generelt ... 104
5.1.3.2 Adgangen for verdipapirforetak med hovedsete i Norge til å drive virksomhet i annen EØS-stat ... 105
5.1.3.3 Adgangen for MHF fra annen EØS-stat til å etablere ordninger i Norge 105
5.1.3.4 Adgangen for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat til å drive virksomhet i Norge ... 105
5.1.3.5 Regulering av virksomheten til verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat ... 105
5.2 Adgang til markeder ... 110
5.2.1 EØS-rett ... 110
5.2.2 Norsk rett ... 110
5.2.3 Utvalgets vurdering ... 110
5.3 Adgang til oppgjørssystemer mv. ... 110
5.3.1 EØS-rett ... 110
5.3.2 Norsk rett ... 111
5.3.3 Utvalgets vurdering ... 111
5.4 Forholdet til tredjeland og verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området ... 112
5.4.1 Verdipapirhandellovens anvendelse for verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området ... 112
5.4.1.1 EØS-rett ... 112
5.4.1.2 Norsk rett ... 112
5.4.1.3 Utvalgets vurdering ... 112
5.4.2 Underretning om vanskeligheter mht. tredjeland ... 112
5.4.2.1 EØS-rett ... 112
5.4.2.2 Utvalgets vurdering ... 113

6 Regulerte markeder – regulering og organisering ... 114
6.1 Regulering ... 114
6.1.1 EØS-rett ... 114
6.1.2 Norsk rett ... 114
6.1.3 Utvalgets vurderinger ... 114
6.1.3.1 Lovmessig plassering av gjennomføringsreglene ... 114
6.1.3.2 Systematikk ved gjennomføringen av direktivets del 3 ... 114

6.1.3.3 Forskrifter gitt i medhold av børsloven ... 115
6.2 Definisjon, virkeområde og tillatelse 115
6.2.1 EØS-rett ... 115
6.2.2 Norsk rett ... 117
6.2.3 Utvalgets vurderinger ... 118
6.2.3.1 Virkeområde ... 118
6.2.3.2 Definisjonen av regulert marked ... 118
6.2.3.3 Forskjellen mellom regulert marked og MHF ... 119
6.2.3.4 Skillet mellom markedsoperatør og regulert marked ... 120
6.2.3.5 Tillatelse som regulert marked ... 120
6.2.3.6 Sammenslåing av børs, virksomhet i utlandet mv. ... 120
6.2.3.7 Liste over regulerte markeder og lovvalg ... 121
6.3 Organisasjonsform, eierforhold mv. 121
6.3.1 EØS-rett ... 121
6.3.1.1 Organisasjonsform ... 121
6.3.1.2 Krav til ledelsen ... 121
6.3.1.3 Krav til eiere ... 122
6.3.1.4 Stemmerettsbegrensninger, konsolidering og notering av egne utstedte aksjer ... 122
6.3.1.5 Ansvarlig kapital og likviditetskrav 122
6.3.2 Norsk rett ... 122
6.3.2.1 Organisasjonsform ... 122
6.3.2.2 Krav til styret og ledelsen mv. ... 123
6.3.2.3 Krav til eiere mv. ... 123
6.3.2.3.1 Børs ... 123
6.3.2.3.2 Autorisert markedsplass ... 124
6.3.2.4 Stemmerettsbegrensninger og konsolidering ... 124
6.3.2.5 Notering av egne aksjer ... 124
6.3.2.6 Ansvarlig kapital og likviditetskrav 125
6.3.3 Utvalgets vurderinger ... 125
6.3.3.1 Organisasjonsform mv. ... 125
6.3.3.2 Krav til ledelsen mv. ... 125
6.3.3.3 Krav til eiere mv. ... 126
6.3.3.3.1 Generell regel ... 126
6.3.3.3.2 Tilleggskrav for børser ... 126
6.3.3.4 Notering av egne utstedte aksjer mv. ... 126
6.3.3.5 Kapital- og likviditetskrav ... 127
6.3.3.6 Kontrollkomité ... 127
6.4 Krav til rutiner med hensyn til organisering mv. ... 128
6.4.1 EØS-rett ... 128
6.4.1.1 Interessekonflikter ... 128
6.4.1.2 Risikoer ... 128
6.4.1.3 Tekniske systemer ... 129
6.4.1.4 Handelsregler ... 129
6.4.1.5 Gjennomføring av transaksjoner ... 129
6.4.1.6 Finansielle ressurser ... 129
6.4.2 Norsk rett ... 129
6.4.2.1 Interessekonflikter ... 129
6.4.2.2 Risikoer ... 130
6.4.2.3 Tekniske systemer ... 130
6.4.2.4 Handelsregler ... 130
6.4.2.5 Gjennomføring av transaksjoner ... 130
6.4.2.6 Finansielle ressurser ... 130
6.4.3 Utvalgets vurderinger ... 130
6.4.3.1 Generelt ... 130
6.4.3.2 Interessekonflikter ... 131
6.4.3.3 Risikoer ... 131
6.4.3.4 Tekniske systemer ... 131
6.4.3.5 Handelsregler ... 131
6.4.3.6 Gjennomføring av transaksjoner ... 132
6.4.3.7 Finansielle ressurser ... 132

7 Regulerte markeder – operasjonelle krav ... 133
7.1 Opptak til handel ... 133
7.1.1 EØS-rett ... 133
7.1.1.1 Generelt ... 133
7.1.1.2 Krav til opptaksreglene ... 133
7.1.1.3 Tilleggskrav for regulerte markeder ved opptak av finansielle instrumenter til handel ... 134
7.1.1.4 Opptak til handel uten utsteders samtykke ... 134
7.1.2 Norsk rett ... 135
7.1.2.1 Generelt ... 135
7.1.2.2 Børsnotering ... 135
7.1.2.3 Notering på autoriserte markedsplasser ... 136
7.1.3 Utvalgets vurdering ... 137
7.1.3.1 Generelt ... 137
7.1.3.2 Generelle opptakskrav som vil gjelde for alle regulerte markeder .. 137
7.1.3.3 Spesielle opptakskrav for børser med offisiell noteringsliste ... 138
7.2 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel .. 139
7.2.1 EØS-rett ... 139
7.2.2 Norsk rett ... 140
7.2.3 Utvalgets vurdering ... 141
7.3 Medlemskap og adgang til regulerte markeder ... 142
7.3.1 EØS-rett ... 142
7.3.2 Norsk rett ... 143
7.3.3 Utvalgets vurdering ... 143
7.4 Markedsovervåking ... 144
7.4.1 EØS-rett ... 144
7.4.2 Norsk rett ... 145
7.4.3 Utvalgets vurdering ... 146
7.5 Offentliggjøring av ordre og handler 147
7.5.1 EØS-rett ... 147

7.5.1.1 Generelt ... 147
7.5.1.2 Offentliggjøring av tilbud om kjøp og salg av aksjer mv. ... 147
7.5.1.3 Offentliggjøring av handler i aksjer mv. ... 148
7.5.2 Norsk rett ... 149
7.5.3 Utvalgets vurdering ... 150
7.5.3.1 Generelt – valg av terminologi mv. . 150
7.5.3.2 Offentliggjøring av ordre ... 150
7.5.3.3 Offentliggjøring av handler ... 151
7.6 Bruk av sentral motpart eller oppgjørssystem fra annet EØS-land 151
7.6.1 EØS-rett ... 151
7.6.2 Norsk rett ... 151
7.6.3 Utvalgets vurderinger ... 151

8 Multilaterale handelsfasiliteter (MHF) ... 153
8.1 Generelt om MHF ... 153
8.1.1 EØS-rett ... 153
8.1.2 Norsk rett ... 154
8.1.3 Utvalgets vurderinger ... 154
8.1.3.1 Definisjon av MHF ... 154
8.1.3.2 Nærmere om virksomheten til MHF 154
8.2 Drift av MHF som investeringstjeneste ... 156
8.2.1 EØS-rett ... 156
8.2.2 Norsk rett ... 156
8.2.3 Utvalgets vurderinger ... 156
8.3 Tillatelse til å drive MHF ... 156
8.3.1 EØS-rett ... 156
8.3.2 Norsk rett ... 156
8.3.3 Utvalgets vurderinger ... 156
8.4 Regulering av MHF ... 157
8.4.1 EØS-rett ... 157
8.4.1.1 Handel og gjennomføring av transaksjoner ... 157
8.4.1.2 Markedsovervåking ... 158
8.4.1.3 Offentliggjøring av opplysninger om ordre mv. ... 158
8.4.1.4 Offentliggjøring av opplysninger om handler mv. ... 159
8.4.1.5 Grenseoverskridende virksomhet ... 159
8.4.1.6 Sentral motpart, oppgjør mv. i forbindelse med MHF ... 160
8.4.2 Norsk rett ... 160
8.4.3 Utvalgets vurderinger ... 160
8.4.3.1 Lovmessig plassering ... 160
8.4.3.2 Handel og gjennomføring av transaksjoner ... 160
8.4.3.3 Markedsovervåking ... 161
8.4.3.4 Offentliggjøring av opplysninger om ordre og handler ... 162
8.4.3.5 Regler om markedsmisbruk på MHF ... 162
8.4.3.6 Grenseoverskridende virksomhet mv. ... 163

9 Tilsyn, sanksjoner og prosessuelle forhold ... 164
9.1 Generelt ... 164
9.2 Utpeking av kompetent myndighet og delegering ... 164
9.2.1 Utpeking av kompetent myndighet . 164
9.2.1.1 EØS-rett ... 164
9.2.1.2 Norsk rett ... 164
9.2.1.3 Utvalgets vurdering ... 165
9.2.2 Delegering ... 165
9.2.2.1 EØS-rett ... 165
9.2.2.2 Utvalgets vurdering ... 165
9.3 Tilsynsmyndighetens kompetanse .. 165
9.3.1 EØS-rett ... 165
9.3.2 Norsk rett ... 166
9.3.3 Utvalgets vurdering ... 167
9.3.3.1 Generelt ... 167
9.3.3.2 Opplysningsplikt ... 168
9.3.3.3 Stedlig tilsyn ... 168
9.3.3.4 Opplyninger om telefonnummer mv. og datatrafikk ... 169
9.3.3.5 Beslag ... 171
9.3.3.6 Opphør av ulovlig aktivitet og midlertidig yrkesforbud ... 171
9.3.3.7 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter ... 171
9.3.3.8 Anmeldelse av overtredelser mv. ... 172
9.4 Taushetsplikt ... 172
9.4.1 EØS-rett ... 172
9.4.2 Norsk rett ... 173
9.4.3 Utvalgets vurdering ... 173
9.5 Sanksjoner ... 174
9.5.1 EØS-rett ... 174
9.5.2 Norsk rett ... 174
9.5.3 Utvalgets vurdering ... 175
9.6 Begrunnelse, domstolsprøving, utenomrettslige klageordninger og taushetsplikt ... 175
9.6.1 Begrunnelse og domstolsprøving ... 175
9.6.1.1 EØS-rett ... 175
9.6.1.2 Norsk rett ... 176
9.6.1.3 Utvalgets vurdering ... 176
9.6.2 Utenrettslige klageordninger ... 176
9.7 Tilsyn med organisatoriske og operasjonelle krav ... 176
9.7.1 EØS-rett ... 176
9.7.1.1 Verdipapirforetak ... 176
9.7.1.2 Regulerte markeder ... 177
9.7.2 Norsk rett ... 177
9.7.3 Utvalgets vurdering ... 178
9.8 Revisors meldeplikt til Kredittilsynet ... 179

9.8.1 EØS-rett ... 179
9.8.2 Norsk rett ... 179
9.8.3 Utvalgets vurdering ... 179
9.9 Samarbeid mellom kompetente myndigheter i forskjellige medlemsstater ... 180
9.9.1 EØS-rett ... 180
9.9.2 Norsk rett ... 180
9.9.3 Utvalgets vurdering ... 180

10 Enkelte andre endringer ... 182
10.1 Adgangen for ansatte mv. i visse foretak til å foreta egenhandel ... 182
10.1.1 EØS-rett ... 182
10.1.2 Norsk rett ... 182
10.1.3 Utvalgets vurdering ... 182
10.2 Verdipapirforetaks handel i finansielle instrumenter for egen regning ... 184
10.2.1 Norsk rett ... 184
10.2.2 Utvalgets vurdering ... 184
10.3 Lån av finansielle instrumenter ... 184
10.3.1 Norsk rett ... 184
10.3.2 Utvalgets vurderinger ... 184
10.4 Motregning ... 184
10.4.1 Norsk rett ... 184
10.4.2 Utvalgets vurdering ... 185
10.5 Tilbakebetaling av kreditt innen en måned ... 185
10.5.1 Norsk rett ... 185
10.5.2 Utvalgets vurderinger ... 185

Del II Transparencydirektivet ... 187

11 Saklig og stedlig virkeområde ... 189
11.1 EØS-rett ... 189
11.1.1 Regulerte markeder for omsettelige verdipapirer ... 189
11.1.2 Verdipapirfond ... 189
11.2 Norsk rett ... 189
11.2.1 Regulerte markeder for omsettelige verdipapirer ... 189
11.2.2 Løpende og periodisk informasjonsplikt ... 189
11.2.3 Flagging ... 190
11.2.4 Verdipapirfond ... 190
11.3 Utvalgets vurdering ... 190
11.3.1 Generelt ... 190
11.3.2 Lovmessig plassering av rapporteringsbestemmelser ... 190
11.3.3 Løpende informasjonsplikt ... 191
11.3.4 Periodisk rapportering mv. ... 191
11.3.5 Flagging ... 191

12 Hjem-/vertstatsregulering ... 192
12.1 EØS-rett ... 192
12.2 Norsk rett ... 193
12.3 Utvalgets vurdering ... 193
12.3.1 Generelt ... 193
12.3.2 Nærmere om hjemstats- og vertstatsreguleringen ... 193
12.3.2.1 Periodisk rapportering, informasjon til aksjonærer mv. ... 193
12.3.2.2 Flagging ... 195

13 Periodisk rapportering ... 196
13.1 Årlig rapporteringsplikt ... 196
13.1.1 EØS-rett ... 196
13.1.2 Norsk rett ... 197
13.1.3 Utvalgets vurdering ... 197
13.2 Halvårlig rapporteringsplikt ... 199
13.2.1 EØS-rett ... 199
13.2.2 Norsk rett ... 200
13.2.3 Utvalgets vurdering ... 201
13.3 Kvartalsmessig rapporteringsplikt ... 202
13.3.1 EØS-rett ... 202
13.3.2 Norsk rett ... 203
13.3.3 Utvalgets vurdering ... 203
13.4 Unntak ... 203
13.4.1 EØS-rett ... 203
13.4.2 Norsk rett ... 203
13.4.3 Utvalgets vurdering ... 203
13.5 Ansvar ... 204
13.5.1 EØS-rett ... 204
13.5.2 Norsk rett ... 204
13.5.3 Utvalgets vurdering ... 204

14 Flaggeplikt ... 205
14.1 Flaggepliktens omfang ... 205
14.1.1 EØS-rett ... 205
14.1.2 Norsk rett ... 207
14.1.3 Utvalgets vurdering ... 208
14.2 Konsolidering ... 211
14.2.1 EØS-rett ... 211
14.2.2 Norsk rett ... 212
14.2.3 Utvalgets vurdering ... 212
14.3 Krav til innholdet i flaggemeldingen ... 213
14.3.1 EØS-rett ... 213
14.3.2 Norsk rett ... 214
14.3.3 Utvalgets vurdering ... 214
14.4 Fremsettelse av melding ... 214
14.4.1 EØS-rett ... 214
14.4.2 Norsk rett ... 214
14.4.3 Utvalgets vurdering ... 215

15 Utsteders offentliggjøring av «regulated information» ... 216
15.1 EØS-rett ... 216
15.1.1 Generelt ... 216
15.1.2 Offentliggjøring ... 216
15.1.3 Lagring ... 216
15.1.4 Vertstatsforpliktelser ... 217
15.2 Norsk rett ... 217
15.2.1 Lovgrunnlag ... 217
15.2.2 Børsforskriftens regler om offentliggjøring ... 217
15.3 Utvalgets vurdering ... 218
15.3.1 Generelt ... 218
15.3.2 Offentliggjøring ... 218
15.3.3 Lagring ... 219
15.3.4 Innsending av opplysninger til Kredittilsynet ... 219

16 Opplysningsplikt overfor verdipapirinnehavere ... 220
16.1 Opplysningsplikt overfor aksjeeiere ... 220
16.1.1 EØS-rett ... 220
16.1.2 Norsk rett ... 220
16.1.3 Utvalgets vurdering ... 221
16.2 Opplysningsplikt overfor innehavere av gjeldsinstrumenter ... 222
16.2.1 EØS-rett ... 222
16.2.2 Norsk rett ... 222
16.2.3 Utvalgets vurdering ... 223

17 Opplysninger om endringer i aksjekapital, rettigheter, lån og vedtekter ... 224
17.1 EØS-rett ... 224
17.2 Norsk rett ... 224
17.3 Utvalgets vurderinger ... 224

18 Språk ... 226
18.1 EØS-rett ... 226
18.2 Norsk rett ... 226
18.3 Utvalgets vurdering ... 227
18.3.1 Generelt ... 227
18.3.2 Opptak til handel bare i Norge ... 227
18.3.3 Opptak til handel i Norge og i et vertsland ... 228
18.3.4 Norge som vertsland ... 228

19 Fastsettelse av retningslinjer på nasjonalt plan ... 229
19.1 EØS-rett ... 229
19.2 Norsk rett ... 229
19.3 Utvalgets vurdering ... 229

20 Tredjeland ... 230
20.1 EØS-rett ... 230
20.2 Norsk rett ... 230
20.3 Utvalgets vurdering ... 230
20.3.1 Unntakshjemmel for utstedere fra tredjeland ... 230
20.3.2 Utsatt krav om års- og delårsrapportering ... 231

21 Tilsyn og sanksjoner ... 232
21.1 Tilsyn ... 232
21.1.1 EØS-rett ... 232
21.1.2 Norsk rett ... 233
21.1.3 Utvalgets vurdering ... 233
21.1.3.1 Kompetent myndighet ... 233
21.1.3.2 Tilsynsmyndighetens kompetanse ... 233
21.2 Sanksjoner ... 234
21.2.1 EØS-rett ... 234
21.2.2 Norsk rett ... 234
21.2.3 Utvalgets vurderinger ... 234
21.3 Tjenestemessig taushetsplikt ... 235
21.3.1 EØS-rett ... 235
21.3.2 Norsk rett ... 235
21.3.3 Utvalgets vurdering ... 235
21.4 Vertstatens tiltak ved utsteders eller verdipapirinnehavers mislighold av forpliktelser ... 235
21.4.1 EØS-rett ... 235
21.4.2 Norsk rett ... 235
21.4.3 Utvalgets vurdering ... 235

22 Domstolsprøvelse ... 236
22.1 EØS-rett ... 236
22.2 Norsk rett ... 236
22.3 Utvalgets vurdering ... 236

23 Økonomiske og administrative konsekvenser ... 237
23.1 Økonomiske og administrative konsekvenser for myndighetene ... 237
23.2 Økonomiske og administrative konsekvenser for private aktører ... 237

24 Merknader til de enkelte bestemmelser ... 239
24.1 Lov om verdipapirhandel ... 239
24.2 Lov om regulerte markeder ... 256

25 Lovforslag ... 262
25.1 Forslag til ny lov om verdipapirhandel ... 262
25.2 Forslag til ny lov om regulerte markeder (børsloven) ... 301

Vedlegg

1 Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC 311

2 Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC..... 357

Kapittel 1
Innhold og sammendrag

1.1 Sammendrag

1.1.1 Generelt

Verdipapirmarkedslovutvalget (utvalget) legger med dette frem delinnstilling med forslag til gjennomføring av direktiv 2004/39/EF «on markets in financial instruments»[1] (MiFID) og direktiv 2004/109/EF «on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market» (transparencydirektivet) i norsk rett.

Utvalget foreslår i denne delinnstillingen ny lov om verdipapirhandel og ny lov om regulerte markeder. Disse to lovforslagene vil erstatte lov 17. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven eller vphl.) og lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. (børsloven eller børsl.). I tillegg foreslås en endring i verdipapirfondloven. Områder i gjeldende rett som ikke er omfattet av de to direktivene, er i all hovedsak foreslått videreført i de to lovforslagene.

Utvalget overleverte 25. august 2005 delinnstilling med utkast til endring av reglene om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper) for å gjennomføre Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud (takeover bids) i norsk rett. Innstillingen er inntatt som «NOU 2005: 17 Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)».

1.1.2 MiFID

MiFID ble vedtatt 21. april 2004 og publisert i Official Journal 30. april 2004. Frist for gjennomføring i nasjonal rett var i utgangspunktet 30. april 2006. I forslag til et endringsdirektiv[2] er fristen for gjennomføring i nasjonal rett foreslått endret til 31. januar 2007, med nasjonal ikrafttredelse 1. november 2007.

MiFID ble inntatt i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning nr. 65/2005 av 29. april 2005. EØS-komiteens beslutning er foreløpig ikke godkjent av Stortinget.

MiFID er en del av EUs Financial Services Action Plan som blant annet sikter mot å fremskynde integreringen av de finansielle markedene og dermed medvirke til å sikre den europeiske økonomiens konkurransedyktighet.

Hovedformålet med MiFID er å bidra til å utvikle og sikre de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet, samt oversiktlighet og å fremme investorenes tillit til markedet. Direktivet tar sikte på at transaksjoner skal være like effektive når alle parter og infrastrukturer er hjemmehørende i ulike medlemsstater, som når de er hjemmehørende i samme medlemsstat. Et sentralt virkemiddel for å oppnå dette er harmonisering av de nasjonale regelverk, blant annet i forhold til markedsstrukturer, krav til organisering av virksomheter, og foretakenes atferd. Hjemstatens autorisasjon skal gjelde for foretakenes virksomhet i hele EU/EØS-området (EØS-konsesjon), og under hjemstatens tilsyn.

MiFID erstatter direktiv 93/22/EØF om investeringstjenester på verdipapirområdet (ISD), som er en del av EØS-avtalen i dag. Direktivet er dels en revisjon og dels en videreutvikling av ISD. Begge direktivene bygger på de samme prinsippene for å ivareta nasjonale tilsyns- og håndhevelsesstrukturer.

MiFID endrer direktiv 2000/12/EF (bankdirektivet) for så vidt gjelder omfanget av tjenester som omfattes av reglene om markedsadgang i fellesskapsområdet for finansinstitusjoner og kredittinstitusjoner. MiFID innebærer også enkelte endringer i direktiv 85/611/EØF om samordning av lover og forskrifter om visse foretak for kollektiv investering i verdipapirer, samt direktiv 93/6/EØF om investeringsforetaks og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad.

MiFID regulerer både yterne av investeringstjenester (verdipapirforetak og kredittinstitusjoner) og markedene for finansielle instrumenter.

[1] Directive 2004/39/EC on markets in financial instruments amending Council Directive 85/611/EC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC

[2] Jf. Kommisjonens forslag KOM(2005)254 final «Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/39/EC on markets in financial instruments, as regards certain deadlines». Rådet sluttet seg til forslaget 17. oktober 2005, jf. 2005/0111 (COD).

Større deler av verdipapirforetakenes virksomhet kreves underlagt nasjonal regulering for å beskytte kunder og markedets virkemåte. Det stilles sett i forhold til ISD krav om konsesjonsplikt for flere investororienterte tjenester, for eksempel investeringsrådgivning. Videre innebærer MiFID en utvidelse i forhold til ISD, ved at blant annet varederivater omfattes.

Direktivet stiller i forhold til ISD strengere krav til identifikasjon, håndtering og opplysningsplikt om interessemotsetninger mellom verdipapirforetakene og kundene, eller mellom kundene innbyrdes, ved utførelsen av investeringstjenester og tilknyttede tjenester. Kravene til nasjonale regler om investorbeskyttelse oppdateres for å ta hensyn til nye virksomhetsformer, ny markedspraksis og nye former for risiko og for å sikre at verdipapirforetak som handler for sluttinvestorers regning, utnytter alle handelsmuligheter for å oppnå et best mulig resultat for kunden.

Direktivet inneholder bestemmelser om ordreutførelsesmetoder (nye handelssystemer og verdipapirforetakenes interne ordreslutningssystemer). Direktivet inneholder også bestemmelser om offentliggjøring av kurser som kundene kan handle for i de ulike ordreslutningssystemene. Kravene til gjennomsiktighet i markedet (prisinformasjon mv.) forsterkes.

Regulerte markeder skal offentliggjøre opplysninger om ordre og handler i aksjer som utføres innenfor det regulerte markedets system. I den utstrekning verdipapirforetakene medvirker til handler i aksjer noterte utenfor det regulerte markeds system skal disse handlene offentliggjøres av verdipapirforetaket selv. Dette kan gjøres gjennom det regulerte markedet som i dag, men kan også gjøres på andre måter. Verdipapirforetak som på en organisert, jevnlig og systematisk måte handler for egen regning ved å utføre kundeordre utenfor regulert marked eller MHF (systematisk internaliserer), skal også offentliggjøre bindende priser for visse verdipapirer.

Direktivet åpner for å lempe på kravene til beskyttelse av kunden når kunden er å anse som en kvalifisert motpart. Med kvalifisert motpart menes blant annet institusjoner med særskilt tillatelse til å drive virksomhet på finansmarkedsområdet, for eksempel banker, verdipapirforetak og forsikringsselskap.

I påvente av harmonisert regulering av avregnings- og oppgjørssystemer, inneholder direktivet bare enkelte bestemmelser om verdipapiroppgjøret. Bestemmelsene går primært ut på å sikre lik tilgang til oppgjørssystemer for alle verdipapirforetak med EØS-konsesjon, samt å sikre at nasjonale markedsplasser som hovedregel kan benytte slike systemer i hele EØS-området.

1.1.3 Utfyllende rettsakter

MiFID er et rammedirektiv (nivå 1), som forutsettes utfylt gjennom regelverk (nivå 2) fastsatt ved komitologiprosedyrer. Slike utfyllende rettsakter antas å være EØS-relevante og forventes tatt inn i EØS-avtalen. Komitologiprosedyrene innebærer at Kommisjonen har fått delegert myndighet fra Rådet, men bistås av eksperter fra medlemsstatene, se nærmere i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 8-9. Utarbeidelse av utfyllende rettsakter foregår ved at Kommisjonen, i samråd med European Securities Committee (ESC), gir Committe of European Securities Regulators (CESR) mandat til å utforme utkast til rettsakter. Disse utkastene (eventuelt med endringer) krever tilslutning fra både Kommisjonen og ESC for å bli vedtatt som kommisjonsrettsakter. Norge er representert i begge komiteene. I CESR er Kredittilsynet medlem, mens Finansdepartementet har observatørstatus i ESC. På verdipapirområdet er slike utfyllende rettsakter blant annet fastsatt med hjemmel i markedsmisbruksdirektivet og prospektdirektivet.

Kommisjonen har satt i gang prosessen med å utarbeide utfyllende rettsakter til MiFID, men foreløpig ikke vedtatt slike. Kommisjonen publiserte 6. februar 2006 utkast til en forordning og et direktiv, som er tilgjengelige på Kommisjonens hjemmesider[3]. Kommisjonen har signalisert at de utfyllende rettsaktene sannsynligvis vil bli endelig vedtatt i midten av 2006. Kommisjonen har tidligere publisert fire arbeidsdokumenter som inneholder en foreløpig vurdering av behovet for utfyllende rettsakte som er tilgjengelige på Kommisjonens hjemmesider. I utredningen er Kommisjonens utkast til utfyllende rettsakter kun omtalt i noen grad, og er benevnt som «utkast til kommisjonsdirektiv» og «utkast til kommisjonsforordning».

1.1.4 Transparencydirektivet

Transparencydirektivet ble vedtatt 15. desember 2004 og publisert i Official Journal 31. desember 2004. Direktivets gjennomføringsfrist er 20. januar 2007, jf. art. 31.

Direktivet ble inntatt i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning nr. 120/2005 av 30. september 2005. Finanskomiteen tilrår i St.prp. nr. 37

[3] http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/securities/isd/mifid2_en.htm

(2005-2006) at Stortinget samtykker til at direktivet tas inn i EØS-avtalen. Saken er pr. 20. februar 2006 ikke behandlet av Stortinget.

Transparencydirektivet tar sikte på å harmonisere kravene til hvilke opplysninger utstedere og innehavere av omsettelige verdipapirer som er notert på et regulert marked, må gi til markedet. I tillegg inneholder direktivet bestemmelser om hvordan slike opplysninger skal offentliggjøres. Med direktivet oppheves en rekke av bestemmelsene i direktiv 2001/34/EF om samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs (opptaksdirektivet), jf. art. 32.

Formålet med transparencydirektivet er å bedre investorenes trygghet, forbedre de europeiske kapitalmarkedenes effektivitet, åpenhet og integritet og ved dette tiltrekke investorer til det europeiske verdipapirmarkedet, jf. fortalens første avsnitt. Direktivet vil fjerne en rekke nasjonale hindre ettersom ulike regler om gjennomsiktighet i medlemsstatene kan gjøre det vanskelig å få verdipapirene tatt opp til handel på regulerte markeder i flere EØS-stater. For å nå disse målene er det i direktivet særlig lagt opp til en styrking av minstekravene for hvilke regnskapsopplysninger mv. utstederne skal gi til markedet periodevis i løpet av regnskapsåret. Direktivet må ses i sammenheng med forordning nr. 1606/2002 om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder (IFRS-forordningen), direktivet om markedsmisbruk, direktivet om prospekter og direktivet om overtakelsestilbud.

Transparencydirektivet inneholder regler om offentliggjøring av en revidert årsrapport og en styreberetning innen fire måneder etter regnskapsårets utgang, jf. art. 4. Det stilles også krav til offentliggjøring av en halvårsrapport, samt en ajourføring av den seneste årlige styreberetning. Selskaper som kun har gjeldsinstrumenter opptatt til handel blir etter direktivet forpliktet til å offentliggjøre halvårsrapporter for regnskapsårets seks første måneder, jf. art. 5 nr. 1. Direktivet regulerer ikke hvilket «regnskapsspråk» (norsk regnskapslovgivning, IFRS, US GAAP mv.) som regnskapspliktige skal rapportere etter. Det er i direktivet heller ikke inntatt nærmere regler om regnskapsmessig konsolidering. Direktivet bygger på annen fellesskapslovgivning for så vidt gjelder disse spørsmålene.

Transparencydirektivet inneholder også krav til at informasjon skal være lett tilgjengelig innen EØS. Utstederne skal kunne gi opplysninger på et språk som normalt anvendes i den internasjonale finansverdenen, jf. art. 20. Direktivet inneholder også bestemmelser med hensyn til hvordan opplysningene skal offentliggjøres teknisk sett. Dette for å bedre forholdene for investorer fra en annen medlemsstat. I denne forbindelse kan også nevnes direktivets regler med sikte på å lette investorenes påvirkning ved stemmegivning og lignende, jf. art. 17 flg. Videre inneholder direktivet bestemmelser om investorers flaggeplikt ved endringer i eierskap, når erverv eller avhendelse medfører at vedkommende investor samt eventuelle personer eller juridiske enheter som denne investoren kan identifiseres med, passerer nærmere angitte grenser for eierskap eller stemmerett, jf. art. 9 flg.

Direktivet forutsetter at ansvaret for oppfyllelsen av bestemmelsene som er omhandlet i direktivet skal tillegges en kompetent myndighet som skal være den samme som er utpekt etter direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet).

1.1.5 Utfyllende rettsakter

Det er i en rekke av direktivets bestemmelser gitt hjemmel for Kommisjonen til å fastsette utfyllende rettsakter (nivå 2), jf. tilsvarende prosess som omtalt i pkt. 1.1.2 ovenfor. Forslag fra EU-kommisjonen til utfyllende nivå-2 regler finnes i dokument ESC-34-2005[4]. I utredningen er Kommisjonens foreløpige utkast til utfyllende rettsakter kun omtalt i beskjeden grad.

1.1.6 Lovendringer – noen hovedpunkter

Utvalget foreslår ny lov om verdipapirhandel og ny lov om regulerte markeder. Disse to lovforslagene vil erstatte lov 17. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel og lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. De foreslåtte nye lovene gjennomfører MiFID og transparencydirektivet i norsk rett. Områder i gjeldende rett som ikke er omfattet av de to direktivene, er i all hovedsak foreslått videreført i de to lovforslagene.

Utvalgets prinsipielle utgangspunkt er at det på verdipapirområdet bør fastsettes en institusjonslov og en atferdslov. Med dette ville for eksempel reguleringen av verdipapirforetak, regulerte markeder og oppgjørssentraler blitt samlet ett sted, og reguleringen av oppkjøpstilbud, prospekter, markedsmisbruk mv. samlet ett annet sted. Gitt tidsrammen har utvalget ikke funnet det hensiktsmessig å prioritere en slik lovrevisjon nå.

Norsk rett har allerede regulering som i all hovedsak fyller de formål de to direktivene bygger på. Direktivenes detaljgrad og mål om harmonise-

[4] http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/securities/transparency/index_en.htm#transparency

ring i EU/EØS-området innebærer imidlertid at den norske reguleringen på mange områder må endres. Særlig medfører MiFiD en omlegging av reguleringen av investeringstjenester. Konsesjonsplikt og regulering utvides til tjenester knyttet til flere finansielle instrumenter enn tidligere, for eksempel varederivater. Hovedreglene i transparencydirektivet må allerede anses om oppfylt i norsk rett, men også her vil detaljreguleringen kreve flere tilpasninger.

Begge direktivene bygger på prinsippet om hjemstatstilsyn innenfor EØS-området. For investeringstjenester innebærer dette en videreføring og effektivisering av gjeldende system ved at konsesjonsplikt, tilsyn og rapporteringsplikt som utgangspunkt følger av verdipapirforetakets hjemstat, også når tjenester ytes i andre EØS-stater. Transparencydirektivet innfører dette prinsippet for utstedere med finansielle instrumenter notert på regulert marked. Dette innebærer at utstedere med instrumenter notert på norsk regulert marked som er hjemmehørende i en annen EØS-stat vil bli underlagt sin hjemstatsregulering for så vidt gjelder års- og delårsrapportering, fremgangsmåter for offentliggjøring og rapportering av informasjonspliktige opplysninger. Flaggeplikten i disse selskapene vil også følge utsteders hjemstatsregulering. Ettersom direktivet er et minimumsdirektiv og utvalget på enkelte områder foreslår noe strengere krav enn direktivet, betyr det at tilgjengelige opplysninger om noterte utstedere vil kunne være ulike for utstedere med forskjellig hjemstatsregulering.

Utvalget foreslår å endre definisjonene av investeringstjenester og tilknyttede tjenester samt definisjonene av finansielle instrumenter for å bringe norsk rett i samsvar med MiFID. Utvalget foreslår at gjeldende bestemmelse om selskapsform endres slik at også aksjeselskaper (i tillegg til allmennaksjeselskaper og kredittinstitusjoner) kan gis tillatelse som verdipapirforetak. Utvalget foreslår at markedsføring av finansielle instrumenter, som ikke er en selvstendig investeringstjeneste etter ISD og heller ikke etter MiFID, ikke lenger skal anses som investeringstjeneste.

Utvalget foreslår at unntakene fra konsesjonsplikt i MiFID art. 2 for visse typer virksomhet, foretak og institusjoner, gjennomføres i norsk rett. Utvalget foreslår derimot ikke å innta de valgfrie unntakene fra konsesjonsplikt i MiFID art. 3 for personer som mottar og formidler ordrer og driver med investeringsrådgivning i norsk rett. Utvalget foreslår imidlertid adgang for departementet til å fastsette i forskrift at enkelte av verdipapirhandellovens bestemmelser ikke skal gjelde for visse verdipapirforetak som bare mottar og formidler ordrer og driver med investeringsrådgivning.

Utvalget foreslår bestemmelser til gjennomføring av MiFIDs bestemmelser om operasjonelle krav til verdipapirforetak. Det foreslås i den anledning en bestemmelse som klargjør verdipapirforetakenes ansvarsforhold i tilfelle hvor yting av investeringstjenester skjer via annet verdipapirforetak. Videre foreslås bestemmelser om at verdipapirforetaket fritas for visse alminnelige plikter til å ivareta kundens interesser i tilfelle hvor foretaket handler med eller på vegne av «kvalifiserte motparter». Utvalget foreslår også at det innføres adgang for verdipapirforetakene til å benytte seg av tilknyttede agenter i samsvar med MiFID. Utvalget foreslår dessuten at det innføres plikt til å rapportere transaksjoner i finansielle instrumenter notert på regulert marked til Kredittilsynet. Dette innebærer endring i forhold til gjeldende rett, hvor det rapporteres til børsen.

Utvalget foreslår visse endringer i reguleringen av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat som driver grenseoverskridende virksomhet direkte fra forretningsstedet eller ved etablering av filial i Norge. Utvalget foreslår å videreføre krav om tillatelse for at verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området skal kunne yte investeringstjenester i Norge.

Utvalget foreslår ny lov om regulerte markeder til gjennomføring av bestemmelser i MiFID del III om regulerte markeder. Til forskjell fra gjeldende børslov, som foreslås opphevet, foreslås at ny lov om regulerte markeder først gir fellesregler for børser og andre regulerte markeder - som etter gjeldende børslov kalles «autoriserte markedsplasser» - og deretter tilleggs-/spesialregler for børser.

Utvalget foreslår å innføre bestemmelser om drift av «multilaterale handelsfasiliteter» (MHF), som er ny investeringstjeneste ved MiFID. MHF kan drives både av verdipapirforetak som har fått tillatelse til dette, og av regulerte markeder. Foruten bestemmelser til gjennomføring av MiFIDs regulering av MHFer, foreslår utvalget at de viktigste reglene i vphl. kapittel 2 (lovutkastet kapittel 3) om innsidehandel og markedsmanipulasjon gis anvendelse for finansielle instrumenter som omsettes på norsk MHF.

Utvalget foreslår på noen punkter å styrke tilsynsmyndighetens kompetanse til å føre tilsyn med verdipapirforetak og regulerte markeder, for å bringe norsk rett på linje med kravene i MiFID. Videre foreslås innført en administrativ sanksjonsbestemmelse ved brudd på verdipapirhandellovens regler om flagging og finansiell rapportering.

Utvalget foreslår visse endringer av reglene om ansattes egenhandel i gjeldende vphl. kapittel 2a. Utvalget foreslår videre enkelte endringer i gjeldende vphl. § 8-5 om verdipapirforetaks handel i unoterte finansielle instrumenter for egen regning.

Utvalget foreslår at virkeområdet for bestemmelsene i vphl. kapittel 10 om motregning av enkelte finansielle instrumenter utvides ved at kredittderivater og visse andre nye derivater i MiFID omfattes.

Utvalget foreslår bestemmelser om at virkeområdet for regler om periodisk rapportering, informasjon til aksjeeiere mv. og flagging begrenses til å omfatte utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked, samt bestemmelser som regulerer nærmere hvilke utstedere Norge er hjemstat for.

Utvalget foreslår bestemmelser som bringer norske regler om periodisk rapportering i samsvar med kravene i transparencydirektivet på punkter hvor norsk rett ikke allerede oppfyller disse kravene.

Utvalget foreslår visse endringer i bestemmelsene om flaggeplikt ved avhendelser og erverv mv. av større aksjeposter i selskap hvis aksjer er notert på regulert marked.

Utvalget foreslår å erstatte gjeldende børslov § 5-7 om oversendelse av informasjonspliktige opplysninger til børsen som ledd i foretakets offentliggjøring av informasjon, med en plikt for utsteder eller annen person som har søkt om opptak til handel uten utsteders samtykke, til å offentliggjøre informasjonspliktige opplysninger på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Til forskjell fra børsloven § 5-7 står utstederen eller annen person som nevnt fritt med henhold til valg av medium for offentliggjøring, såfremt offentliggjøringen er effektiv. Videre foreslås at informasjonspliktige opplysninger skal sendes et offisielt lagringssystem, som etter forslaget vil være det regulerte markedet hvor det aktuelle omsettelige verdipapiret er opptatt til handel.

1.1.7 Gjennomføring av utfyllende rettsakter

Utvalget er i mandatet bedt om å foreslå regler til gjennomføring av både rammedirektiv og utfyllende rettsakter. Kommisjonen har pr 20. februar 2006 ikke fastsatt slike utfyllende rettsakter. Utvalget har i arbeidet til en viss grad sett hen til foreløpige arbeidsdokumenter fra Kommisjonen. Ettersom det er lagt opp til at utfyllende rettsakter vil ha et vesentlig omfang og detaljregulering, vil det først når rettsaktene er vedtatt være mulig å se det fulle omfanget av direktivene. Lovforslagene inneholder blant annet av denne grunn en rekke forskriftshjemler. Utvalget antar at det på noen punkter kan bli hensiktsmessig å endre lovutkastene når innholdet av utfyllende rettsakter er fastsatt.

1.1.8 English summary of main statutory changes

The Committee proposes a new Act on Securities Trading and a new Act on Regulated Markets. These two acts will replace Act No. 79 of 17 June 1997 on Securities Trading (the Securities Trading Act) and Act No. 80 of 17 November 2000 on Stock Exchange Activities etc. (the Stock Exchange Act). The proposed new acts transpose the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) and the Transparency Directive into Norwegian law. Fields of current law that are not affected by the two directives are by and large continued in the two proposals.

The Committee's starting point is that the securities field should be governed by one act applying to the institutions and another act applying to investors'- and issuers' conduct. This would entail that, for example, the regulation of investment firms, regulated markets and clearing houses would be found in one place, and the regulation of take-over bids, prospectuses, marked abuse etc. another. Given the timeframe, the Committee has not found reason to priorities such a revision now.

Norwegian law already features regulation that in the main fulfils the objectives on which the two directives are based. The level of detail in the directives and the aim of harmonisation in the EU/EEA mean that in many areas the Norwegian law must be amended. MiFID in particular entails changes in the regulation of investment services. The concession obligation is extended to services related to more financial instruments than before, for example commodity derivatives. The main rules of the Transparency Directive are already fulfilled in Norwegian law, but here, too, the detailed regulation will demand further adaptations.

Both directives are based on the principle of home state supervision within the EEA. For investment services, this means a continuation and rationalisation of the current system, in that the concession obligation, supervision and reporting obligation in principle follows from the investment firm's home state, even when the services are provided in other EEA states. The Transparency Directive introduces this principle for issuers of financial instruments listed on a regulated market.

This means that issuers of instruments listed on a Norwegian regulated market who are domiciled in another EEA state will be subjected to their home state regulation as regards annual and interim reporting, procedures for publication and reporting of required information. The flag duty in shares issued by these companies will also follow the issuer's home state regulation. Since the directive is a minimum directive and in some areas the EU-Commission proposes stricter requirements than the directive, this means that available information on listed issuers may be different for issuers with different home state regulation.

The Committee proposes to amend the definitions of investment services and affiliated services, as well as the definitions of financial instruments, in order to bring Norwegian law into conformity with MiFID. The Committee proposes that current provisions on organisational requirements be amended in such a way that also limited companies (in addition to public limited companies and credit institutions) can be licensed as investment firms. The Committee proposes that marketing of financial instruments, which is not an independent investment service under the ISD, nor under MiFID either, no longer be regarded as an investment service.

The Committee proposes that the exemptions in Article 2 of MiFID for various types of activity, undertaking and institution be incorporated into Norwegian law. On the other hand, the Committee does not propose to incorporate into Norwegian law the elective exemptions in Article 3 of MiFID for persons receiving and brokering orders and engaged in investment advice. However, the Committee does propose a power for the Ministry of Finance to stipulate in regulations that some of the Securities Trading Act's provisions not apply to certain investment firms that merely receive and broker orders and give investment advice.

The Committee proposes provisions for the implementation of MiFID's provisions on operational requirements for investment firms. In this connection a provisions is proposed that would clarify the firm's liability in those cases where the provision of investment services happens via another investment firm. In addition, provisions are proposed that exempt the investment firms from certain general obligations to safeguard their client's interests in those cases when the undertaking is acting with or on behalf of 'qualified counterparties'. The Committee also proposes that a right be introduced for the investment firms to make use of affiliated agents in conformity with MiFID. In addition, the Committee proposes that a duty be introduced to report transactions in financial instruments listed on a regulated market to the Financial Supervisory Authority of Norway (Kredittilsynet). This entails a change in current law, under which the duty is to report to the stock exchange.

The Committee proposes certain changes in the regulation of an investment firm with their head office in another EEA state engaged in cross-border activity directly from its place of business or via the establishment of a branch in Norway. The Committee proposes continuing the requirement for permission for an investment firm with its head office outside the EEA as regards the offering of investment services in Norway.

The Committee proposes a new law on regulated markets so as to implement the provisions of MiFID Part III on regulated markets. Contrary to the current stock exchange act, whose repeal is proposed, it is suggested that the new act on regulated markets first lay down common rules for stock exchanges and other regulated markets – which under the current stock exchange act are called 'authorised marketplaces' – and thereafter supplementary or special rules for stock exchanges.

The Committee proposes to introduce provisions on the 'multilateral trading facility' (MTF), the conduct of which is a new investment service under MiFID. A MTF may be operated both by an investment firm that has been licensed to do so, and by regulated markets. Besides provisions for implementing MiFID's regulation of MTFs, the Committee proposes that the most important rules in Chapter 2 of the current Securities Trading Act (chapter 3 of the new draft bill) on insider trading and market manipulation, be given application to financial instruments traded on a Norwegian MTF.

The Committee proposes on certain points to strengthen the supervisory authorities' jurisdiction to supervise investment firms and regulated markets, so as to bring Norwegian law into line with the requirements of MiFID. In addition, an administrative penal provision is proposed for certain violations of the rules of the Securities Trading Act on flagging and financial reporting.

The Committee proposes certain changes in the rules on employees' own trading in the current Securities Trading Act Chapter 2a. The Committee proposes some further individual changes in the current Section 8-5 of the Securities Trading Act on investment firms' trade in unlisted financial instruments for their own account.

The Committee proposes that the scope of the provisions of the Securities Trading Act Chapter 10 on set-off of certain financial instruments be exten-

ded, so as to embrace credit derivatives and certain other new derivatives in MiFID.

The Committee proposes provisions restricting the scope for rules on periodic reporting, information to shareholders etc. and flagging to cover issuers with Norway as their home state, whose transferable securities are traded on a regulated market, and provisions that regulate more closely for which issuers Norway is the home state.

The Committee proposes provisions that bring Norwegian rules on periodic reporting into conformity with the requirements of the Transparency Directive on those points where Norwegian law does not already fulfil these requirements.

The Committee proposes certain changes in the provisions on flagging duty in sale and acquisition etc. of major stakes in companies whose shares are listed on regulated markets.

The Committee proposes to replace the current Section 5-7 of the Stock Exchange Act, on the reporting of required information to the stock exchange as part of the undertaking's publication of information, with a duty for the issuer, or other person who has applied for taking-up for trade without the issuer's consent, to publicising required information in an effective and non-discriminatory manner. Contrary to Section 5-7 of the Stock Exchange Act, the issuer or other person has, as mentioned, free hands with respect to choice of medium of publication, provided that the publication is effective. It is also proposed that required information be sent to an official storage system, which under the proposal will be the regulated market on which the relevant transferable security has been admitted for trading.

1.2 Utvalgets sammensetning og mandat

Ved kongelig resolusjon 2. juli 2004 ble det oppnevnt et lovutvalg, Verdipapirmarkedslovutvalget, til å foreslå nødvendige regelverksendringer for å gjennomføre tre EØS-relevante direktiver på verdipapirmarkedsområdet i norsk rett. Følgende ble oppnevnt som medlemmer i Verdipapirmarkedslovutvalget:

- Professor dr. juris Rune Sæbø, utvalgsleder (Universitetet i Bergen)
- Ekspedisjonssjef Jan Bjørland (Finansdepartementet)
- Administrerende direktør Per Broch Mathisen (Norges Fondsmeglerforbund)
- Juridisk direktør Atle Degré (Oslo Børs ASA)
- Avdelingsdirektør Ingebjørg Harto (Næringslivets Hovedorganisasjon)
- Advokat Ida Espolin Johnson (Aksjonærforeningen)
- Advokat Erik Thrane (Nord Pool ASA/Nordic Association of Energy Traders)
- Advokat Hilde J. Vihovde (Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen/ Verdipapirfondenes forening)
- Spesialrådgiver Lisbeth Økland (Kredittilsynet)

Sekretariatet i Verdipapirmarkedslovutvalget har bestått av rådgiver Kjetil Wibe (Finansdepartementet), spesialrådgiver Gaute S. Gravir (Kredittilsynet) og seniorrådgiver Hege Dahl (Finansdepartementet).

Rådgiver Christoffer Bergene (Kredittilsynet) og førstekonsulent Cornelius S. Ness (Finansdepartementet) var i sekretariatet frem til 20. august 2005.

Lovutvalget fikk følgende mandat:

«1. Utvalget skal foreslå regler (lovendringer og forskrifter) som kan gjennomføre følgende direktiver i norsk rett:
- verdipapirmarkedsdirektivet (direktiv 2004/39/EF),
- direktivet om overtakelsestilbud (direktiv 2004/25/EF), samt
- direktivet om løpende rapportering (ennå ikke formelt vedtatt).

2. De aktuelle direktivene er «rammedirektiver» som i stor utstrekning skal utfylles av mer detaljerte regler gjennom den såkalte komitologiprosedyren i EU. Disse utfyllende reglene er ennå ikke vedtatt, men skal gjennomføres innen samme frist som rammedirektivene. Utvalget skal derfor også foreslå regler som kan gjennomføre slike utfyllende EU-regler.

Norske myndigheter (Finansdepartementet) deltar med observatørstatus i EUs arbeid med utfyllende regler i European Securities Committee (ESC). Ved behov skal utvalget bistå norske myndigheter i å utforme innspill i dette arbeidet.

3. I tillegg til å vurdere gjennomføring av direktivet om overtakelsestilbud skal utvalget ta stilling til om det (uavhengig av direktivet) er behov for endringer i de norske reglene om tilbudsplikt mv.

4. I den grad det anses hensiktsmessig kan utvalget foreslå regler som ikke er påkrevd for å gjennomføre direktivene, men som har en naturlig sammenheng med direktivenes regulering.

5. Utvalget bør i sitt arbeid også se hen til det tilsvarende arbeidet med gjennomføringen av direktivene i andre EØS-land, særlig i andre nordiske land.

6. Utvalget skal utrede økonomiske og administrative konsekvenser av de forslag som fremmes. Konsekvenser skal utredes både for det offentlige og for private aktører som berøres av forslagene.

7. Utvalget skal avgi sin utredning til Finansdepartementet innen 20. august 2005. Finansdepartementet skal holdes orientert om utvalgets arbeid. Finansdepartementet kan gjøre endringer, utdypninger og tillegg i mandatet.»

Ved brev av 1. juli 2005 ga Finansdepartementet utsatt frist som anmodet til 20. februar 2006, jf. omtale i NOU 2005: 17 pkt. 1.2.

Utvalgsleder og sekretariatet har hatt skriftlig og muntlig kommunikasjon samt arbeidsmøter med utvalgsledere og sekretærer for nordiske lovutvalg for gjennomføring av henholdsvis MiFID og transparencydirektivet. Utvalget har videre fått presentasjoner fra representanter fra berørte aktører.

Del I MiFID

Kapittel 2
Virkeområde og sentrale definisjoner

2.1 Oversikt

Det følger av MiFID art. 1 nr. 1 at direktivet som hovedregel skal gjelde for verdipapirforetak («investment firms») og regulerte markeder. Enkelte av direktivets bestemmelser skal også gjelde for kredittinstitusjoner når disse yter investeringstjenester, jf. art. 1 nr. 2, se nærmere pkt. 2.6.

I følge art. 2 gjelder direktivet ikke for visse foretak (personer) når disse yter nærmere bestemte investeringstjenester, se pkt. 2.8. Konsekvensen av at det gjøres unntak er at tjenesteytingen ikke omfattes av direktivets krav og rettigheter, herunder retten til å yte de angitte tjenester i EØS-området på grunnlag av konsesjon i hjemlandet. Direktivets unntak forhindrer likevel ikke de enkelte medlemsland fra å stille tilsvarende krav som i direktivet i sin nasjonale lovgivning eller å underlegge virksomheten nasjonale konsesjonskrav.

I tillegg til de preseptoriske unntakene som følger av art. 2 oppstiller direktivet i art. 3 nr. 1 enkelte unntak som medlemsstatene kan velge å la komme til anvendelse, se nærmere pkt. 2.9. De foretak som eventuelt unntas etter denne bestemmelsen vil ikke kunne oppnå EØS-konsesjon gjennom en norsk tillatelse, jf. art. 3 nr. 2.

2.2 Verdipapirforetak og investeringstjenester

2.2.1 EØS-rett

Et av MiFIDs hovedmål er regulering av foretak som yter investeringstjenester på forretningsmessig basis, jf. art. 1 nr. 1. Slike foretak kalles i norsk rett for verdipapirforetak. Avgrensningen av hva som regnes som investeringstjenester fremgår av art. 4 nr. 1 pkt. 2:

> «Investment services and activities» means any of the services and activities listed in Section A of Annex I relating to any of the instruments listed in Section C of Annex I;»

Definisjonen av investeringstjenester krever (i) at det må dreie seg om en eller flere av de tjenestene som er listet opp i vedlegg I del A, og (ii) at tjenestene må relatere seg til finansielle instrumenter som listet opp i vedlegg I del C, se nærmere nedenfor. Det følger ikke av denne definisjonen at tjenesten må ytes på forretningsmessig basis.

Direktivet må likevel sies å fokusere på investeringstjenesteyting på forretningsmessig basis, jf. art. 5 nr. 1 omtalt i pkt. 3.1. Dette har sammenheng med de materielle reglenes kobling til verdipapirforetak. Verdipapirforetak («investment firms») defineres i art. 4 nr. 1 pkt. 1:

> ««Investment firm» means any legal person whose regular occupation or business is the provision of one or more investment services to third parties and/or the performance of one or more investment activities on a professional basis;»[1]

Utvalget forstår «regular occupation or business» slik at det må dreie seg om investeringstjenesteyting som normalt genererer inntekter. Som det fremgår av utredningen pkt. 2.7 nedenfor, gjør imidlertid MiFID selv unntak for enkelte tilfeller som ellers ville vært omfattet, jf. art. 2. Videre åpner art. 3 for at den enkelte medlemsstat kan velge å gjøre ytterligere unntak i nasjonal rett, se utredningen pkt. 2.8 nedenfor.

Som nevnt ovenfor knyttes definisjonen av investeringstjenester opp mot MiFIDs vedlegg I del A og C, som lister opp de ulike typene investeringstjenester og de ulike finansielle instrumentene som tjenestene må relatere seg til, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 2.

Direktivet vedlegg I del A lister opp følgende investeringstjenester:

> «(1) Reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments.
> (2) Execution of orders on behalf of clients.

[1] Bestemmelsen tilsvarer ISD art. 1 nr. 2 bortsett fra at ISD ikke har med henvisningen til «investment activities». Dette synes imidlertid ikke å være annet enn et terminologisk skille. Utvalget har valgt å benytte uttrykket «investeringstjenester» som en samlebetegnelse for det som i MiFID kalles investeringstjenester og -aktiviteter.

(3) Dealing on own account.
(4) Portfolio management.
(5) Investment advice.
(6) Underwriting of financial instruments and/or placing of financial instruments on a firm commitment basis.
(7) Placing of financial instruments without a firm commitment basis
(8) Operation of Multilateral Trading Facilities.»

Investeringstjeneste nr. 5 og 8 utgjør en utvidelse i forhold til ISDs vedlegg del A. Utvalget redegjør nærmere for disse nye tjenestene i pkt. 2.3.2 og 2.3.3 nedenfor.

Direktivet vedlegg I del C lister opp følgende finansielle instrumenter:

«(1) Transferable securities;
(2) Money-market instruments;
(3) Units in collective investment undertakings;
(4) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to securities, currencies, interest rates or yields, or other derivatives instruments, financial indices or financial measures which may be settled physically or in cash;
(5) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to commodities that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event);
(6) Options, futures, swaps, and any other derivative contract relating to commodities that can be physically settled provided that they are traded on a regulated market and/or an MTF;
(7) Options, futures, swaps, forwards and any other derivative contracts relating to commodities, that can be physically settled not otherwise mentioned in C.6 and not being for commercial purposes, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls;
(8) Derivative instruments for the transfer of credit risk;
(9) Financial contracts for differences.
(10) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to climatic variables, freight rates, emission allowances or inflation rates or other official economic statistics that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event), as well as any other derivative contracts relating to assets, rights, obligations, indices and measures not otherwise mentioned in this Section, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market or an MTF, are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls.»

Instrumentene som nevnt i nr. 1-4 tilsvarer de finansielle instrumentene som omfattes av ISDs vedlegg del B. Instrumentene som nevnt i nr. 5-10 er nye i forhold til ISD. De nye instrumentene omtales særskilt nedenfor i pkt. 2.4. Der gis det også en mer generell omtale av finansielle instrumenter.

MiFID åpner i likhet med ISD for at andre enn juridiske personer kan gis EØS-tillatelse til å yte investeringstjenester på nærmere angitte vilkår, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 1 annet og tredje ledd.

2.2.2 Norsk rett

Verdipapirforetak er i vphl. § 1-3 første ledd definert som foretak som yter investeringstjenester. Vilkåret om at det må være snakk om tjenesteyting på forretningsmessig basis fremgår ikke her, men er inntatt som et element i definisjonen av investeringstjenester. Investeringstjenestene er definert i vphl. § 1-2 første ledd. Definisjonen er i samsvar med ISD, med tillegg av § 1-2 første ledd nr. 5: markedsføring av finansielle instrumenter. De nye investeringstjenestene i MiFID (investeringsrådgivning og drift av multilaterale handelsfasiliteter) er ikke som sådanne investeringstjenester etter gjeldende norsk rett. Likevel vil for eksempel drift av multilaterale handelsfasiliteter enten anses som ordreformidling eller kunne være underlagt regulering gjennom børsloven etter gjeldende rett.

Etter vphl. § 7-2 første ledd stilles det som vilkår for tillatelse til å yte investeringstjenester at foretaket er en kredittinstitusjon eller er organisert som allmennaksjeselskap.

2.2.3 Utvalgets vurdering

2.2.3.1 Innledning

Foretak som driver konsesjonspliktig tjenesteyting på verdipapirområdet underlegges et omfattende sett med plikter, og får også en del rettigheter som andre foretak ikke har. Et av de mest grunnleggende spørsmålene i forbindelse med reguleringen av tjenesteyterne på verdipapirmarkedsområdet blir derfor hvilke tjenester som skal anses som konsesjonspliktige investeringstjenester, og hvilke

personer som skal kunne få tillatelse til å yte disse tjenestene.

2.2.3.2 Generelt om investeringstjenester

MiFID har regler om hvilke tjenester som skal underlegges direktivets krav om tillatelse, herunder den tilhørende reguleringen av virksomheten. Som nevnt ovenfor utvider MiFID spekteret av investeringstjenester til å omfatte også investeringsrådgivning og drift av multilaterale handelsfasiliteter (MHF). For øvrig synes MiFID å videreføre ISDs opplisting av investeringstjenester, om enn med en noe annerledes utforming, se for eksempel om garantistillelse for fulltegning og plassering av finansielle instrumenter i pkt. 2.3.4 nedenfor. De nye tjenestene investeringsrådgivning og drift av MHF behandles nærmere i pkt. 2.3.2 og 2.3.3.

Det er klart at verdipapirhandellovens definisjon i vphl. § 1-2 første ledd må utvides som følge av EØS-forpliktelsene. Utvalget foreslår at investeringsrådgivning og drift av MHF tas inn som nye tjenester i verdipapirhandellovens definisjon. Samtidig foreslår utvalget å skille definisjonen av investeringstjenester og finansielle instrumenter fra hverandre i to separate bestemmelser, se lovutkastet § 2-1 (investeringstjenester) og § 2-2 (finansielle instrumenter). Investeringstjenester og finansielle instrumenter defineres i dag samlet i § 1-2. Utvalget anser det som mer ryddig og oversiktlig at disse definisjonene fremgår av to atskilte bestemmelser. Dette har blant annet sammenheng med at definisjonene vil vokse i omfang på bakgrunn av MiFID. Utvalget foreslår videre å definere tilknyttede tjenester sammen med investeringstjenestene i lovutkastet § 2-2. Tilknyttede tjenester defineres i dag i vphl. § 8-1. Utvalget foreslår også enkelte endringer i lovutkastet § 2-2 (finansielle instrumenter) sett i forhold til nåværende § 1-2 annet til fjerde ledd. Dette behandles nærmere under pkt. 2.5.

Definisjonen av investeringstjenester er knyttet opp til definisjonen av finansielle instrumenter på den måten at det kun er tjenester i tilknytning til slike instrumenter som omfattes av konsesjonsplikten. Det hele og fulle bildet av hva som anses som konsesjonspliktig virksomhet får man altså først ved å se de to definisjonene i sammenheng, eventuelt under hensyn til eventuelle unntak for tjenesteyting som likevel ikke skal være konsesjonspliktig, se nærmere om unntak i pkt. 2.8 og 2.9.

I likhet med ISD er MiFID ikke til hinder for at de enkelte medlemsstater opererer med utvidet konsesjonsplikt i den forstand at den nasjonale lovgivning stiller krav om tillatelse til å yte også andre tjenester, eventuelt knyttet til ytterligere instrumenter enn de som er nevnt i direktivvedlegget. For så vidt gjelder slike særegne nasjonale forhold, oppnås som nevnt ikke EØS-konsesjon.

I norsk rett er det per i dag krav om tillatelse for å drive markedsføring av finansielle instrumenter, jf. vphl. § 1-2 første ledd nr. 5. Til tross for at MiFID ikke er til hinder for videreføring av gjeldende rett på dette punktet, har utvalget diskutert hvorvidt det fortsatt er grunn til å kreve tillatelse for foretak som utelukkende driver slik markedsføring. Utvalget har kommet til at markedsføring ikke lenger bør opprettholdes som egen konsesjonsklasse, se nærmere under pkt. 2.3.5.

2.2.3.3 Verdipapirforetak – selskapsform

MiFID åpner i likhet med ISD for at medlemsstatene kan velge å gi nasjonale regler om at også fysiske personer kan anses som verdipapirforetak som kan få EØS-konsesjon. Det stilles i så fall strenge krav til reguleringen, ikke bare verdipapirrettslig, men også formuerettslig.

I forbindelse med gjennomføringen av ISD i norsk rett uttalte det daværende verdipapirhandellovutvalget, med tilslutning fra departementet, at det ikke fant noen grunn til å foreslå endringer i det norske kravet om organisering som kredittinstitusjon eller aksjeselskap (nå allmennaksjeselskap), selv om ISD åpnet for lempeligere krav, jf. NOU 1995: 1 side 60-61 og Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 23. Det ble blant annet vist til at aksjeselskapsformen er underlagt en veletablert og gjennomarbeidet regulering i norsk rett. Spørsmålet om å omfatte fysiske personer synes ikke omtalt nærmere i disse forarbeidene. Kravet til organisering som allmennaksjeselskap kom til i ettertid, og begrunnes i Ot.prp. nr. 42 (1997-98) side 248 som en «teknisk endring».

Utvalget har vurdert om det skal åpnes for at andre enn kredittinstitusjoner og allmennaksjeselskaper kan gis tillatelse til å yte investeringstjenester. Det er enighet om at det bør åpnes for at tillatelse også kan gis til aksjeselskap. Utvalget har blant annet lagt vekt på at MiFID utvider konsesjonsplikten til blant annet å gjelde investeringsrådgivning, noe som kan medføre et større behov for at også aksjeselskaper omfattes. Utvalget har videre lagt vekt på at både aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper er underlagt en effektiv og velprøvd regulering i norsk rett. Allmennaksjeloven har riktignok andre bestemmelser om selskapsorganer og et høyere krav til aksjekapital, men dette vurderes ikke som avgjørende sett hen

til den øvrige regulering som et aksjeselskap, i kraft av å være verdipapirforetak under tilsyn, vil bli underlagt etter verdipapirhandelloven mv.

Utvalget viser også til at verdipapirfondsforvaltning etter gjeldende rett kan drives både av aksjeselskap og allmennaksjeselskap, jf. verdipapirfondloven § 2-1 første ledd. Etter utvalgets oppfatning gjør mange av de samme hensyn seg gjeldende for forvaltningsselskaper for verdipapirfond som for verdipapirforetak. Verdipapirfondloven § 2-1 ble i 1997 (på dette tidspunktet § 2-2 annet ledd) endret fra å kreve organisering som aksjeselskap, til å oppstille aksje- og allmennaksjeselskap som to alternative organisasjonsformer. Endringen ble gjort i forbindelse med vedtakelsen av de nye aksjelovene, og er ikke kommentert særskilt verken av departementet eller justiskomiteen, jf. Ot.prp. nr. 39 (1996-97) og Innst. O. nr. 80 (1996-97). I Ot.prp. nr. 39 (1996-97) bemerkes imidlertid generelt på side 1 at forslagene til endringer i «annen lovgivning» i hovedsak dreier seg om tekniske tilpasninger som følge av de nye aksjelovene.

Utvalget har for øvrig vurdert om andre selskapsformer, eventuelt fysiske personer, bør omfattes. Utvalget har imidlertid ikke funnet tilstrekkelige grunner for å tillate etablering som annet enn aksje- eller allmennaksjeselskap, hensett til den reguleringsutfordring som ligger i å omfatte personer og foretak som ikke er underlagt de samme organisatoriske krav som følger av aksjelovgivningen. MiFID oppstiller dessuten særlige krav dersom fysiske personer tillates å yte investeringstjenester og samtidig besitte kunders midler, jf. MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 1 tredje ledd.

Utvalget foreslår på bakgrunn av drøftelsen ovenfor at kravet som følger av nåværende vphl. § 7-2 første ledd, endres til også å omfatte aksjeselskap. Det vises til lovutkastet § 9-8 første ledd. Det foreslås videre at særregelen for allmennaksjeselskaper i § 7-2 tredje ledd (forretningskontor og hovedkontor i Norge mv.) dermed også skal gjelde for aksjeselskaper, se nærmere i lovutkastet § 9-8 og pkt. 3.1.2 nedenfor.

2.3 Nærmere om investeringstjenester

2.3.1 Generelt

Utvalget legger til grunn at MiFID vedlegg I A nr. 1-4 er en videreføring av ISD for så vidt gjelder de investeringstjenestene som er omfattet av vphl. § 1-2 første ledd nr. 1 til 3. Det vises til den nærmere omtalen av disse tjenestene i NOU 1995: 1 pkt. 4.4.5.2 (side 54-56) og Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 19, hvor departementet viser til utvalgets redegjørelse. For opplysningens skyld nevnes at aktiv forvaltning i tråd med MiFID skal anses som en investeringstjeneste selv om tjenesten bare ytes overfor en enkelt kunde.[2] Grensen mellom aktiv forvaltning og fondsforvaltning må trekkes på bakgrunn av om forvaltningen skjer på individuell basis eller ikke. Utvalget bemerker at grensedragningen mellom aktiv forvaltning og fondsforvaltning blir den samme som før. Selv om det kan tenkes tvilsspørsmål, volder grensedragningen få problemer i praksis.

2.3.2 Investeringsrådgivning

Investeringsrådgivning («investment advice») skal i følge MiFID anses som en investeringstjeneste, jf. vedlegg I del A nr. 5. Etter gjeldende rett og ISD er investeringsrådgivning en såkalt tilknyttet tjeneste som ikke i seg selv fordrer konsesjon, jf. vedlegget del C nr. 6 og vphl. § 8-1 første ledd nr. 5. Utvalget foreslår at investeringsrådgivning tas inn som egen investeringstjeneste i lovutkastet § 2-1 første ledd nr. 5.

Investeringsrådgivning defineres på følgende måte i MiFID art. 4 nr. 1 nr. 4:

> ««Investment advice» means the provision of personal recommendations to a client, either upon its request or at the initiative of the investment firm, in respect of one or more transactions relating to financial instruments;»

Investeringsrådgivning skal defineres nærmere i gjennomføringsrettsakter, jf. art. 4 nr. 2. I utkast til utfyllende kommisjonsdirektiv art. 52 er investeringsrådgivning definert slik:

> «For the purposes of the definition of 'investment advice' in Article 4(1)(4) of Directive 2004/39/EC, a personal recommendation is a recommendation that is made to a person in his capacity as an investor or potential investor, or in his capacity as an agent for an investor or potential investor.
>
> That recommendation must be presented as suitable for that person, or must be based on a consideration of the circumstances of that person, and must constitute a recommendation to take one of the following sets of steps:
>
> (a) to buy, sell, subscribe for, exchange, redeem, hold or underwrite a particular financial instrument;
>
> (b) to exercise or not to exercise any right conferred by a particular financial instrument

[2] Slik også etter ISD og gjeldende vphl. § 1-2 første ledd nr. 3.

to buy, sell, subscribe for, exchange, or redeem a financial instrument.

A recommendation is not a personal recommendation if it is issued exclusively through distribution channels or to the public.»

Utvalget forstår utkast til kommisjonsdirektiv art. 52 annet ledd slik at det avgrenses mot bredt anlagte investeringsanbefalinger, som på sin side reguleres av markedsmisbruksdirektivet (MAD) og er gjennomført i norsk rett i gjeldende vphl. § 2-10 (lovutkastet § 3-10).

Utvalget legger til grunn at det bare er snakk om investeringsrådgivning dersom anbefalingen er personlig, i den forstand at rådgivningen tar konkret utgangspunkt bestemte investorers forhold. Videre antar utvalget at investeringsrådet må gjelde i et bestemt finansielt instrument, for eksempel kjøp, salg mv. av aksjer i et konkret selskap, for at det skal være snakk om investeringsrådgivning i MiFIDs forstand. Det vil si at det ikke er konsesjonsbelagt investeringsrådgivning dersom det gis råd om typer finansielle instrumenter, for eksempel kjøp, salg mv. av aksjer eller obligasjoner. Men også ved rådgivning som ikke anses som investeringstjeneste etter MiFID må verdipapirforetaket oppfylle kravene til god forretningsskikk mv., jf. lovutkastet § 10-13. Det bemerkes for øvrig for sammenhengens skyld at MiFID art. 3 åpner for unntak fra konsesjonskrav for investeringsrådgivning, se nærmere om dette i utredningen pkt. 2.9.

Utvalget foreslår at MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 4 gjennomføres som ny § 2-6 første ledd. Utvalget foreslår videre på bakgrunn av den utfyllende reguleringen i utkast til kommisjonsdirektiv art. 52, en hjemmel til å gi nærmere definisjoner av investeringsrådgivning i forskrift, se lovutkastet § 2-1 tredje ledd. Etter lovutkastet kan det også gis nærmere forskrifter om de øvrige investeringstjenestene, herunder om drift av MHF, se nedenfor.

2.3.3 Drift av multilaterale handelsfasiliteter (MHF)

Den andre nye investeringstjenesten som MiFID innfører, er drift av såkalte multilaterale handelsfasiliteter (MHF), jf. MiFID vedlegg I del A nr. 8. Etter gjeldende rett og ISD er drift av slike handelsfasiliteter ikke en egen konsesjonspliktig investeringstjeneste, men fordrer konsesjon til mottak, formidling og utførelse av ordre. Utvalget foreslår på bakgrunn av direktivet at drift av MHF tas inn som egen investeringstjeneste, jf. lovutkastet § 2-1 første ledd nr. 7. Drift av MHF er særskilt behandlet i utredningen kapittel 8.

2.3.4 Garantistillelse for fulltegning og plassering av finansielle instrumenter

2.3.4.1 EØS-rett

I følge MiFID skal følgende to tjenester anses som investeringstjenester etter direktivet, jf. vedlegg I del A nr. 6 og 7:

«(6) Underwriting of financial instruments and/or placing of financial instruments on a firm commitment basis.
(7) Placing of financial instruments without a firm commitment basis»

ISD benytter en annen terminologi for disse investeringstjenestene, jf. ISD vedlegg del A nr. 4:

«4. Underwriting in respect of issues of any of the instruments listed in Section B and/or the placing of such issues»

MiFID omfatter plassering av finansielle instrumenter med og uten en fast forpliktelse («firm commitment basis»). Utvalget legger til grunn at det med fast forpliktelse menes tilfeller hvor et verdipapirforetak på oppdrag fra tilbyder kjøper instrumentene på egen bok for så å tilby dem i markedet. Det vil si at verdipapirforetaket påtar seg risiko for kjøps- eller tegningsinteressen, slik som ved garantistillelse («underwriting»). Plassering uten en fast forpliktelse («without a firm commitment basis») er således ren formidling av tilbud uten først å overta de aktuelle instrumentene selv. Dette innebærer at verdipapirforetaket ikke påtar seg risiko for kjøps- eller tegningsinteressen.

2.3.4.2 Norsk rett

Investeringstjenesten som nevnt i ISD vedlegg I del A nr. 4 er gjennomført på følgende måte i gjeldende vphl. § 1-2 første ledd nr. 4:

«garantistillelse for fulltegning av emisjoner eller andre offentlige tilbud som nevnt i kapittel 5, eller plassering av slike emisjoner eller tilbud»

2.3.4.3 Utvalgets vurdering

Med «garantistillelse» («underwriting») menes at verdipapirforetaket tar økonomisk risiko ved å garantere for fulltegning av emisjoner eller offentlige tilbud. Slike garantier kan stilles av et foretak alene, eller av et syndikat/konsortium bestående av flere garantister. Andre enn verdipapirforetak behøver ikke konsesjon for å delta for egen regning som garantist for fulltegning av emisjoner i finansielle instrumenter, jf. vphl. § 7-1 annet ledd nr. 6. Dette betyr at det kun er foretak som fra før

har konsesjon til å yte en eller flere av de øvrige investeringstjenestene som må ha særskilt konsesjon til dette. Et særlig spørsmål er om unntaket i vphl. § 7-1 annet ledd nr. 6 også gjelder for fulltegning av offentlige tilbud. Bestemmelsen nevner kun «emisjoner», men utvalget ser ingen vektige grunner for et skille mellom garantistillelse ved emisjoner og offentlige tilbud. Utvalget foreslår å presisere at unntaket fra konsesjonskrav både gjelder garantistillelse ved emisjoner og offentlige tilbud, jf. lovutkastet § 9-2 annet ledd nr. 5. Det har vært hevdet at unntaket også er begrenset til andre foretaks deltakelse i et «garantikonsortium». Utvalget kan ikke se at unntaket bør være avgrenset mot enegarantier.[3]

Med «plassering» menes i hovedsak formidling av tilbud om tegning/kjøp på vegne av utsteder eller den som står for det offentlige tilbudet. Slik plassering kan også innebære at verdipapirforetaket i første hånd tegner seg for hele emisjonen eller det offentlige tilbudet, for deretter å plassere de finansielle instrumentene i markedet («placing on a firm commitment basis»). I så fall er det også snakk om egenhandel etter vphl. § 1-2 første ledd nr. 2. Etter utvalgets oppfatning krever imidlertid denne formen for egenhandel (i forbindelse med plassering) konsesjon etter vphl. § 1-2 første ledd nr. 4.

Vphl. § 1-2 første ledd nr. 4 er avgrenset til «emisjoner eller andre offentlige tilbud som nevnt i kapittel 5». Henvisningen til kapittel 5 kom inn i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) med den begrunnelse at det dreide seg om en «teknisk endring» som følge av de nye reglene om offentlige tilbud, jf. spesialmerknaden til § 1-2. Det bemerkes at kapittel 5 er begrenset til omsettelige verdipapirer, og dessuten først kommer til anvendelse på tilbud som overskrider visse beløpsmessige og personmessige grenser.

Ordlyden i vphl. § 1-2 første ledd nr. 4 kan synes å trekke i retning av at konsesjonsplikten er avhengig av om vphl. kapittel 5 om prospektplikt kommer til anvendelse på det aktuelle tilbudet. Kredittilsynet har imidlertid tolket bestemmelsen slik at denne begrensningen ikke gjelder ved garantistillelse ved eller plassering av emisjoner. For annet enn emisjoner er det sikker rett at konsesjonsplikten kun inntrer for garantistillelse og plassering av offentlige tilbud om kjøp som nevnt i vphl. kapittel 5.

Uten å ta videre stilling til gjeldende rett peker utvalget på at MiFID reiser spørsmål om hvorvidt henvisningen til vphl. kapittel 5 kan videreføres i vphl. § 1-2 første ledd nr. 4. Utvalget tolker MiFID slik at garantistillelse ved tilbud om tegning (emisjoner) av finansielle instrumenter alltid skal anses som en investeringstjeneste, uavhengig av tilbudets størrelse og hvor mange personer tilbudet rettes til. Det samme må gjelde ved plassering av emisjoner, uavhengig av om dette gjøres ved ren formidling av tilbud om tegning («without a firm commitment basis») eller ved at emisjonen først tegnes på egen bok før videreplassering finner sted («on a firm commitment basis»).

Som utgangspunkt synes det samme å gjelde for garantistillelse ved og plassering av tilbud om kjøp av finansielle instrumenter, altså at det ikke stilles krav til tilbudets art og størrelse så lenge tjenesteyter stiller garanti for full eller delvis aksept, eller plasserer tilbudet i markedet. Gode grunner taler imidlertid for å tolke direktivet innskrenkende med hensyn til plassering av finansielle instrumenter. Her må det trekkes en grense mot det som mer naturlig hører hjemme under mottak og formidling av ordre, samt egenhandel, jf. MiFID vedlegg I del A nr. 1 og 3. Utvalget kan vanskelig se for seg at det vil være i strid med direktivet å la prospektplikten være avgjørende for denne grensedragningen for så vidt gjelder plassering av tilbud om kjøp av finansielle instrumenter.

For så vidt gjelder *garantistillelse* mener utvalget at det ikke er grunnlag for å trekke grensen ved de tilbud som er prospektpliktige. Det foreslås derfor at garantistillelse i tilknytning til tilbud om kjøp eller tegning alltid skal være konsesjonspliktig etter ny vphl. § 2-1 første ledd nr. 6. Det samme gjelder for *plassering* av emisjoner. For plassering av tilbud om kjøp av finansielle instrumenter foreslås det å trekke en grense ved offentlige tilbud som nevnt i lovutkastet kapittel 7 (gjeldende vphl. kapittel 5). Plassering av slike offentlige tilbud skal etter forslaget være konsesjonspliktig etter ny vphl. § 2-1 første ledd nr. 6. Plassering av tilbud som ikke omfattes av vphl. kapittel 7, vil være konsesjonspliktig etter ny vphl. § 2-1 første ledd nr. 1 (og nr. 2 dersom plasseringsoppdraget også innebærer ordreutførelse).

2.3.5 Spørsmålet om markedsføring skal videreføres som konsesjonsklasse

Markedsføring av finansielle instrumenter anses etter gjeldende norsk rett som en investeringstjeneste som krever konsesjon, jf. vphl. § 1-2 første ledd nr. 5. Markedsføring anses imidlertid ikke som en selvstendig investeringstjeneste etter ISD, og heller ikke etter MiFID. Markedsføring av finansielle instrumenter er, så vidt utvalget er er

[3] Kommentarutgaven pkt. 1.23.

kjent med, ikke underlagt konsesjonsplikt i de øvrige nordiske land eller i Storbritannia. Markedsføring kan ses som ethvert kjøpsfremmende tiltak mot markedet for de aktuelle finansielle instrumenter.

I den tidligere verdipapirhandelloven fra 1985 var konsesjonspliktig verdipapirhandel definert som kjøp eller salg, samt markedsføring eller tegning, for egen eller fremmed regning av verdipapirer. Lov om fonds- og aksjemeglere av 1918 regulerte bare annenhåndsomsetningen, men ved ikrafttredelsen av 1985-loven ble også førstehåndsomsetningen underlagt konsesjonsplikt. Hvorvidt det forelå konsesjonsplikt ble avgjort etter en helhetsvurdering av virksomheten. Ved implementeringen av ISD ble konsesjonssystemet lagt om, slik at det ble mulig å søke konsesjon for enkelttjenester. Beskrivelsen av de konsesjonspliktige investeringstjenestene ble foreslått utformet overensstemmende med direktivteksten, og omfattet således ikke tjenesten markedsføring av finansielle instrumenter. I Kredittilsynets høringsuttalelse ble det imidlertid tatt til orde for at konsesjonsplikten også skulle omfatte markedsføring av finansielle instrumenter. Dette ble fulgt opp i departementets behandling, men er ikke særskilt begrunnet i Ot.prp. nr. 15 (1995-96).

På bakgrunn av erfaringene i ettertid har Kredittilsynet uttalt at det ikke lenger er behov for markedsføring som en egen konsesjonsklasse, jf. brev til Finansdepartementet 2. januar 2001 med vedlagt notat (sak nr. 99/4054). Det pekes på at Kredittilsynet har erfart at markedsføringskonsesjonen gir foretakene legitimitet som verdipapirforetak overfor sine aktuelle og potensielle kunder og at dette aktivt utnyttes. Kredittilsynet foreslår i stedet at markedsføring inngår som en tilleggstjeneste etter vphl. § 8-1.

Etter utvalgets syn foreligger det i lys av Kredittilsynets erfaringer gode grunner for å oppheve markedsføring som egen konsesjonsbelagt tjeneste. Det vises også til at all investeringsrådgivning og ordreformidling vil bli konsesjonsbelagt etter utvalgets forslag, jf. pkt. 2.9, samt at tilknyttede agenters virksomhet vil følge de reglene som gjelder for verdipapirforetaket/forvaltningsselskapet, jf. pkt. 4.7. Markedsføring i tilknytning til slik virksomhet vil således være underlagt tilfredsstillende regulering i verdipapirhandelloven.

Verdipapirhandellovens konsesjonsregime vil som følge av utvalgets forslag, ikke gjelde de foretak som utelukkende driver markedsføring (uten å bevege seg over til det som må anses som investeringstjenesteyting). I sak nr. 99/4054, nevnt ovenfor, uttaler Kredittilsynet i brevet til Finansdepartementet om denne grensedragningen:

> «Tjeneste nr. 1 og 4 vil i den innledende fasen, før det er inngått juridisk bindende avtale om salg, kunne innebære elementer av ren markedsføring av det aktuelle finansielle instrument, for eksempel i form av generell informasjon om forestående emisjon, reklamemateriell for fondsandeler som distribueres bredt m.v. Den nærmere avgrensning beror på de faktiske omstendigheter. Så lenge denne markedsføringsprosessen faktisk er en integrert del av et salg som verdipapirforetaket skal forestå på vegne av selger, er det ingen tvil om at det kreves konsesjon etter tjenestene 1 eller 4. For slik virksomhet er det unødvendig med markedsføringskonsesjon, fordi tjenestene 1 og 4 også omfatter markedsføringsfasen. Slik Kredittilsynet ser det, vil all formidling av rettslige bindende tilbud om kjøp eller salg av finansielle instrumenter være underlagt tjenestene 1 eller 4. Imidlertid vil også markedsføring som ikke inneholder et slikt forpliktende tilbud etter en konkret vurdering falle innenfor de nevnte tjenester. Markedsføring vil i realiteten være uatskillelig fra en av de nevnte investeringstjenester dersom markedsføringsmaterialet er utformet på en slik måte at det muliggjør direkte avtaleslutning mellom partene, for eksempel ved at tegningsblanketter, ordreark eller lignende ligger ved. Tilsvarende vil telefonkontakt med potensielle investorer vanskelig kunne anses som annet enn formidling av ordre, evt. plassering av nyutstedte finansielle instrumenter. Kredittilsynet er følgelig også av den oppfatning at for markedsføring under slike betingelser er det uten betydning om den senere gjennomføringen av handelen mellom kjøper og selger skjer under direkte medvirkning av mellommannen.
>
> Hvis foretaket imidlertid utelukkende skal utføre den innledende fasen frem til et eventuelt salg blir faktisk mulig, må det klarlegges om deler av denne prosessen fremstår, og etter sitt innhold er, konsesjonsfri rådgivning eller markedsføring hvor konsesjon til tjeneste 5 er tilstrekkelig.
>
> ——
>
> Markedsføringen kjennetegnes av en henvendelse til et publikum, stort eller lite, som kan tenkes å ha interesse for det finansielle instrumentet foretaket har i oppdrag å markedsføre. Den vil bestå i å formidle sin oppdragsgivers salgsinteresse samt å gi informasjon om og skape interesse for den finansielle instrumentet til det aktuelle marked for instrumentet.
>
> Med markedsføring menes spesifikk markedsføring rettet mot å fremme en salgsinte-

resse. Generell informasjon om verdipapirmarkedet omfattes ikke. Videre har Kredittilsynet lagt til grunn at en ren angivelse av hvilke finansielle instrumenter, da typisk verdipapirfond som formidles, ikke er tilstrekkelig salgsfremmende til at det kan sies å være markedsføring av finansielle instrumenter. Det er også lagt til grunn at formidling av andres markedsføringsbudskap ikke omfattes av konsesjonsplikten. Dette medfører at aviser og nettsteder som fungerer som oppslagstavler ikke omfattes, og heller ikke børsvirksomhet. Endelig er teknisk bistand til markedsføring av finansielle instrumenter ikke underlagt konsesjonsplikt. Dette vil omfatte trykkerier, posten, VPS osv.»

Markedsføring innebærer altså at det oppstår et trepartsforhold; mellom kunden som ønsker å selge (i første eller annenhåndsmarkedet), markedsføringsforetaket og et bredere publikum/et mulig marked som kan tenkes å ha interesse for å kjøpe det aktuelle finansielle instrumentet. Jo mer konkret gruppen av aktuelle investorer markedsføringen er rettet mot blir, jo mer har virksomheten likhetstrekk med investeringstjenestene nevnt i vphl. § 1-2 første ledd nr. 1 og 4.

Kredittilsynet har lagt til grunn at markedsføring på en-til-en-basis og formidling og salg av «avtale om lånepleie» (aktiv forvaltning) krever konsesjon etter vphl. § 1-2 første ledd nr. 1. Konkret vurderte Kredittilsynet en avtale om lånepleie som innebar at en bank innenfor et avtalt investeringsmandat ble gitt en løpende fullmakt til etter eget skjønn å beslutte kjøp og salg av visse valutaer på termin og til å benytte valutaopsjoner i investors navn og for dennes regning og risiko. Det var et minsteinnskudd og investor kunne tape mer enn innskuddet. Banken hadde inngått en samarbeidsavtale med et verdipapirforetak med konsesjon etter vphl. § 1-2 første ledd nr 5 (markedsføring) som skulle arbeide aktivt for å få kunder til bankens avtale om lånepleie. Kredittilsynet la til grunn at markedsføringskonsesjon ikke var tilstrekkelig.

I vphl. kapittel 2, er det på bakgrunn av markedsmisbruksdirektivet innført nye regler om utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger, noe som ivaretar eventuelle reguleringsbehov i stor grad, jf. vphl. § 2-10 og forskrift 1. juli 2005 nr. 783 om investeringsanbefalinger. Investeringsanbefalinger vil normalt anses som markedsføring av finansielle instrumenter. Dersom markedsføring av finansielle instrumenter hadde vært beholdt som et konsesjonsområde, ville presentasjon av investeringsanbefalinger for investorer vært konsesjonspliktig virksomhet. Etter utvalgets syn er det viktig at det kan føres kontroll med utarbeidelse, spredning og innhold av investeringsanbefalinger. De nye bestemmelsene i vphl. § 2-10 med tilhørende forskrifter gir slik mulighet og det gir dermed mindre behov for å opprettholde konsesjonsplikten for markedsføring av finansielle instrumenter.

I lys av at rene markedsføringsforetak ikke kan delta i verdipapiroppgjøret, og heller ikke vil ha befatning med klienters midler, er det for øvrig lite begrunnet å kreve konsesjon sett hen til de konsekvenser for kapitalkrav (den lavere grensen, som er 125.000 EUR) og virksomhetsregulering som dette medfører. Etter utvalgets syn, er den organisatoriske regulering og kapitalkrav som følger av selskapslovgivningen tilstrekkelig i så henseende. Det bemerkes at markedsføringsforetak uansett vil være underlagt kravet til god forretningsskikk i vphl. § 2-9 annet ledd. Også markedsføringslovens regler vil komme til anvendelse. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å oppheve gjeldende vphl. § 1-2 første ledd nr. 5. Markedsføringsforetak som yter investeringstjenester som for eksempel ordreformidling og/eller plassering av finansielle instrumenter, vil imidlertid fremdeles måtte ha særskilt konsesjon til dette.

2.4 Tilknyttede tjenester

Systematikken etter gjeldende norsk rett og ISD, så vel som etter MiFID, er at de såkalte tilknyttede tjenestene, i motsetning til investeringstjenestene, ikke i seg selv er konsesjonsbelagt. Dette innebærer at personer som ikke er verdipapirforetak, ikke behøver å bli verdipapirforetak for å tilby tilknyttede tjenester. Det selvstendige innholdet i regler om tilknyttede tjenester, er at foretak som allerede har konsesjon til å yte investeringstjenester, verdipapirforetakene, bare kan yte de tilknyttede tjenestene som fremgår av konsesjonen eller som det i ettertid er gitt melding om til Kredittilsynet, sml. vphl. § 8-1 annet ledd. Bakgrunnen for denne reguleringsmåten er at verdipapirforetak er underlagt virksomhetsbegrensninger, sml. vphl. § 8-3, og at det av tilsynsmessige grunner mv. er viktig å ha kontroll på hvilken virksomhet verdipapirforetak bedriver i tillegg til sin konsesjonspliktige virksomhet. Yting av tilknyttede tjenester kan ha innvirkning på ytingen av investeringstjenestene, for eksempel i forhold til investorbeskyttelse og foretakets øvrige handlemåte.

MiFID innfører følgende nye tilknyttede tjenester i forhold til ISD og gjeldende norsk rett, jf. vedlegg I del B:

«(5) Investment research and financial analysis or other forms of general recommendation relating to transactions in financial instruments;

(...)

(7) Investment services and activities as well as ancillary services of the type included under Section A or B of Annex 1 related to the underlying of the derivatives included under Section C - 5, 6, 7 and 10 - where these are connected to the provision of investment or ancillary services.»

Vedlegg I del B nr. 5 gjelder investeringsanbefalinger, analyser og andre former for generelle anbefalinger i relasjon til transaksjoner i finansielle instrumenter. Utvalget foreslår å ta inn investeringsanbefalinger mv. som en tilknyttet tjeneste i ny vphl. § 2-1 annet ledd nr. 5. Det vises for øvrig til at investeringsanbefalinger er særskilt regulert i vphl. § 2-10 (blir ny § 3-10) og forskrift 1. juli 2005 nr. 783 om utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger mv. Reguleringen bygger på EØS-reglene om markedsmisbruk.

Vedlegg I del B nr. 7 gjelder investeringstjenester og tilknyttede tjenester knyttet til underliggende varer mv. til derivater som omfattes av vedlegg I del C nr. 5-7 og 10. Slike tjenester vil normalt ikke falle inn under verdipapirreguleringen fordi tjenesten ikke gjelder finansielle instrumenter, men varer mv. Direktivet bestemmer her at slike tjenester skal anses som en tilknyttet tjeneste til investeringstjenestevirksomheten, dersom tjenestene knyttet til underliggende har sammenheng med tjenester knyttet til derivater. Denne bestemmelsen har likhetstrekk med gjeldende vphl. § 8-1 første ledd nr. 6. Utvalget foreslår å ta inn en bestemmelse som gjennomfører MiFID vedlegg I del B nr. 7 i ny vphl. § 2-1 annet ledd nr. 7.

Utvalget har vurdert om boksutleie fortsatt bør være en tilknyttet tjeneste, jf. gjeldende vphl. § 8-1 første ledd nr. 7. Boksutleie er en tilknyttet tjeneste etter ISDs vedlegg del C nr. 2 («safe custody services»). MiFID synes imidlertid ikke å videreføre boksutleie som tilknyttet tjeneste. I NOU 1995: 1 side 56 uttales følgende om boksutleie:

> «Boksutleie har etter utvalgets syn ingen naturlig sammenheng med norske fondsmeglerforetaks virksomhet i dag og heller ikke med investeringstjenester som nevnt i Vedlegget del A. Boksutleie i tilknytning til finansielle forhold utføres i første rekke av bankene. Utvalget har imidlertid ikke innvendinger mot at investeringsforetak kan drive slik virksomhet innenfor sin tillatelse.»

Verdipapirmarkedslovutvalget mener at det ikke er hensiktsmessig å operere med boksutleie som egen tilknyttet tjeneste. Utvalget foreslår derfor at boksutleie ikke inngår i oppregningen av tilknyttede tjenester i ny vphl. § 2-1 annet ledd.

I gjeldende vphl. § 8-1 første ledd nr. 5 er investeringsrådgivning listet som en tilknyttet tjeneste. Investeringsrådgivning skal etter MiFID og utvalgets forslag nå være en investeringstjeneste. Investeringsrådgivning inngår derfor ikke i oppregningen av tilknyttede tjenester i ny vphl. § 2-1 annet ledd.

Utvalget foreslår videre at kredittgivning uttrykkelig nevnes som en tilknyttet tjeneste i ny vphl. § 2-1 annet ledd nr. 2, jf. MiFID vedlegg I del B nr. 2. I gjeldende norsk rett er ikke kredittgivning listet opp som en tilknyttet tjeneste i vphl. § 8-1, men er særskilt regulert i vphl. § 8-2. Utvalget mener at det er hensiktsmessig at også kredittgivning fremgår som en tilknyttet tjeneste, selv om utvalget foreslår å videreføre særlige regler om kredittgivning, jf. lovutkastet § 9-6 og pkt. 3.1 nedenfor.

I utvalgets forslag er for øvrig opplistingen av de tilknyttede tjenestene omredigert slik at nummereringen er sammenfallende med direktivets opplisting, sml. gjeldende vphl. § 8-1 første ledd og lovutkastet § 2-1 annet ledd. Blant annet er gjeldende § 8-1 første ledd nr. 2 og 3 i tråd med direktivet slått sammen til ett punkt i lovutkastet § 2-1 annet ledd nr. 3.

2.5 Nærmere om finansielle instrumenter

2.5.1 Oversikt

MiFIDs definisjon av finansielle instrumenter er, som nevnt i pkt. 2.2 ovenfor, avgjørende for hva som anses som investeringstjenester som reguleres av direktivet, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 2. Definisjonen er i likhet med i gjeldende ISD gitt innhold i form av en særskilt opplisting av instrumenter i vedlegget til direktivet, jf. MiFID vedlegg I del C.

Verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter bygger på ISD, men har siden 2001 også omfattet varederivater. I likhet med i ISD (og MiFID) er verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter avgjørende for hva som skal anses som en investeringstjeneste, jf. vphl. § 1-2 annet ledd, jf. første ledd. Således er definisjonen av finansielle instrumenter indirekte avgjørende for hvilke foretak som anses som verdipapirforetak, og som dermed er underlagt reglene som gjelder for

disse, jf. vphl. § 1-3 første ledd. Det nevnes for oversiktens skyld at det i dag er gitt særlige regler om lovens anvendelse for handel med og virksomhet knyttet til varederivater, jf. vphl. § 1-7.

Verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter er videre avgjørende for anvendelsesområdet til mange av de øvrige bestemmelsene i verdipapirhandelloven. På noen punkter legges den fullstendige definisjonen til grunn, for eksempel i forhold til reglene om markedsmisbruk, som gjelder alle finansielle instrumenter (notert på regulert marked). På andre punkter legges bare deler av definisjonen til grunn, for eksempel i forhold til reglene om tilbudsplikt som i utgangspunktet bare gjelder aksjer, eller reglene om prospektplikt som bare gjelder omsettelige verdipapirer.

Verdipapirhandellovens definisjon har også betydning for andre lover og forskrifter som enten henviser til vphl. § 1-2 annet ledd, eller som benytter begrepet finansielle instrumenter uten uttrykkelig å henvise til verdipapirhandelloven.

Som det fremgår, er verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter sentral som koblingsord ut over det som behandles i denne utredningen. På bakgrunn av dette er det nødvendig å vurdere behovet for tilpasninger i annet regelverk som følge av utvalgets forslag. Utvalget anbefaler at høringsinstansene, og særlig de respektive lovansvarlige departementer, vurderer dette på sine interesse- og ansvarsområder.

MiFID viderefører i det store og hele ISDs definisjon av finansielle instrumenter, selv om det er visse forskjeller i de to direktivenes ordlyd, og selv om MiFID klargjør enkelte spørsmål som kan være usikre etter ISD. I tillegg til det som allerede omfattes av ISD, utvider MiFID definisjonen til å omfatte instrumenter som kredittderivater, finansielle differansekontrakter (CfDer) og ulike råvarederivater og derivater med underliggende som fraktrater, klimavariabler, utslippstillatelser osv. I MiFID avgrenses derivatene i mindre grad av hva som er derivatets underliggende, men fokuserer på hvorvidt en derivatkontrakt er finansiell etter sin art, se for eksempel i pkt. 2.5.11 nedenfor.

Utvalget har for opplysningens skyld valgt å redegjøre for alle deler av MiFIDs definisjon av finansielle instrumenter, selv om sentrale deler av denne bygger på tidligere EØS-rett og dermed allerede er implementert i verdipapirhandelloven. Størst fokus rettes mot det som er nytt, om ikke i norsk sammenheng så i EØS-sammenheng. Beskrivelser av enkelte instrumenters virkemåte, og i hvilke sammenhenger de handles, finnes i faktabokser underveis i utvalgets vurdering. For noen av derivattypene er det gitt utfyllende definisjoner i kommisjonsrettsakter. Det henvises til disse underveis.

Som nevnt foreslår utvalget at definisjonen av finansielle instrumenter tas ut av nåværende vphl. § 1-2 annet til fjerde ledd, og inn i en ny § 2-2.

2.5.2 Omsettelige verdipapirer og andeler i kommanditselskaper og ansvarlige selskaper

2.5.2.1 EØS-rett

Det følger av MiFID vedlegg I del C nr. 1 at omsettelige verdipapirer («transferable securities») skal anses som finansielle instrumenter som omfattes av direktivet. Omsettelige verdipapirer anses også som finansielle instrumenter etter vedlegget til ISD del B nr. 1 bokstav a.

Omsettelige verdipapirer er definert i MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 18:

> ««Transferable securities» means those classes of securities which are negotiable on the capital market, with the exception of instruments of payment, such as:
>
> (a) shares in companies and other securities equivalent to shares in companies, partnerships or other entities, and depositary receipts in respect of shares;
>
> (b) bonds or other forms of securitised debt, including depositary receipts in respect of such securities;
>
> (c) any other securities giving the right to acquire or sell any such transferable securities or giving rise to a cash settlement determined by reference to transferable securities, currencies, interest rates or yields, commodities or other indices or measures;»

2.5.2.2 Norsk rett

Det følger av vphl. § 1-2 annet ledd nr. 1 at omsettelige verdipapirer anses som finansielle instrumenter. Det er gitt en nærmere definisjon i vphl. § 1-2 tredje ledd (bygger på ISD art. 1 nr. 4):

> «Med omsettelige verdipapirer menes:
>
> a) aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer,
> b) obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på lånemarkedet,
> c) alle andre verdipapirer som normalt omsettes og som gir rett til å erverve ethvert slikt omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør.»

2.5.2.3 *Utvalgets vurdering*

ISD art. 1 nr. 4 lister opp tre typer finansielle instrumenter som skal anses som omsettelige verdipapirer («transferable securities shall mean»). Vilkår knyttet til omsettelighet fremgår her i tilknytning til de ulike strekpunktene. Nærmere bestemt er det ikke et uttrykkelig krav om omsettelighet knyttet til strekpunkt én om aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer. For strekpunkt to, obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter, er det et vilkår at instrumentene er omsettelige på lånemarkedet (kapitalmarkedet for låneinstrumenter). Videre er det for strekpunkt tre, visse andre verdipapirer, et vilkår om at verdipapirene normalt omsettes. Denne systematikken går igjen i vphl. § 1-2 tredje ledd, som gjennomfører ISD på dette punktet.

MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 18 er formulert på en annen måte enn de ovennevnte bestemmelsene. MiFID definerer omsettelige verdipapirer generelt som de klasser av verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet. («those classes of securities which are negotiable on the capital market»), slik som («such as»):

- aksjer i selskaper og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer i selskaper og andre foretak, og depotbevis for slike verdipapirer,
- obligasjoner og andre former for gjeldsinstrumenter, inkludert depotbevis for slike verdipapirer,
- alle andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapirer, eller som gir rett til kontant oppgjør fastsatt med referanse til omsettelige verdipapirer, valuta, rentesats eller renteavkastning, varer eller andre indekser eller mål.

Utvalget legger til grunn at omsettelighet på kapitalmarkedet er et inngangsvilkår for at et finansielt instrument skal anses som omsettelig verdipapir. Dette inngangsvilkåret må således være oppfylt både for aksjer, obligasjoner og andre verdipapirer.

Utvalget legger videre til grunn at det med «kapitalmarkedet» siktes til finansielle markeder for omsetning av de aktuelle instrumenter, enten markedet er organisert og regulert eller ikke. Dersom instrumentene rent faktisk omsettes i boligmarkedet (ikke finansielle plasseringer), er det ikke snakk om et omsettelig verdipapir. Dette medfører at aksjer og obligasjoner med tilknyttet leierett til bolig, ikke er et omsettelig verdipapir etter direktivet. Utvalget foreslår heller ikke at slike aksjer og obligasjoner skal være omsettelige verdipapirer etter den norske loven. Den gjeldende rettstilstanden videreføres altså på dette punktet.

Utvalget antar for øvrig at «kan omsettes» («are negotiable») innebærer at det både er nødvendig og tilstrekkelig at verdipapirklassen som de konkrete verdipapirene tilhører («those classes of securities») kan omsettes i et sekundærmarked (behøver ikke være et organisert «marked» som sådan). Etter utvalgets syn innebærer dette som utgangspunkt at et verdipapir anses som omsettelig, såfremt det ikke følger av lov eller annen regulering at omsetning er utelukket. Omsetningsbegrensninger som for eksempel samtykkekrav eller forkjøpsrett, er imidlertid ikke til hinder for at verdipapirene «kan» omsettes.

Også opplistingen i direktivet art. 4 nr. 1 pkt. 18 bokstav a) til c) synes å legge visse føringer i forhold til hva som skal anses som omsettelige verdipapirer. Dette er særlig tydelig i forhold til direktivet art. 4 nr. 1 pkt. 18 bokstav c, jf. siste strekpunkt ovenfor. Opplistingen omtales nærmere nedenfor.

Aksjer i både aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper omfattes av gjeldende vphl. § 1-2 tredje ledd nr. 1 (blir ny § 2-2 annet ledd nr. 1). I tillegg omfattes grunnfondsbevis av kategorien verdipapirer som kan sidestilles med aksjer. Utvalget foreslår ingen endringer her.

Andeler i ansvarlige selskaper og andeler i kommandittselskaper (KSer) anses etter gjeldende rett ikke som verdipapirer som kan sidestilles med aksjer. Deltakere i ansvarlige selskaper står personlig ansvarlig for selskapets forpliktelser, noe som synes å være bakgrunnen for at slike andeler ikke er sidestilt med aksjer etter gjeldende rett. I NOU 1995: 1 side 53 annen spalte legges til grunn at KS-andeler ikke bør omfattes av definisjonen av finansielle instrumenter, men at den videre regulering av slike andeler vil vurderes i delinnstilling II. NOU 1996: 2 (delinnstilling II som henvist til i NOU 1995: 1) tar ikke opp dette spørsmålet til videre vurdering, og det må derfor legges til grunn at KS-andeler fortsatt faller utenfor verdipapirhandellovens definisjon. Dette er for øvrig klart slått fast i Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) side 22 første spalte nederst (om gjennomføring av prospektdirektivet).

Utvalget har diskutert spørsmålet om KS-andeler og andeler i ansvarlige selskaper nå bør omfattes av definisjonen av omsettelige verdipapirer, og dermed anses som finansielle instrumenter. Utgangspunktet for diskusjonen har vært at det er uklart hvorvidt MiFID omfatter slike selskapsandeler. I de andre nordiske landene har meningene vært delte om dette spørsmålet. Ordlyden i direkti-

Boks 2.1

Aksjer er forholdsmessige eierandeler i et selskap hvor ikke noen av deltakerne har personlig ansvar for selskapets forpliktelser. Forpliktelsen begrenser seg til det beløp som følger av grunnlaget for aksjetegningen. Selskaper som utsteder aksjer er for norske formål enten aksjeselskaper eller allmennaksjeselskaper. Med aksjeselskap forstås ethvert selskap hvor ikke noen av deltakerne har personlig ansvar for selskapets forpliktelser, udelt eller for deler som til sammen utgjør selskapets samlede forpliktelser, hvis ikke noe annet er fastsatt i lov, jf. asl. § 1-1 annet ledd. Allmennaksjeselskap er definert på samme måte, men må i tillegg være betegnet som allmennaksjeselskap i vedtektene og være registrert som slikt selskap i Foretaksregisteret, jf. asal. § 1-1 annet ledd. Det fremgår eksplisitt av både aksje- og allmennaksjeloven at aksjeeierne ikke hefter overfor kreditorene for selskapets forpliktelser utover grunnlaget for aksjetegningen, og at aksjeeierne ikke plikter å gjøre innskudd i selskapet eller i tilfelle i selskapets konkursbo i større utstrekning enn det som følger av grunnlaget for aksjetegningen, jf. asl./asal. § 1-2.

Grunnfondsbevis utstedes av sparebanker og andre gjensidige finansinstitusjoner og har likhetstrekk med aksjer. Forskjellen knytter seg først og fremst til eierrett til selskapsformuen og innflytelse i institusjonens organer. Grunnfondsbeviseierne har bare rett til grunnfondsbeviskapitalen. Det er også satt restriksjoner på utbyttetildelingen ved at det årlige utbytte inklusive avsetning til utbyttereguleringsfond er begrenset til grunnfondsbeviseiernes andel av egenkapitalen multiplisert med overskuddet (etter korreksjon for fond for vurderingsforskjeller). Eierne av grunnfondsbevis mottar avkastning i form av utbytte eller ved at det blir satt av til utjevningsfondet for utbetaling senere. Det er blant annet gitt nærmere regler om grunnfondsbevis i forskrift 7. februar 2001 nr. 108 om grunnfondsbevis i sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper.

vet art. 4 nr. 1 nr. 18 bokstav a) kan ved første øyekast synes å omfatte alle selskapsandeler, ikke bare aksjer og verdipapirer som kan sidestilles med aksjer. Det synes likevel bare å være aksjer og verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, som er omsettelige verdipapirer etter bokstav a. Passussen «in companies, partnerships or other entities» synes bare å være en presisering av at selskapsform ikke har betydning, *såfremt* andelene for øvrig kan sidestilles med aksjer («equivalent to shares»).

Utvalget har likevel vurdert om det er grunn til å anse KS-andeler og andeler i ansvarlige selskaper som omsettelige verdipapirer, uavhengig av EØS-forpliktelsene. Utgangspunktet for utvalgets vurdering har på den ene siden vært at det er liten grunn til reguleringsmessig forskjellsbehandling med hensyn til mellommanns- og rådgivningsvirksomhet ettersom en selskapsandel, som rent faktisk kan omsettes, er en aksje eller en annen selskapsandel. På den annen side har utvalget vært opptatt av at det kan det være grunn til forskjellsbehandling i lys av at merkelappen omsettelig verdipapir har betydning for eksempel for prospektreglene og reglene om verdipapirfonds plasseringer. Betydningen av «merkelappen» kan riktig nok avhjelpes ved innskrenkninger i prospektreglene og i reglene om verdipapirfonds plasseringer, men dette vurderes ikke som særlig hensiktsmessig.

Utvalget anser ikke ANS- og KS-andeler som omsettelige verdipapirer. Utvalget ser imidlertid gode grunner for å anse ANS og KS andeler som finansielle instrumenter. Dersom KS- og ANS-andeler ikke tas inn i verdipapirhandelloven som et finansielt instrument, vil det fortsatt være et reguleringsmessig tomrom mellom det som omfattes av eiendomsmeglingsloven og det som omfattes av verdipapirhandelloven, se eksempel 1 og 2 nedenfor. Dette blir særlig tydelig når investeringsrådgivning nå underlegges mer detaljert regulering.

Eksempel 1: Et selskap driver med generell investeringsrådgivning. Selskapet tjener mest på syndikering av eiendom gjennom etablering av AS-eiendom og KS- eller ANS-eiendom, men yter også generell investeringsrådgivning. Dersom investeringstjenestene gjelder AS-eiendom eller andre finansielle instrumenter inkludert verdipapirfond, innebærer MiFID at det må gis utfyllende opplysninger om interessekonflikter og kostnader knyttet til provisjoner mv. Selskapet må enten være eiendomsmegler eller verdipapirforetak, basert på en konkret vurdering av om det er en rent finansiell investering for investorene, eller om det heller bør vurderes som omsetning av eiendom. Dersom «investeringstjenestene» gjelder KS- eller ANS-eiendom, vil ikke verdipapirhandelloven komme til anvendelse. Dersom investeringen i selskapsandelene er rent finansiell, vil heller ikke eiendomsmeglingsloven komme til anvendelse.

Eksempel 2: Er et privat equity-selskap organisert som AS vil rådgivningsselskapet være underlagt verdipapirhandelloven når investorer gis råd om å investere i selskapet. Er private equity-selskapet i stedet organisert som KS eller ANS vil derimot rådgivningsselskapet ikke være underlagt verdipapirhandelloven når investorer gis råd om å investere. I begge tilfeller er selskapet likevel underlagt verdipapirhandelloven når det gir råd om porteføljeinvesteringer (unntatt når investeringen gjelder KS-andeler eller andeler i ansvarlig selskap).

Etter utvalgets syn vil konsekvensen av å omfatte også KS- og ANS-andeler som et eget finansielt instrument, være at tjenesteyting knyttet opp mot sparing/investering blir bedre og mer fullstendig dekket opp reguleringsmessig (særlig med tanke på informasjonskrav). Ved å omfatte KS-andeler og ANS-andeler som finansielle instrumenter vil det reguleringsmessige bildet bli som følger:

1. eiendomsmeglingsloven vil gjelde ved tjenesteyting som gjelder investering direkte i fast eiendom, eller visse tilfeller indirekte gjennom selskapsandeler,
2. verdipapirfondloven og verdipapirhandelloven vil gjelde for tjenesteyting som gjelder investering gjennom verdipapirfondsandeler,
3. verdipapirhandelloven vil gjelde for tjenesteyting som gjelder all annen investering gjennom andeler i selskap, dvs. med unntak av det som omfattes av eiendomsmeglingsloven og verdipapirfondloven.

Boks 2.2

Obligasjoner er gjeldsbrev (lån/låneinstrumenter) som utstedes av en låntager. Långiverne i et obligasjonslån kalles gjerne obligasjonseiere. Obligasjoner som omsettes i lånemarkedet er gjerne mengdegjeldsbrev som samtidig er ihendehaverobligasjoner etter gjeldsbrevlovens definisjon. En obligasjon i verdipapirhandellovens forstand kan imidlertid i prinsippet være ett enkeltstående gjeldsbrev tilskrevet én identifisert kreditor, men verdipapirhandelloven stiller også krav om at obligasjonen kan omsettes på lånemarkedet (dvs kapitalmarkedet for låneinstrumenter), noe som i praksis utelukker en rekke slike gjeldsbrev. De typiske obligasjonsutstedere er offentlige myndigheter (stat, fylkeskommune eller kommune), eller private bedrifter og finansinstitusjoner som behøver kapital ut over aksjekapitalen og hvor obligasjonsmarkedet gir bedre vilkår enn alternative finansieringsformer. Obligasjonseierne får avkastning i form av et avtalt vederlag som gjerne er knyttet opp mot en fast eller flytende rentestørrelse. Vederlaget utbetales enten løpende (når obligasjonen har kupongrente) eller ved lånets innfrielse (kalles gjerne nullkupongobligasjoner). Obligasjoner med en løpetid på 1 år eller kortere kalles gjerne for *sertifikater*.

Utvalget foreslår på bakgrunn av dette at KS-andeler og andeler i ansvarlige selskaper omfattes som finansielle instrumenter, jf. utkast til ny vphl. § 2-2 første ledd nr. 2.

Obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på lånemarkedet er omfattet av gjeldende vphl. § 1-2 tredje ledd nr. 2. Utvalget antar at det med «andre gjeldsinstrumenter» primært siktes til sertifikater.

Det følger av gjeldende vphl. § 1-2 tredje ledd nr. 2 at gjeldsinstrumentene må kunne omsettes på lånemarkedet for å falle inn under definisjonen av omsettelige verdipapirer. For aksjer gjelder det som nevnt ikke noe lignende omsettelighetskrav. Utvalget antar at omsettelighet er en nødvendig, men ikke tilstrekkelig forutsetning for at et gjeldsinstrument skal anses som et omsettelig verdipapir i verdipapirhandellovens forstand. I tillegg må nemlig de aktuelle gjeldsinstrumentene kunne omsettes på «lånemarkedet». Det typiske eksempel på et lånemarked er børs eller annet organisert marked der gjeldsinstrumentene er tatt opp til handel. Vilkåret om omsettelighet på lånemarkedet er imidlertid ikke avgrenset til denne typen organiserte markeder, så lenge det kan sies å foreligge et lånemarked for de konkrete gjeldsinstrumentene. Vilkåret avgrenser mot ulike typer gjeldsinstrumenter som riktignok kan omsettes, men ikke på et marked hvor omsetning av andeler av selve lånet er det vesentlige. Dette medfører som nevnt ovenfor at obligasjoner med tilknyttet leierett til bolig ikke vil anses som et omsettelig verdipapir, jf. lov av 16. juni 1989 nr. 53 om eiendomsmegling § 1-1 første ledd nr. 3.

For obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter innen samme klasse, kan det til forskjell fra aksjer innføres omsetningsbegrensninger for deler av utstedelsen. Der deler av lånet ikke kan omsettes, legger utvalget til grunn at gjeldsinstrumentene knyttet til denne delen av lånet ikke anses som omsettelige verdipapirer, jf. det som er sagt ovenfor om omsetningsvilkåret.

Utvalget antar at gjeldende vphl. § 1-2 tredje ledd nr. 2 (blir ny § 2-2 annet ledd nr. 2) gjennomfører MiFID art. 4 nr. 1 punkt 18 bokstav b (den norske ordlyden er videre enn direktivets, jf. «bonds or other securitised debt»). Det foreslås som nevnt likevel en tilnærming til direktivets ordlyd, med at omsettelighetsvilkåret tas inn i begynnelsen av leddet, slik at det relaterer seg til alle delene av definisjonen. Det forhold at omsettelighetsvilkåret etter utvalgets forslag vil relatere seg til «kapitalmarkedet», antas ikke å ha praktisk betydning. Kapitalmarkedet for gjeldsinstrumenter er det samme som gjeldende verdipapirhandellov benevner som lånemarkedet.

For ordens skyld gjøres oppmerksom på at MiFID art. 4 nr. 1 punkt 18 bokstav a) og b) uttrykkelig inkluderer «depositary receipts» på aksjer, obligasjoner mv. Som utvalget vil komme til nedenfor, anses slike depotbevis i norsk rett som omsettelige verdipapirer etter gjeldende vphl. § 1-2 tredje ledd nr. 3. Utvalget foreslår at depotbevis tas inn i ny vphl. § 2-2 annet ledd nr. 1 og 2, i tråd med direktivets systematikk.

Det følger av gjeldende vphl. § 1-2 tredje ledd nr. 3 at det med omsettelige verdipapirer også menes alle andre verdipapirer som normalt omsettes og som gir rett til å erverve ethvert slikt omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør. Definisjonen av omsettelige verdipapirer er også på dette punktet en ordrett gjennomføring av ISD art. 1 nr. 4.

Inngangsvilkåret for å omfattes av definisjonen er at det dreier seg om verdipapirer som «normalt omsettes». I juridisk teori har det vært reist spørsmål om hva som ligger i dette vilkåret. Utvalget har ikke sett det nødvendig å ta stilling til dette tolkningsspørsmålet, fordi det her uansett foreslås at vphl. § 1-2 tredje ledd nr. 3 (ny § 2-2 annet ledd nr. 3) endres til å omfatte «alle andre verdipapirer».

Definisjonen i gjeldende vphl. § 1-2 tredje ledd nr. 3 omfatter blant annet konvertible obligasjoner og ulike typer frittstående tegningsretter.

Den gjeldende norske definisjonen omfatter også andre verdipapirer som gir rett til å erverve ethvert omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør. I tråd med MiFID foreslår utvalget å endre gjeldende § 1-2 tredje ledd nr. 3 (ny § 2-2 annet ledd nr. 3) slik at også retter til å selge uttrykkelig omfattes, jf. nedenfor. Det vil si at vilkåret om at verdipapirene må gi rett til «tegning eller ombytting» forsvinner.

Som en følge av kravet om at instrumentene må kunne omsettes, vil en rekke instrumenter falle utenfor definisjonen av omsettelige verdipapirer i direktivet (men omfattes som derivater i definisjonen av finansielle instrumenter). Utvalget antar for eksempel at de standardiserte opsjoner og terminer, slik disse handles på Oslo Børs i dag, ikke vil anses som omsettelige verdipapirer etter forslaget. Bakgrunnen for dette er at slike instrumenter i dag ikke handles som verdipapirer hvor det utstedes et bestemt antall i førstehåndsmarkedet som siden handles i annenhåndsmarkedet. Hver termin og opsjon oppstår først når en kjøper (tegner) finner en selger (utsteder) på børsen eller utenom børs, og inngår en avtale om kjøp. Etter inngåelse løper kontrakten til bortfall, innløsning, eller til stengning gjennom kjøp/salg av en motsatt posisjon, stengningshandel. Det foregår altså ingen omsetning av kontrakter. Dersom slike opsjoner eller terminer gjøres omsettelige vil de imidlertid omfattes

Boks 2.3

Konvertible obligasjoner er lån som gir fordringshaveren rett til å kreve utstedt aksjer mot innskudd i penger eller mot at fordringen nyttes til motregning, jf. asl./asal. § 11-1.

Frittstående tegningsretter gir rettighetshaveren rett til å kreve utstedt én eller flere nye aksjer i selskapet, jf. asal. § 11-12. En tegningsrett kan også være tilknyttet en aksje, såkalte tegningsrettsaksjer. Også slike tegningsretter kan være omsettelige verdipapirer i seg selv dersom tegningsretten kan skilles fra aksjen og utnyttes uavhengig av denne, jf. asal. § 11-10 annet ledd nr. 6. En tegningsrett skiller seg fra en kjøpsrett ved at utøvelsen av tegningsretten innebærer en kapitalforhøyelse gjennom utstedelse av flere aksjer. Dersom tegningsrettene utstedes uten at en konkret kapitalforhøyelse er besluttet av selskapet (beslutningen om det skal skje en kapitalforhøyelse ligger hos tegningsrettinnehaverne), kalles tegningsrettene gjerne for *«warrants»*.

Boks 2.4

«Covered warrants» er kjøpsretter til aksjer som allerede er utstedt. Det dreier seg om såkalte mengdeopsjoner som utstedes til et større antall rettighetshavere på identiske vilkår. I motsetning til «warrants» (tegningsretter, jf. ovenfor) utstedes «covered warrants» normalt av andre enn utstederen av de underliggende verdipapirene.

av definisjonen i forslaget til ny vphl. § 2-2 annet ledd nr. 3. «Covered warrants» er et eksempel på en type kjøpsrett som kan omsettes, og som derfor vil omfattes av definisjonen av omsettelige verdipapirer.

Som nevnt følger det av direktivet at alle verdipapirer «giving the rise to acquire or sell any such transferable securities» skal anses som omsettelige verdipapirer. Direktivet skiller altså ikke mellom kjøp, salg, tegning eller ombytting. Utvalget foreslår i lys av dette at ny vphl. § 2-2 annet ledd nr. 3 uttrykkelig skal omfatte både rett til erverv og salg.

Videre følger det av direktivet at alle verdipapirer «giving rise to a cash settlement determined by reference to transferable securities, currencies, interest rates or yields, commodities or other indices or measures» skal omfattes. Den tilsvarende delen av den norske definisjonen er per i dag avgrenset til verdipapirer som gir rett til et kontantoppgjør, og som har omsettelige verdipapirer som underliggende. Det kan stilles spørsmål om det er en forpliktelse iht. direktivet å utvide definisjonen av omsettelige verdipapirer til å omfatte omsettelige varederivater mv. så lenge disse derivatene uansett inngår i den mer generelle definisjonen av finansielle instrumenter. Isolert sett synes ikke direktivet å la det være avgjørende hvilken kategori finansielle instrumenter det er tale om i de ulike sammenhenger. Utvalget legger imidlertid til grunn at utformingen av skillet mellom kategorier kan få betydning dersom andre fellesskapsregler viser til MiFIDs definisjoner, herunder til definisjonen av omsettelige verdipapirer. Av den grunn er det et lovteknisk viktig poeng å harmonisere definisjonene i så stor grad som mulig. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å utvide definisjonen i vphl. § 1-2 tredje ledd nr. 3 (ny § 2-2 annet ledd nr. 3) til å omfatte alle verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, og som gir rett til et kontant oppgjør med referanse til omsettelige verdipapirer, valuta, rente, varer eller andre størrelser. Det bemerkes at forslaget i større grad fokuserer på om verdipapiret kan omsettes på kapitalmarkedet, og i mindre grad på verdipapirets egenart.

Et siste eksempel på omsettelige verdipapirer etter gjeldende vphl. § 1-2 tredje ledd nr. 3 er for øvrig depotbevis for norske og utenlandske aksjer og gjeldsinstrumenter. Som nevnt ovenfor gjennomfører denne delen av definisjonen deler av MiFID art. 4 nr. 1 nr. 18 bokstav a) og b) Etter utvalgets forslag vil depotbevis omfattes uttrykkelig av ny § 2-2 annet ledd nr. 1 og 2, i tråd med direktivets definisjon, jf. ovenfor.

Boks 2.5

Depotbevis gir rett til ombytting til de aksjer eller gjeldsinstrumenter som depotbeviset gjelder, uten at det ytes et vederlag. Teknisk er det gjerne depotbevisene som tas opp til notering, mens de underliggende aksjene eller gjeldsinstrumentene ligger i et depot hos en depotforvalter i utstederlandet.

Definisjonen av de ulike finansielle instrumentene i verdipapirhandelloven er for øvrig ikke avgrenset til norske forhold. For eksempel vil eierandeler i utenlandske sammenslutninger kunne falle innenfor kategorien aksjer eller andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer. Hvorvidt slike eierandeler i utenlandske sammenslutninger skal anses å falle innenfor definisjonen må etter utvalgets syn bero på eierandelenes egenskaper, hvor det vil være sentralt om deltakerne har et beløpsbegrenset ansvar, som ved aksjer. MiFIDs definisjon vil for øvrig på generelt grunnlag være rettledende for hvilke finansielle instrumenter som faller innenfor verdipapirhandellovens definisjon.

2.5.3 Pengemarkedsinstrumenter

2.5.3.1 EØS-rett

Det følger av MiFID vedlegg I del C nr. 2 at pengemarkedsinstrumenter («money-market instruments») skal anses som finansielle instrumenter som omfattes av direktivet. Pengemarkedsinstrumenter anses også som finansielle instrumenter etter vedlegget til ISD del B nr. 2.

Pengemarkedsinstrumenter er definert i MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 19:

> ««Money-market instruments» means those classes of instruments which are normally dealt in on the money market, such as treasury bills, certificates of deposit and commercial papers and excluding instruments of payment»

Definisjonen i MiFID svarer til den som følger av ISD art. 1 nr. 5. Eksemplene på pengemarkedsinstrumenter som omfattes av definisjonen gjenfinnes også i ISDs fortale.

2.5.3.2 Norsk rett

Også verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter omfatter pengemarkedsinstrumenter, jf. vphl. § 1-2 annet ledd nr. 3. Hva som lig-

Boks 2.6

Interbankinnskudd er standardiserte innskuddskontrakter med kort løpetid som innebærer at en kredittinstitusjon plasserer overskuddslikviditet hos en deltaker i det såkalte interbankmarkedet til en viss innskuddsrente. Det er særlig de større kredittinstitusjonene som deltar i interbankmarkedet.

ger i begrepet pengemarkedsinstrumenter er ikke nærmere angitt i lovteksten.

2.5.3.3 Utvalgets vurdering

Verdipapirhandellovens henvisning til pengemarkedsinstrumenter er nærmere omtalt i NOU 1995: 1 side 54. I departementets behandling vises det til denne utredningen for så vidt gjelder hvilke instrumenter som omfattes av definisjonen av finansielle instrumenter, jf. Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 19 annen spalte.

Departementet uttalte i Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 83 at pengemarkedsinstrumenter i hovedsak omfatter interbankinnskudd. Utvalget antar at det her siktes til interbankinnskudd som normalt omsettes. Utvalget foreslår å videreføre gjeldende rett på dette punktet.

Som nevnt i pkt. 2.5.2 ovenfor, omfattes sertifikater på lik linje med obligasjoner av direktivets definisjon av omsettelige verdipapirer (forutsatt at sertifikatene kan omsettes på kapitalmarkedet). Utvalget legger imidlertid til grunn at sertifikater også anses som pengemarkedsinstrumenter etter direktivet, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 19 («treasury bills and commercial papers»). I tilfeller hvor det eventuelt foreligger ulike regler ettersom et sertifikat klassifiseres som omsettelig verdipapir eller pengemarkedsinstrument, antar utvalget at det regelverk som gir den beste beskyttelse for investorer må legges til grunn.

Utvalget foreslår å videreføre pengemarkedsinstrumenter som en egen type finansielle instrumenter i lovutkastet § 2-2 første ledd nr. 4. Det foreslås også en utfyllende definisjon i lovutkastet § 2-2 fjerde ledd, i tråd med direktivets definisjon i art. 4 nr. 1 pkt. 19.

Boks 2.7

Kapitalmarkedet allokerer ressurser (kapital) over tid, og bidrar til å omplassere risiko. Slik allokering og omplassering foregår hovedsakelig ved utstedelse og handel med finansielle instrumenter. Uttrykket «kapitalmarkedet» benyttes derfor i denne utredningen som en samlebetegnelse på markeder for finansielle instrumenter. Kapitalmarkedet består av en rekke ulike delmarkeder; som aksjemarkedet, pengemarkedet, lånemarkedet, rentemarkedet, valutamarkedet, derivatmarkedet osv. De ulike delmarkedene kan være mer eller mindre organiserte, og kan ha ulike sammensetninger av markedsaktører.

Et viktig poeng er at mange markeder har uklare grenser seg imellom. Slik er det for eksempel med pengemarkedet og lånemarkedet. Det er for eksempel vanlig å si at sertifikater handles i pengemarkedet. Et sertifikat er et kortsiktig lån, og det er derfor også slik at sertifikater handles i lånemarkedet. Dette er imidlertid bare et terminologisk skille. Obligasjoner, som er lån med lengre løpetid, handles kun i lånemarkedet, og altså ikke i pengemarkedet. Penge-og lånemarkedet utgjør en del av rentemarkedet.

Et annet viktig poeng er at handel i et delmarked samtidig innebærer handel i kapitalmarkedet, fordi delmarkedet jo er en «del» av kapitalmarkedet som helhet. For igjen å bruke sertifikater som eksempel er det altså slik at handel med slike instrumenter i pengemarkedet, samtidig er handel i kapitalmarkedet.

2.5.4 Verdipapirfondsandeler

2.5.4.1 EØS-rett

Det følger av MiFID vedlegg I del C nr. 3 at verdipapirfondsandeler («units in collective investment undertakings») anses som finansielle instrumenter. Dette er en viderføring av ISDs vedlegg del B nr. 1 bokstav b. Verken ISD eller MiFID gir noen nærmere definisjon av begrepet.

2.5.4.2 Norsk rett

Verdipapirfondsandeler anses som finansielle instrumenter etter vphl. § 1-2 annet ledd nr. 2. Verken vphl. § 1-2 eller andre bestemmelser i verdipapirhandelloven definerer begrepet verdipapirfondsandeler nærmere.

2.5.4.3 Utvalgets vurdering

Andeler i verdipapirfond har mye til felles med for eksempel andeler (aksjer) i et aksjeselskap som driver med investeringsvirksomhet. Andelene i verdipapirfondet utgjør en forholdsmessig andel

Boks 2.8

Verdipapirfondsandeler er forholdsmessige deler av et verdipapirfond. Et verdipapirfond beskrives i verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 1 som en selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i verdipapirfondet og som for det vesentligste består av finansielle instrumenter og/eller bankinnskudd. Verdipapirfondsandeler kan enten erverves ved tegning eller ved annenhåndsomsetning. I Norge erverves verdipapirfondsandeler hovedsakelig gjennom tegning av nye andeler. Oslo Børs har imidlertid nylig tatt opp verdipapirfondsandeler til notering for omsetning i annenhåndsmarkedet (exchange-traded funds). Dersom det ikke foreligger et annenhåndsmarked for verdipapirfondsandeler foregår realisasjon gjennom innløsning av andelene, dvs. ved kapitaluttak fra verdipapirfondet. Noen verdipapirfond kan ha begrensninger som blant annet kan gå ut på at andeler bare kan tegnes og/eller innløses i forutbestemte perioder. verdipapirfond kan også ha en begrenset «leveperiode», hvor alle andeler innløses automatisk ved avslutningen av perioden. Sistnevnte begrensning er det ikke adgang til å operere med etter gjeldende norsk rett.

av de aktiva og passiva som befinner seg i en nærmere angitt selvstendig formuesmasse, og andelseiernes ansvar er begrenset til kapitalinnskuddet.

Utvalget legger til grunn at verdipapirfondlovens definisjon av verdipapirfond, se boks 2.5.4.1, vil være retningsgivende for hvilke norske andeler som skal anses som verdipapirfondsandeler etter vphl. § 1-2 annet ledd nr. 2. Imidlertid anses også utenlandske verdipapirfondsandeler som finansielle instrumenter. Det må foretas en konkret vurdering av hvilke utenlandske andeler som blir å anse som verdipapirfondsandeler. Utvalget antar at andeler i en selvstendig formuesmasse som benyttes til investeringsvirksomhet i finansielle instrumenter eller bankinnskudd vil være å anse som verdipapirfondsandeler, dersom ikke formuesmassen har en organisering som gjør at andelene heller bør anses som andre typer verdipapirer. En mer presis angivelse av hva som anses som verdipapirfondsandeler er vanskelig å gi, og formålsbetraktninger vil derfor stå sentralt ved den konkrete vurderingen. Utvalget finner i forlengelsen av dette grunn til å presisere at det ikke i seg selv er avgjørende om det kreves konsesjon eller markedsføringstillatelse for å tilby de aktuelle andelene, selv om dette vil ha betydning. Et viktig moment i tvilstilfelle er om det foreligger tilstrekkelige grunner til å la verdipapirhandellovens ulike bestemmelser (som er koblet til definisjonen av finansielle instrumenter) komme til anvendelse.

Utvalget foreslår ingen materielle endringer av vphl. § 1-2 annet ledd nr. 2, jf. lovutkastet § 2-2 første ledd nr. 3. Det vises for øvrig til Kredittilsynets høringsnotat om spesialfond, side 27 flg.

2.5.5 Generelt om derivater

MiFID vedlegg I del C nr. 4 til 10 angir hvilke derivater som skal anses som finansielle instrumenter. Så langt utvalget kan se gir vedlegg I del C nr. 4 uttrykk for de derivatene som i dag omfattes av ISDs vedlegg nr. 3 til 6 og som er inntatt i vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4 til 7. MiFID vedlegg I del C nr. 5 til 10 er en utvidelse i forhold til ISD, mens enkelte av de MiFIDs «nye» derivater omfattes av verdipapirhandellovens varederivatkategori som kom inn ved en lovendring i 2001, jf. vphl. § 1-2 annet ledd nr. 8 og tredje ledd. I de påfølgende punktene vil utvalget gå gjennom de ulike typer derivater som skal anses som finansielle instrumenter etter MiFID. I dette punktet gis det imidlertid først en redegjørelse for hva som kjennetegner et derivat, og hvilke hovedtyper derivater som eksisterer i dag, se boks 2.5.5.1. Det gis også en generell redegjørelse for bakgrunnen for hvorfor noen derivater, som i prinsippet er mer eller mindre alminnelige kontrakter, anses som finansielle instrumenter.

I vurderingen av om kontrakter som de som er gjennomgått i boks 2.5.5.1 skal anses som finansielle instrumenter er det ikke tilstrekkelig å se hen til hvordan kontraktene er utformet eller hva de er kalt, selv om dette kan ha betydning. Rettighetene og pliktene som følger av en kjøpstermin på aksjer kan for eksempel godt sammenlignes med en rett og plikt til å kjøpe et hus eller en bil på et fremtidig tidspunkt. Av den grunn må det også ses hen til hva som er *rettighetens gjenstand* og *andre forhold* som kan ha betydning for om kontrakten skal anses som «finansiell».

Rettighetens gjenstand, ovenfor kalt «underliggende», kan være et (annet) finansielt instrument, valuta, renter eller finansielle indekser, eller noe «ikke-finansielt». Derivater med finansielle instrumenter som underliggende vil alltid anses som finansielle instrumenter. Det samme vil som utgangspunkt gjelde for valuta-, rente-, og finansielle indeksderivater, selv om underliggende her

Boks 2.9

Derivater er kontrakter om en handel, utveksling, beregning eller lignende på et fremtidig tidspunkt på vilkår som avtales ved kontraktsinngåelsen. Et eksempel på et derivat kan være en rett (opsjon) til å kjøpe eller selge noe til en fastsatt pris innen eller på et bestemt tidspunkt i fremtiden. Derivatkontraktenes verdi er knyttet opp til én underliggende størrelse, eller flere i sammenheng, som kan være alt fra finansielle instrumenter til valuta, renter, indekser, varer, tjenester, vær eller andre størrelser. Kontrakten kan gå ut på levering eller utveksling av underliggende, eller den kan gå ut på at det skal foretas et kontantoppgjør basert på verdien av en tenkt levering eller utveksling. I prinsippet er det bare fantasien som setter grenser for hva som kan være derivatets underliggende eller hvordan kontrakten er strukturert mht. rettigheter og plikter, og det er derfor en vanskelig oppgave å gi en presis forklaring av begrepet uten at denne viser seg utilstrekkelig eller lite dekkende. Det er lettere å danne seg et bilde av hva er derivat er ved å ta for seg enkelte derivattyper, se omtalen av disse.

Noen derivater er utformet slik at de ikke egner seg for standardisering og annenhåndsomsetning. I slike tilfeller finner partene sammen og fremforhandler kontraktene utenfor de regulerte markedene. Handel som foregår utenfor regulerte markeder kalles OTC-handel (over-the-counter). Selv om mange derivatkontrakter egner seg for standardisering og annenhåndsomsetning, inngås eller omsettes de både i regulerte markeder og i OTC-markedet.

Fremstillinger om de ulike derivatformene kan benytte en rekke forskjellige systematiske tilnærmingsmåter, men grunntrekkene er gjerne de samme. I denne fremstillingen har utvalget valgt å ta utgangspunkt i tre grunnleggende kategorier av derivater; nemlig opsjoner, terminer og kontrakter for forskjeller («contracts for differences»), se også CESR: 2nd Set of Mandates, Consultation Paper, October 2004 side 20.

Innehaveren av en *opsjon* har en rett, men ikke en plikt til å kreve avtalen innfridd. Utstederen har en plikt til å innfri opsjonen dersom den blir utøvet av innehaveren. Innehaveren betaler gjerne et beløp, en opsjonspremie, til utstederen når opsjonen inngås. For opsjoner er det dermed helt ulike forpliktelser for kontraktspartene. Innehaveren av opsjonen har rett, men ikke plikt, mens utstederen har en plikt uten å ha en rett. Det er to hovedtyper av opsjoner, kjøpsopsjoner og salgsopsjoner. En kjøpsopsjon gir innehaveren rett til å kjøpe underliggende for innløsningsprisen fra opsjonens utsteder. Tilsvarende gir en salgsopsjon innehaveren rett til å selge underliggende til utstederen til innløsningsprisen. En opsjon som kan innløses på et hvilket som helst tidspunkt kalles en amerikansk opsjon. En opsjon som bare kan innløses på bortfallsdagen kalles en europeisk opsjon.

I en *termin* har både kjøper og selger rett og plikt til å gjennomføre den avtalte transaksjonen på et fremtidig tidspunkt. En termin kan altså ses som en avtale om utsatt utveksling av ytelser. Et eksempel er at person A kjøper et antall aksjer med levering om 30 dager av B til en fastsatt pris, og hvor B foretar et tilsvarende salg. Vederlaget (prisen) for terminen bestemmes i stor grad av prisen for underliggende som skal betales i fremtiden sammenlignet med prisen i dag, og av forventet markedsutvikling på avtaletidspunktet.

Motsatsen til en termin er en spothandel, hvor den avtalte transaksjonen går til oppgjør straks. Hva som anses som henholdsvis en terminkontrakt og en spothandel varierer fra marked til marked etter hva som er standard oppgjørssyklus for spothandler. For aksjer handlet over Oslo Børs er standard oppgjørssyklus (levering mot betaling) fire dager, handelsdagen + tre ytterligere dager (T+3). Dersom oppgjør skal finne sted senere enn dette er det en terminkontrakt som er inngått. I kraftmarkedet anses til sammenligning handel med kraft for levering det påfølgende døgnet som spothandel, mens levering utover dette tidsrommet anses som terminhandel.

Terminer deles inn i forwardkontrakter og futurekontrakter. En *forwardkontrakt* er en avtale om et framtidig kjøp der pris, mengde og kvalitet på underliggende og tid og sted for levering er bestemt på forhånd. På oppgjørstidspunktet, som kalles bortfallsdagen, kan terminen enten gjøres opp fysisk eller finansielt. Ved fysisk oppgjør leveres underliggende av selgeren av forwardkontrakten, og kjøperen av forwardkontrakten betaler den forhåndsbestemte prisen, innløsningsprisen. Ved finansielt oppgjør betales forskjellen mellom innløsningsstørrelsen og spotstørrelsen i underliggende på bortfallsdagen. De fleste markeder vil operere med én bortfallsdag. I enkelte markeder, som det nordiske kraftderivatmarkedet, er bortfallsdagen flere dager. I dette markedet brukes begrepet leveringsperiode.

En *futurekontrakt* er en standardisert termin med løpende avregning (ofte daglig) av verdiendringen siden forrige periode (forrige dag). Futurekontrakten verdsettes løpende (daglig) til markedsverdi og kjøper og selger blir henholdsvis kreditert og debitert i forhold til verdiutviklingen i futurekontrakten i forhold til innløsningsprisen på tidspunktet for avtaleinngåelse.

En *kontrakt for forskjeller («contract for differences» eller CfD)* er en avtale basert på et «tenkt» salg og et tenkt kjøp, men hvor det ikke er meningen at det skal skje noe virkelig salg eller kjøp. Avtalen går ut på at kontraktspartene skal betale til hverandre forskjellen mellom to underliggende størrelser, der minst en av de angitte størrelsene ikke er kjent før på et tidspunkt etter avtaleinngåelsen. Et eksempel på en CfD er hvor det konstrueres en «tenkt» forpliktelse for den ene parten til å betale en fast rente og for den andre parten til å betale en flytende rente basert på en hovedstol. Kontrakten legger imidlertid opp til at bare forskjellen mellom de to ytelsene skal utveksles. Utviklingen i den flytende renten vil her bestemme hvem som er «in the money» på tidspunktet eller tidspunktene for betaling. Kontrakten i dette eksemplet kalles gjerne en rentebytteavtale eller «interest rate swap». I kraftmarkedet finnes det eksempler på at CfDer baseres på forskjeller i spotprisen på kraft i ulike markeder, se boks 2.5.10.1.De tre hovedkategoriene av derivatkontrakter kan kombineres på mange forskjellige (og kompliserte) måter. Videre kan kategoriene ha varianter med ulike betegnelser. Ovenfor er det vist at det finnes ulike varianter av både opsjoner og terminer. For så vidt gjelder CfDer, slik som de to variantene nevnt nedenfor, er det dessuten slik at de kan «dissekeres» ned til kombinasjoner av kontantavregnede terminer. CfDer er likevel en så særegen kategori at den er tatt med for seg selv.

En *swap eller bytteavtale* kan betraktes som en serie terminer, der to parter avtaler å bytte kontantstrømmer én eller flere ganger i løpet av avtaletida. Partene bestemmer seg i mellom hvor ofte byttet (avregningen) skal foregå. De enkleste swapene («plain vanilla swaps») går gjerne ut på å bytte to størrelser mot hverandre, som i eksemplet ovenfor. Swapene kan benyttes til en rekke ulike formål. For eksempel kan et foretak med store gjeldsposter til fast rente bytte denne helt eller delvis mot en flytende rente for å endre sin finansieringsstruktur mot flytende eksponering uten å refinansiere den aktuelle gjelden. Ved for eksempel å bytte dollar mot kroner kan et foretak med inntekter i dollar og utgifter i kroner sikre seg mot svingninger i valutakursene for å oppnå en mer stabil og forutsigbar finansiell situasjon. Tidligere kunne swaper benyttes til (i realiteten) å ta opp lån uten at forpliktelsen kunne leses ut av selskapets balanse. Slike konstruksjoner kalles «off-market swaps».

En *fremtidig renteavtale (FRA)* kan ses som en kontantavregnet rentetermin hvor partene har en gjensidig rett og plikt til å betale til hverandre differansen mellom en avtalt rentesats og en referanserente på et fremtidig tidspunkt. Differansen beregnes i forhold til en avtalt «tenkt» hovedstol. FRAene fungerer slik at person A må betale til person B dersom referanserenten har steget i forhold til den avtalte renten, og vice versa.

ikke er finansielle instrumenter. Det er imidlertid ikke selvsagt at dette skal gjelde for valutaderivater med fysisk oppgjør (rentederivater kan ikke ha fysisk oppgjør og fysisk oppgjør er upraktisk for indeksderivater), se Bergo: Børs- og verdipapirrett, 2. utgave, Oslo 2004 side 37. Som det vil fremgå senere løses imidlertid dette spørsmålet nå av MiFID vedlegg I del C nr. 4 (inngår som et finansielt derivat).

Derivater med ikke-finansielt underliggende (varer, tjenester, inflasjonsrater og annen økonomisk statistikk, klima, utslippstillatelser, risiko mv.) er en gruppe hvor rettighetens gjenstand i seg selv ikke er tilstrekkelig til å slå fast om kontrakten bør anses som er finansielt instrument. Et eksempel er en avtale om levering av elektrisk kraft til en gitt pris på et fremtidig tidspunkt. Slike avtaler kan for eksempel inngås mellom forbrukere (husstander) og leverandører av kraft, mellom produsenter og kraftkrevende industri, eller mellom to investorer som ønsker å spekulere i strømprisene for investeringsformål. Forhold som her kan få betydning i vurderingen er om kontrakten har fysisk oppgjør eller skal avregnes kontant. Dersom fysisk levering er det sentrale for avtalen kan dette tale for at kontrakten ikke anses som finansiell. Selv om kontraktene har fysisk levering, kan det forhold at kontraktene handles i et langt større omfang enn det som faktisk kommer til levering tyde på at det sentrale for avtalen ikke er fysisk levering, men finansiell handel. Dersom kontraktene handles over et regulert

marked eller MHF, avregnes og gjøres opp finansielt gjennom en oppgjørssentral eller er underlagt løpende marginkrav, kan også dette trekke i retning av at det er snakk om finansielle derivater, se også MiFID vedlegg I del C nr. 5 til 10. Også andre faktorer kan tenkes å være av relevans for å avgjøre om kontrakten bør anses som et finansielt instrument, for eksempel dersom det benyttes de samme standardkontraktene som gjenfinnes i derivatmarkedet for øvrig.

Det er også på dette området lagt opp til nokså omfattende utfyllende kommisjonsrettsakter, jf. utkast til kommisjonsforordning kapittel VI. Utvalget foreslår en hjemmel til å gjennomføre de utfyllende reglene i forskrift, jf. lovutkastet § 2-2 sjette ledd.

2.5.6 Derivater med «finansielt» underliggende

2.5.6.1 EØS-rett

Følgende derivater skal anses som finansielle instrumenter i henhold til MiFID vedlegg I del C nr. 4:

> «Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to securities, currencies, interest rates or yields, or other derivatives instruments, financial indices or financial measures which may be settled physically or in cash»

Dette medfører at enhver derivatkontrakt med verdipapirer, valuta, rente, andre derivater, finansielle indekser eller mål som underliggende vil anses som et finansielt instrument, uavhengig av om kontrakten har fysisk eller kontant oppgjør.

Gjeldende ISD lister opp følgende derivater som finansielle instrumenter i vedlegget del B nr. 3-6:

> «3. Financial-futures contracts, including equivalent cash-settled instruments.
> 4. Forward interest-rate agreements (FRAs).
> 5. Interest-rate, currency and equity swaps.
> 6. Options to acquire or dispose of any instruments falling within this section of the Annex, including equivalent cash-settled instruments. This category includes in particular options on currency and on interest rates.»

2.5.6.2 Norsk rett

Vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4 til 7 bygger på ISDs definisjon og omfatter følgende typer derivatkontrakter:

> «4. finansielle terminkontrakter, herunder tilsvarende finansielle instrumenter med kontant oppgjør,
> 5. fremtidige renteavtaler (FRA),
> 6. rente- og valutabytteavtale samt bytteavtale knyttet til aksjer og aksjeindeks,
> 7. opsjoner på kjøp eller salg av ethvert instrument som nevnt i punkt 1 til 6, herunder indeksopsjoner, valuta- og renteopsjoner samt tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør,»

I tillegg omfattes varederivater i vphl. § 1-2 annet ledd nr. 8. Varederivater behandles nedenfor i pkt. 2.5.8.

2.5.6.3 Utvalgets vurdering

Utvalget foreslår i lovutkastet § 2-2 femte ledd nr. 1 en ny definisjon i verdipapirhandelloven i samsvar med MiFID vedlegg I del C nr. 4. Forslaget baseres dels på at det synes å være visse uoverensstemmelser mellom MiFID og vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4-7, se nedenfor, og dels på at det ses som en fordel om den norske definisjonen ligger nært opp til direktivet på dette punktet. Den nye definisjonen vil erstatte dagens vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4-7.

Finansielle terminkontrakter som nevnt i vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4 omfatter såkalte finansielle futures- og forwardkontrakter, uavhengig av oppgjørsform (fysisk eller kontant oppgjør). Denne delen av definisjonen omfatter terminer med finansielle instrumenter som nevnt i vphl. § 1-2 annet ledd nr. 1 til 7 eller indeks på slike som underliggende. Videre omfattes terminer med rente eller valuta som underliggende. Det er etter utvalgets vurdering noe uklart om definisjonen omfatter valutaforwards med fysisk oppgjør. Kredittilsynet har i brev 10. februar 1998 (saksnr. 97/4631) lagt til grunn at valutaterminer er omfattet av vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4. Etter MiFID er det uansett klart at valutaforwards skal omfattes, jf. «any other derivative contracts relating to currencies which may be settled physically or in cash».

Videre anses fremtidige renteavtaler (FRAer) som finansielle instrumenter, jf. vphl. § 1-2 annet ledd nr. 5. Dette er i samsvar med MiFIDs definisjon.

Etter vphl. § 1-2 annet ledd nr. 6 omfattes rente- og valutabytteavtaler samt bytteavtale knyttet til aksjer og aksjeindeks (swapkontrakter eller swaps). Etter MiFID skal alle swaper med verdipapirer, valuta, rente, andre derivater eller finansielle indekser eller mål som underliggende, omfattes av definisjonen. MiFIDs definisjon synes her å strekke seg lengre enn verdipapirhandellovens definisjon. Blant annet omfattes bytteavtaler knyt-

tet til alle finansielle indekser eller mål, ikke bare bytteavtaler knyttet til aksjeindeks. Utvalget legger til grunn at «finansielle» indekser eller mål relaterer seg til indekser eller mål knyttet til finansielle instrumenter og valuta og rente.

Etter vphl. § 1-2 annet ledd nr. 7 er opsjoner på kjøp eller salg av ethvert instrument som nevnt i pkt. 1 til 6, herunder indeksopsjoner, valuta- og renteopsjoner samt tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør å regne som finansielle instrumenter. Det bemerkes at uttrykket «herunder» ikke er treffende fordi indekser, valuta og rente ikke er finansielle instrumenter. Utvalget legger til grunn at vphl. § 1-2 annet ledd nr. 7 omfatter opsjoner på kjøp eller salg, men ikke opsjoner på tegning (tegningsretter anses imidlertid som omsettelige verdipapirer, se om warrants ovenfor). Etter MiFID skal alle opsjoner omfattes dersom de har underliggende som nevnt i vedlegg I del C nr. 4. Det skal ikke ha betydning om opsjonene har fysisk eller kontant oppgjør.

2.5.7 Varederivater med kontant oppgjør

2.5.7.1 EØS-rett

Følgende derivater skal anses som finansielle instrumenter i henhold til MiFID vedlegg I del C nr. 5:

> «Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to commodities that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event)»

Definisjonen i nr. 5, samt nr. 6 og 7, aktualiserer spørsmålet om hva som skal anses som varer («commodities») i direktivets forstand. I utkast til kommisjonsforordning art. 2 nr. 1 er varer foreslått definert som «any goods of a fungible nature that are capable of being delivered, including metals and their ores and alloys, agricultural products, and energy such as electricity».

2.5.7.2 Norsk rett

Etter vphl. § 1-2 annet ledd nr. 8 omfattes varederivater av verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter. Regelen bygger ikke på fellesskapsregulering; etter ISD er varederivater som nevnt ikke regnet som finansielt instrument.

Varederivater ble føyd til listen over finansielle instrumenter ved en lovendring 15. juni 2001 nr. 42 (i kraft 1. juli 2001). Etter vphl. § 1-7 gjelder kun visse av lovens bestemmelser for handel med varederivater, herunder reglene om markedsmisbruk i nåværende kapittel 2, kapittel 6 med regler for oppgjørssentraler, regler for mellommannsvirksomheten, herunder krav til god forretningsskikk etter vphl. § 9-2, situasjonsbetinget forbud mot selvinntrede etter vphl. § 9-3 annet ledd første punktum, opplysningsplikt overfor børsen for handel utenom børs i børsnoterte instrumenter og krav til bruk av oppgjørssentral etter vphl. § 9-4 første og tredje ledd, vphl. kapittel 10 om motregning, vphl. kapittel 11 om nærmere regler om handel med finansielle instrumenter gjennom mellommann og vphl. kapittel 12 om tilsyn med handel i finansielle instrumenter. Det stilles imidlertid ikke krav til tillatelse fra myndighetene for å yte tjenester som mellommann i handel med varederivater, herunder verken krav til foretakets ledelse eller kapital.

Varederivater er nærmere definert i vphl. § 1-2 fjerde ledd som lyder:

> «Med varederivater menes finansielle termin, opsjons- eller byttekontrakter knyttet til varer eller tjenester. En derivatkontrakt som er gjenstand for omsetning på børs eller autorisert markedsplass regnes alltid som finansiell.»

2.5.7.3 Utvalgets vurdering

MiFIDs definisjon medfører at enhver derivatkontrakt med varer som underliggende vil anses som et finansielt instrument, forutsatt at kontrakten må gjøres opp kontant eller kan kreves gjort opp kontant etter valg av en av partene (ensidig). Slik valgrett må ikke være betinget av at det inntrer en bestemt angitt omstendighet utenfor partens kontroll. Dette følger av henvisningen «otherwise than by reason of default or other termination event». Typiske eksempler på «termination events» for derivatkontrakter er at motparten ikke oppfyller gitte forpliktelser i avtalen, at motparten får nedsatt kredittverdighet, at det skjer strukturelle endringer som fusjon eller fisjon hos motparten eller at motparten eller tilknyttede selskaper ikke oppfyller forpliktelser overfor tredjeperson mv.

I den norske definisjonen kan varederivater ha både varer og tjenester som underliggende. MiFID vedlegg I del C nr. 5 gjelder bare varer, slik dette begrepet er gitt nærmere innhold i utkast til kommisjonsforordning, jf. ovenfor. Utvalget har som generelt utgangspunkt at den norske definisjonen av finansielle instrumenter bør være i samsvar med MiFIDs definisjon både i systematisk oppbygning og innhold. Av den grunn foreslår utvalget en forskriftshjemmel som legger til rette for egne definisjoner av varederivater i tråd med

MiFID vedlegg I C nr. 5 til nr. 7, og egne definisjoner av andre derivater som nevnt i vedlegg I C nr. 8 til nr. 10, se fortløpende om de ulike definisjonene nedenfor.

Den norske definisjonen av varederivater avgrenses på generelt grunnlag til termin, opsjons- eller byttekontrakter som er «finansielle» etter sin art. Hva som kjennetegner en finansiell kontrakt er omtalt kort ovenfor i pkt. 2.5.1. Dette er også omtalt nærmere i forarbeidene til varederivatdefinisjonen, se NOU 1999: 29 side 87-88 og særlig Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) side 18-20.

MiFID vedlegg I del C nr. 5 knytter ikke vurderingstemaet opp mot spørsmålet om derivatkontrakten er finansiell etter sin art, men denne vurderingen danner like fullt bakteppet for kravet om at kontrakten må gjøres opp kontant, eller i det minste at en av partene kan velge at kontrakten gjøres opp kontant, jf. ovenfor. MiFID kan i så måte ses som en utviklet underkategori til dagens norske norm som omfatter kontrakter som er finansiell etter sin art. Kontant oppgjør som nevnt i MiFID vedlegg I del C nr. 5 er altså en faktor som alltid medfører at varederivater anses som finansielle.

En mulig forskjell i forhold til den norske definisjonen er at MiFID vedlegg I del C nr. 5 omfatter alle typer derivater med kontant oppgjør, ikke bare terminer, opsjoner eller byttekontrakter. Det bemerkes for øvrig at også den norske definisjonen har en mer eksplisitt understandard som presiserer at varederivater som er gjenstand for omsetning på børs eller autorisert markedsplass alltid skal regnes som finansielle. Denne understandarden omfatter imidlertid ikke de kontrakter med kontant oppgjør som omsettes utenfor regulerte markeder.

Utvalget minner om at grensen mellom spothandel/kontanthandel og terminhandel også vil være av betydning for hvorvidt en konkret kontrakt er et varederivat. Grensedragningen varierer mellom ulike markeder og ulike jurisdiksjoner. I det nordiske kraftmarkedet anses kontrakter for levering det påfølgende døgn som spothandel mens levering utover dette tidsrommet anses som terminhandel.

Utvalget foreslår en forskriftshjemmel i siste ledd i definisjonen av finansielle instrumenter, som blant annet kan gi anledning til å gi utfyllende forskrifter om hva som skal anses som varer («commodities»), basert på utfyllende kommisjonsrettsakter om dette, jf. lovutkastet § 2-2 sjette ledd.

2.5.8 Varederivater med fysisk oppgjør

2.5.8.1 EØS-rett

Følgende derivater skal anses som finansielle instrumenter i henhold til MiFID vedlegg I del C nr. 6 og 7:

> «(6) Options, futures, swaps, and any other derivative contract relating to commodities that can be physically settled provided that they are traded on a regulated market and/or an MTF;
>
> (7) Options, futures, swaps, forwards and any other derivative contracts relating to commodities, that can be physically settled not otherwise mentioned in C.6 and not being for commercial purposes, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls;»

Disse definisjonene gjelder gruppen av varederivater (se om hva som anses som varederivater i pkt. 2.5.7 ovenfor) som kan ha fysisk oppgjør, altså hvor fysisk levering kan skje. Som det fremgår, skiller MiFID her mellom varederivater som handles på et regulert marked eller MHF, og de som handles i OTC-markedet.

Det er gitt utfyllende kommisjonsregler om hvilke kontrakter som skal anses som «not being for commercial purposes» og «have the characteristics of other derivative financial instruments», jf. utkast til kommisjonsforordning art. 38.

2.5.8.2 Norsk rett

Det følger av vphl. § 1-2 fjerde ledd annet punktum at en varederivatkontrakt som er gjenstand for omsetning på børs eller autorisert markedsplass alltid skal regnes som finansiell. Dette gjelder uavhengig av om kontrakten har fysisk eller kontant oppgjør.

For kontrakter med fysisk oppgjør som handles i OTC-markedet beror spørsmålet om de skal anses som varederivater på om kontrakten er «finansiell», jf. pkt. 2.5.7 om dette.

2.5.8.3 Utvalgets vurdering

MiFID vedlegg I del C nr. 6 bestemmer at varederivater som kan gjøres opp ved fysisk levering skal omfattes av definisjonen av finansielle instrumenter, forutsatt at de handles på et regulert marked eller en MHF. Dette er i tråd med gjeldende norsk rett for så vidt gjelder henvisningen til regulert

marked. Drift av MHF er ikke omfattet som en investeringstjeneste etter dagens lov, og det er derfor heller ikke henvist til slike markedsplasser. Utvalget antar likevel at handel på en MHF vil likestilles med handel på regulert marked i forhold til spørsmålet om en kontrakt er finansiell etter sin art. Som nevnt i pkt. 2.5.7 foreslår utvalget likevel at MiFIDs kategorier av finansielle instrumenter gjenspeiles i den norske definisjonen etter samme systematikk.

MiFID vedlegg I del C nr. 7 omfatter varederivater som kan eller må gjøres opp ved fysisk levering, men som ikke omsettes på regulert marked eller MHF (omsettes i OTC-markedet). Det oppstilles to faktorer som må være til stede for at slike kontrakter skal anses som finansielle. For det første kan ikke kontraktene være begrunnet i kommersiell virksomhet i den underliggende vare («not being for commercial purposes»). For det andre må kontraktene ha de samme karakteristika som andre finansielle derivater («have the characteristics of other derivative financial instruments»). Som eksempler på slike karakteristika nevner direktivet som eksempler at avregning og oppgjør foretas gjennom anerkjente («recognised») oppgjørssentraler, eller er gjenstand for regelmessige marginkrav. Med anerkjente oppgjørssentraler synes det tenkt på sentraler med tillatelse til å drive slik virksomhet (i Norge er virksomhet som oppgjørssentral konsesjonsbelagt). Med marginkrav menes at kontraktspartene må stille sikkerhet basert på den til enhver tid gjeldende eksponering som følge av derivatkontraktene.

Utvalget antar at avveiningen av de to faktorene som henvist til i MiFID vedlegg I del C nr. 7 i prinsippet ikke vil skille seg vesentlig fra det som følger av gjeldende norsk rett i dag. I motivene til vphl. § 1-2 fjerde ledd er det gitt en nokså grundig anvisning på hvilke forhold som i så måte er relevante for vurderingen av om en kontrakt er «finansiell», jf. NOU 1999: 29 side 87-88 og særlig Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) side 18-20, se også pkt. 2.5.5 ovenfor (generelt om derivater).

Utvalget presiserer likevel at det er rammedirektivet og de utfyllende kommisjonsreglene om dette som vil være avgjørende for den konkrete avveiningen som må foretas.

Som nevnt i pkt. 2.5.7.3, foreslår utvalget en forskriftshjemmel som legger til rette for egne definisjoner av varederivater i tråd med MiFID vedlegg I C nr. 5 til nr. 7, jf. lovutkastet § 2-2 sjette ledd.

2.5.9 Kredittderivater

2.5.9.1 EØS-rett

Det følger av MiFID vedlegg I del C nr. 8 at «derivative instruments for the transfer of credit risk» skal anses som finansielle instrumenter. Slike instrumenter kan på norsk oversettes til kredittderivater. Kredittderivater er ikke nærmere definert i direktivet, se om slike derivater i boks 2.5.9.1.

2.5.9.2 Norsk rett

Utvalget antar at kredittderivater ikke omfattes av verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter.

2.5.9.3 Utvalgets vurdering

Kredittilsynet har i brev av 12. desember 2002 (Kredittilsynets sak nr. 02/10475) lagt til grunn at kredittderivater ikke er finansielle instrumenter, selv om disse har likhetstrekk med andre typer bytteavtaler og opsjoner som faller innenfor definisjonen. Det er uttalt at total return swaps har sterke likhetstrekk med en bytteavtale knyttet til aksjer eller aksjeindeks, men førstnevnte vil etter Kredittilsynets vurdering falle utenfor ordlyden i vphl. § 1-2 annet ledd nr. 6. Credit default swaps

Boks 2.9

Kredittderivater er finansielle kontrakter som overfører hele eller deler av kredittrisikoen knyttet til for eksempel pengefordringer fra kjøperen av beskyttelse (selgeren av risiko) til selgeren av beskyttelse (kjøperen av risiko). Kredittderivater, som kan være omsettelige instrumenter, gjør det mulig å overføre kredittrisiko til en tredjepart uten å endre på eller overdra de fordringer som risikoen er knyttet til. Hovedtypene av kredittderivater er «credit default swaps», «credit linked notes», «total return swaps» og «credit spread options».

Kredittderivater kan benyttes til å regulere en aktørs totale kredittrisiko. Det er særlig bankene som benytter kredittderivater for å redusere kreditteksponeringen på sine utlån og dermed avlaste balansen i forbindelse med kapitaldekningskravene. Markedet for kredittderivater er i sterk vekst internasjonalt. I Norge har enkelte aktører benyttet seg av kredittderivater, herunder Eksportfinans, DnB NOR og Nordea, men generelt har slike derivater vært relativt lite brukt her til lands.

og credit spread options er opsjoner, men underliggende vil være kredittrisiko (som kan påvirke prisen på et finansielt instrument) og ikke et finansielt instrument som sådan. I brev 17. september 2004 slutter Finansdepartementet seg til vurderingen av at kredittderivater faller utenfor definisjonen av finansielle instrumenter i vphl. § 1-2 annet ledd.

Utvalget foreslår i tråd med direktivet at kredittderivater tas inn som et eget punkt i definisjonen av finansielle instrumenter, jf. lovutkastet § 2-2 femte ledd nr. 3.

2.5.10 Differansekontrakter (CfDer)

2.5.10.1 EØS-rett

Det følger av MiFID vedlegg I del C nr. 9 at «financial contracts for differences» (CfDs) skal omfattes av definisjonen av finansielle instrumenter. Differansekontrakter, som det kan oversettes til på norsk, er ikke nærmere definert i direktivet.

2.5.10.2 Norsk rett

Som det fremgår av boks 2.9 ovenfor, er CfDer ikke et entydig begrep, men benyttes gjerne som en samlebetegnelse på flere ulike kontraktsformer. For eksempel er både fremtidige renteavtaler og de ulike bytteavtalene som nevnt i vphl. § 1-2 annet ledd nr. 6 former for CfDer som inngår i den norske definisjonen i dag. Videre kan byttekontrakter knyttet til varer eller tjenester være CfDer som omfattes av vphl. § 1-2 annet ledd nr. 8, jf. fjerde ledd.

2.5.10.3 Utvalgets vurdering

Utvalget peker på at definisjonen av CfDer er overlappende med andre definisjoner av finansielle instrumenter, både i verdipapirhandelloven og i MiFID. At dette er tilfelle for MiFID legges også til grunn i CESR: Draft Technical Advice, 2nd Set of Mandates, October 2004 side 23:

> «However, there are some overlaps between paragraphs in Annex 1 (for example between C(4), (5) and (9)), which indicates that the paragraphs are not necessarily mutually exclusive.»

Etter utvalgets syn er det vanskelig å peke på konkrete typer CfDer som ikke også omfattes som andre finansielle instrumenter i henholdsvis vphl. § 1-2 annet ledd og MiFID vedlegg I del C nr. 4 til nr. 10. Utvalget foreslår likevel at CfDer tas inn som en egen kategori finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven, både for å sikre samsvar med EØS-forpliktelsene og for å følge systematikken i direktivet. Dette ivaretar også pedagogiske hensyn. Det vises til lovutkastet § 2-2 femte ledd nr. 4.

Boks 2.10

I aksjemarkedet sikrer en *CfD* som oftest forskjellen i framtidig verdi mellom en aksjeindeks og en aksje. På den måten kan CfDen benyttes for minst to formål: En aktør som eier aksjer kan sikre at aksjens verdi følger indeksen (i kroneverdi), i motsetning til en termin hvor den framtidige prisen låses til en fast kroneverdi (hedgingmotiv). En aktør som ikke eier enkeltpapirer kan unngå å kjøpe det underliggende papiret, og dermed måtte levere papiret på innløsningstidspunktet – kun kontant oppgjør (spekulasjonsmotiv).

I kraftmarkedet er CfD-ene mer realbasert og har dermed en noe annen bruk. Produktet er likevel et sikringsprodukt på lik linje med en forward. Forwarder i det nordiske kraftderivatmarkedet har i leveringsperioden systempris (spotprisen) som referansepris. Overføringsproblemer i ledningsnettet fra et område i Norden til et annet løses med markedsmekanismen. I områder med overskuddsproduksjon reduseres prisen lokalt inntil produksjonen blir lav nok til at overskuddet kan overføres i flaskehalsene. Tilsvarende i områder med underskuddsproduksjon. De lokale prisene betegnes områdepriser. Alle forwarder handles med levering til systempris. Aktører i markedet med fysisk levering i et enkelt område har dermed sikret prisen til systempris, mens de må levere volumet til områdepris. Ved kjøp av en CfD på forwarden sikrer de seg da først mot framtidige prissvingninger i systempris (forwarden) og så etterpå i framtid prissvinging mellom systempris og områdepris (CfD-en).

I det engelske kraftmarkedet er CfD-ene definert noe annerledes. Her sikrer CfD-ene forskjellen i framtidig pris mellom spotprisen og den predefinerte referanseprisen eller prisprofilen. På denne måten kan den nordiske CfD-en oppfattes som en områdeswap, mens den engelske CfD-en mer er en sikring mot at spotpris ikke blir lik referansepris.

2.5.11 Andre derivater som er finansielle etter sin art

2.5.11.1 EØS-rett

Følgende derivater skal anses som finansielle instrumenter i henhold til MiFID vedlegg I del C nr. 10:

> «Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to climatic variables, freight rates, emission allowances or inflation rates or other official economic statistics that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event), as well as any other derivative contracts relating to assets, rights, obligations, indices and measures not otherwise mentioned in this Section, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market or an MTF, are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls»

Oppregningen omfatter en del «eksotiske» derivater, sammenlignet med de derivatene som er omhandlet ovenfor. Definisjonen omfatter kontrakter knyttet til blant annet klima, fraktrater, utslippstillatelser, økonomisk statistikk og andre ikke-finansielle størrelser. Det sentrale er om derivatene har de samme karakteristika som andre finansielle derivatkontrakter.

2.5.11.2 Norsk rett

Definisjonen av varederivater i vphl. § 1-2 fjerde ledd omfatter som tidligere nevnt derivater med både varer og tjenester som underliggende, forutsatt at derivatene er finansielle etter sin art. Derivater på fraktrater og utslippstillatelser er forutsatt å falle inn under definisjonen og anses som varederivater etter norsk rett, jf. Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) side 19. Den norske definisjonen av varederivater er ment å ta høyde for utviklingen og kunne omfatte ulike typer derivater som i fremtiden vil kunne handles i det norske markedet (og som verdipapirforetak vil kunne komme til å tilby investeringstjenester i tilknytning til). Selv om den norske definisjonen er ment å være vid og utviklingsdyktig kan det reises tvil om derivater med klimatiske variabler som underliggende omfattes i Norge i like stor grad som det som kreves etter MiFID. I Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) er blant annet følgende uttalt om dette:

> «Enkelte høringsinstanser har reist spørsmål ved om værderivater vil omfattes av definisjonen. Slike kontrakter kan være knyttet til f.eks. temperaturforhold eller nedbørsmengder, og gi innehaveren rett til utbetaling dersom de i kontrakten angitte begivenheter inntreffer. Slike kontrakter avviker fra «normale» derivatkontrakter på vesentlige punkter. I «normale» derivatkontrakter er verdien av derivatet knyttet til verdiutviklingen i et underliggende formuesobjekt. Verdien av værderivater vil imidlertid være knyttet til inntreden eller fravær av ytre omstendigheter. Videre er ikke det underliggende «objekt» i et værderivat (værforhold) i seg selv gjenstand for omsetning. Samlet sett legger derfor departementet til grunn at værderivater i utgangspunktet vil falle utenfor definisjonen av varederivater som finansielle instrumenter. Dette vil imidlertid bero på en konkret vurdering av den aktuelle kontrakten.»

2.5.11.3 Utvalgets vurdering

Definisjonen i MiFID vedlegg I C nr. 10 omfatter alle typer derivatkontrakter med ikke-finansielle størrelser med unntak av varer som omfattes av andre kategorier, jf. ovenfor. Systematisk sett skiller derivatdefinisjonen mellom to grupper av ikke-finansielle underliggende:

Den første gruppen av derivater har klimavariabler, fraktrater, utslippstillatelser, inflasjonsrater eller annen offisiell økonomisk statistikk som underliggende. Slike derivater skal anses som finansielle instrumenter dersom de må gjøres opp kontant, eller kan gjøres opp kontant dersom en av partene velger dette («must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of default or other termination event)»). Se om hva som ligger i dette vilkåret i omtalen av MiFID vedlegg I del C nr. 5 og pkt. 2.5.7 ovenfor.

Den andre gruppen omfatter enhver annen derivatkontrakt med eiendeler, rettigheter, forpliktelser, indekser eller mål som ikke ellers er nevnt i MiFID vedlegg I del C («any other derivative contracts relating to assets, rights, obligations, indices and measures not otherwise mentioned in this Section»). Utvalget antar at denne gruppen derivater er ment som en sekkepost som favner om alle andre underliggende enn de som omfattes av definisjonene ellers, herunder også derivater med tjenester som underliggende. Tankegangen synes å være at definisjonen av finansielle instrumenter skal være dynamisk nok til å fange opp nye typer kontrakter som er finansielle

etter sin art, og som derfor bør anses som finansielle instrumenter og reguleres av verdipapirlovgivningen. Alle de andre kategoriene i MiFID vedlegg I C nr. 4 til nr. 9 blir i så måte kasuistiske uttrykk for noe som ellers ville ha vært omfattet av del C nr. 10 (hvis det ikke hadde vært for passusen «not otherwise mentioned in this Section»). Systematisk sett er det kontraktens art og handlemåte som er det prinsipielle utgangspunktet for vurderingen av om det er snakk om et finansielt instrument.

Vilkåret for at den andre gruppen derivater, jf. ovenfor, skal anses som finansielle instrumenter, er at de har de samme karakteristika som andre finansielle derivater «have the characteristics of other derivative financial instruments». Som eksempler på faktorer av betydning i denne vurderingen nevner MiFID vedlegg I del C nr. 10 hvorvidt kontraktene handles på et regulert marked eller MHF, hvorvidt avregning og oppgjør skjer gjennom oppgjørssentraler og hvorvidt kontraktene er gjenstand for regelmessige marginkrav, se om dette i MiFID vedlegg I C nr. 7 og pkt. 2.5.8 ovenfor.

For å sikre samsvar med EØS-forpliktelsene foreslår utvalget at kategorien i MiFID vedlegg I C nr. 10 tas inn i et eget punkt i verdipapirhandellovens definisjon, jf. lovutkastet § 2-2 femte ledd nr. 5. Det foreslås også en hjemmel til å fastsette utfyllende forskrifter om hvilke kontrakter som skal anses som finansielle, jf. lovutkastet § 2-2 sjette ledd.

2.6 Kredittinstitusjoner

2.6.1 EØS-rett

Kredittinstitusjoners virksomhet er underlagt særskilt EØS-regulering blant annet i direktiv 2000/12/EF (bankdirektivet). Bankdirektivet vedlegg I med opplisting av hvilke tjenester mv. kredittinstitusjoner kan utøve, endres ved MiFID art. 68. Ifølge endringen vil investeringstjenester som nevnt i MiFID vedlegg I del A og B i tilknytning til finansielle instrumenter angitt i vedlegg I del C være omfattet av prinsippene om gjensidig anerkjennelse i bankdirektivet.

Systematikken i EØS-regelverket er at kredittinstitusjoner må innhente tillatelse til å drive virksomhet, herunder yte investeringstjenester, i medhold av nasjonale regler som gjennomfører bankdirektivet art. 5, mens øvrige foretak må innhente tillatelse til å yte investeringstjenester etter nasjonale regler som gjennomfører MiFID art. 5. En kredittinstitusjon med tillatelse til å yte investeringstjenester i medhold av bankdirektivets regler, underlegges imidlertid på mange punkter også den særskilte reguleringen av investeringstjenesteyting i MiFID. På andre punkter gjelder altså bankdirektivet i stedet for MiFID.

De reglene i MiFID som gjelder for kredittinstitusjoner som yter investeringstjenester er, jf. art. 1 nr. 2:

- Art. 2 nr. 2, som begrenser rettighetene etter direktivet i forhold til tjenesteyting som motpart i transaksjoner utført av offentlige myndigheter som forvalter offentlig gjeld mv.
- Art. 11, som krever at de kompetente myndigheter skal verifisere at foretak som søker om konsesjon er medlem av en sikringsordning for verdipapirforetak, jf. direktiv 97/9/EF («Investor-compensation schemes»).
- Art. 13 om organisatoriske krav.
- Art. 14, som stiller ytterligere krav til handel og oppgjør av transaksjoner i MHF.
- Tittel II, kapittel II, om virksomhetskrav for verdipapirforetak, med unntak av art. 23 nr. 2 annet ledd (begrensninger i tilknyttede agenters adgang til å håndtere klientmidler gjelder ikke for kredittinstitusjoner).
- Tittel II, kapittel III, om verdipapirforetaks rettigheter, med unntak av art. 31 nr. 2 til 31 nr. 4, art. 32 nr. 2 til 32 nr. 6, 32 nr. 8 og 32 nr. 9.
- Art. 48 til 53 (tilsyn, sanksjoner, klagerett mv.), art. 57 (tilsynssamarbeid ved overvåking, stedlig tilsyn og etterforskning), art. 61 og 62 (vertstatens kompetanse).
- Art. 71 nr. 1 (overgangsregler for foretak som allerede har tillatelse).

2.6.2 Norsk rett

Etter norsk rett må også kredittinstitusjoner søke tillatelse etter verdipapirhandelloven for å kunne yte investeringstjenester. Det er imidlertid ingenting i veien for at en kredittinstitusjon kan søke om konsesjon som omfatter både tillatelse til å yte banktjenester og investeringstjenester, da med hjemmel i henholdsvis banklovene og verdipapirhandelloven. Dersom en kredittinstitusjon skal drive både med bankvirksomhet og investeringstjenestevirksomhet, krever Kredittilsynet at de sentrale deler av investeringstjenestevirksomheten skilles organisatorisk fra den øvrige virksomheten. Det er imidlertid ikke noe i veien for at bankens filialer for eksempel kan motta og formidle ordre fra kunder videre til investeringstjenestevirksomheten i kredittinstitusjonen.

2.6.3 Utvalgets vurdering

Den særskilte konsesjonsplikten for norske kredittinstitusjoner ble i forarbeidene begrunnet med tilsynsmessige hensyn, jf. NOU 1995: 1 og Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 16. Utvalget ser det ikke som hensiktsmessig med en omfattende verdipapirrettslig særregulering for kredittinstitusjoner. Etter utvalgets oppfatning er det fortsatt hensiktsmessig at reglene for henholdsvis bank- og verdipapirvirksomhet holdes atskilt i ulike regelsett, selv om kredittinstitusjoner som nevnt driver virksomhet på bakgrunn av begge regelsettene. Når kredittinstitusjonene yter investeringstjenester har utgangspunktet vært at verdipapirhandellovens regler gjelder med mindre annet er sagt, jf. NOU 1995: 1 side 52 venstre spalte, og loven har i enkelte særskilte bestemmelser angitt at vedkommende paragraf ikke gjelder for kredittinstitusjoner.

Utvalget peker på at MiFID gjør flere tjenester til investeringstjenester, herunder investeringsrådgivning og ordreformidling, og at den nærmere anvendelse av verdipapirhandellovens regler på kredittinstitusjoner må vurderes på bakgrunn av samspillet mellom henholdsvis bankdirektivet og MiFID. At norske kredittinstitusjoner også må ha tillatelse etter verdipapirhandelloven, bør etter utvalgets oppfatning ikke medføre at norske banker får strengere rammevilkår enn utenlandske kredittinstitusjoner eller deres filialer i Norge, eller være grunnlag for ulik behandling mht. oppfølging av de konkrete bestemmelsene i MiFID. Utvalget foreslår således at det i tillegg til de konkrete bestemmelser som unntar kredittinstitusjoner, gis en særskilt bestemmelse som gir departementet adgang til ved forskrift eller enkeltvedtak å unnta kredittinstitusjoner fra enkelte av verdipapirhandellovens bestemmelser, for å sikre slik likebehandling. Det vises til lovforslaget § 1-4.

For banker med egen verdipapirkonsesjon har investeringsrådgivning og mottak/formidling av ordre ofte vært organisert utenfor bankens verdipapirområder. Banker uten verdipapirkonsesjon har kunnet tilby rådgivningstjenester og kunnet formidle ordre til verdipapirforetak eller forvaltningsselskap for verdipapirfond. En rekke banker har også opprettet egne produktselskaper som selger investeringsprodukter gjennom bankenes filialnett. Videre har sparebanker opprettet felleseide foretak som selger ulike tjenester gjennom eierbankene.

Når kredittinstitusjoner i Norge må ha tillatelse etter verdipapirhandelloven for å yte investeringstjenester, må de nå innhente tillatelse til å yte investeringsrådgivning og mottak og formidling av ordre vedrørende finansielle instrumenter. Utvalget antar at det ikke vil være særlig byrdefullt for kredittinstitusjoner å oppnå konsesjon til dette. Utvalget viser til at kredittinstitusjonene allerede er underlagt regulering gjennom banklovene og legger til grunn at det dermed ikke er store tilpasningene som må foretas for å få tillatelse til fortsatt å kunne yte slike tjenester.

Når investeringsrådgivning blir en ny investeringstjeneste kan det stilles spørsmål om denne tjenesten, i likhet med mottak og formidling av ordre, fortsatt kan ytes av kredittinstitusjonenes filialnett. Utvalget legger til grunn at MiFID ikke vil være til hinder for dette såfremt organisatoriske krav, som også gjelder for kredittinstitusjoner, er i tråd med direktivet.

2.7 Regulerte markeder og markedsoperatører

Som nevnt ovenfor, gir MiFID ikke bare regler for verdipapirforetakene, men også for regulerte markeder og deres operatører, jf. kapittel 6 nedenfor.

Regulerte markeder defineres på følgende måte i art. 4 nr. 1 pkt. 14:

> ««Regulated market» means a multilateral system operated and/or managed by a market operator, which brings together or facilitates the bringing together of multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with its non-discretionary rules - in a way that results in a contract, in respect of the financial instruments admitted to trading under its rules and/or systems, and which is authorised and functions regularly and in accordance with the provisions of Title III;»

Hva som regnes som en markedsoperatør fremgår av art. 4 nr. 1 pkt. 13:

> ««market operator» means a person or persons who manages and/or operates the business of a regulated market. The market operator may be the regulated market itself;»

I norsk rett opereres det med to typer markeder som er underlagt regulering i børsloven, nemlig børser og autoriserte markedsplasser. Autorisert markedsplass defineres i børsloven § 1-3 første ledd som foretak som organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og

offentlig kursnotering av finansielle instrumenter. Børs er definert på samme måte, men med det tillegg at børs bare kan ta opp finansielle instrumenter til notering i overensstemmelse med kravene i børsloven § 5-6 med forskrifter.

Børsloven opererer ikke med et skille mellom markedsoperatør og marked.

I Norge opererer det i dag to børser, Oslo Børs og Nord Pool, og én autorisert markedsplass, International Maritime Exchange (IMAREX). Børsene og de autoriserte markedsplassene utgjør for norsk retts vedkommende, det som i fellesskapsretten kalles regulerte markeder. I dagens verdipapirhandellov benyttes i stor grad børslovens terminologi.

Utvalget foreslår at det i loven inntas en definisjon av regulert marked, jf. lovutkastet § 2-4. Det vises til utfyllende omtale om regulerte markeder og markedsoperatører i utredningen kapittel 6 nedenfor.

2.8 Virksomhet som ikke omfattes av EØS-reglene

2.8.1 Generelt

MiFIDs regler får som utgangspunkt anvendelse for ethvert foretak som yter investeringstjenester på forretningsmessig basis, se nærmere i pkt. 2.2.1. Det gjøres imidlertid unntak for visse typer virksomhet og foretak og institusjoner som likevel ikke omfattes av direktivet, jf. art. 2. Slik er også systematikken i gjeldende ISD. Mange av unntakene i MiFID art. 2 er en videreføring av ISD art. 2, og er således gjennomført i norsk rett allerede, jf. vphl. § 7-1 annet og tredje ledd. Noen av unntakene i MiFID synes å inneholde enkelte redaksjonelle endringer i forhold til ISD. Andre unntak er imidlertid helt nye, primært som følge av innføringen av nye investeringstjenester og finansielle instrumenter.

Selv om MiFID er avgrenset i forhold til visse typer virksomhet og foretak, er det likevel adgang til å operere med et bredere anvendelsesområde i den enkelte medlemsstats nasjonale lovgivning. Konsesjon etter slike nasjonale særregler vil imidlertid ikke gis de grenseoverskridende virkninger (EØS-konsesjon) som følger av direktivet art. 31 flg. Det er på den annen side ikke adgang til å operere med et snevrere anvendelsesområde (flere unntak fra reglene) enn det som følger av MiFID art. 2 og 3. Art. 3 behandles nærmere i pkt. 2.9 nedenfor.

Det kan reises spørsmål om foretak som yter investeringstjenester, men som omfattes av unntaket fra konsesjonsplikt, bør kunne søke om tillatelse, jf. forslag til ny vphl. § 9-2 annet ledd. Utvalget ser ikke grunn til å foreslå en slik ordning.

Utvalget har i vurderingen av de unntakene som omhandles nedenfor, lagt vekt på at offentligrettslig regulering bør begrenses til de områder hvor det foreligger et reguleringsbehov. I vurderingen av hvilken type virksomhet som bør være konsesjonsbelagt etter verdipapirhandelloven, har utvalget særlig lagt vekt på hvorvidt investorene har behov for den beskyttelse som følger av MiFIDs regulering. Om det av investorbeskyttelseshensyn er behov for slik regulering, beror blant annet på aktørenes profesjonalitet i det aktuelle markedet, markedets funksjon og virkemåte og eventuell særregulering på området. Hensynet til investorbeskyttelse må avveies mot hensynet til gode rammebetingelser for finansbransjen, herunder hensynet til norske aktørers konkurranseevne. Utvalget har lagt vekt på at vurderingen av hensynet til investorbeskyttelse allerede må anses foretatt i tilknytning til avgrensningen av unntakene i MiFID, og at det derfor bør foreligge gode grunner for å utvide eller innskrenke reglenes anvendelsesområde. I forbindelse med vurderingen, kan det ut fra harmoniseringshensyn også være hensiktsmessig å se hen til hvordan MiFID gjennomføres i de øvrige nordiske land.

Hvorvidt det kreves konsesjon etter MiFID eller virksomheten faller utenfor direktivets anvendelsesområde, må vurderes fortløpende og konkret. Selv om aktiviteten på et tidspunkt er vurdert å falle utenfor konsesjonsplikt, kan aktiviteten senere være endret på en måte som gjør at det likevel kreves konsesjon. Det vises til MiFIDs fortale pkt. 16 om dette:

> «In order to benefit from the exemptions from this Directive the person concerned should comply on a continuous basis with the conditions laid down for such exemptions. In particular, if a person provides investment services or performs investment activities and is exempted from this Directive because such services or activities are ancillary to his main business, when considered on a group basis, he should no longer be covered by the exemption related to ancillary services where the provision of those services or activities ceases to be ancillary to his main business.»

2.8.2 Forsikringsselskaper

I følge art. 2 nr. 1 bokstav a) skal MiFID ikke gjelde for forsikringsselskaper som definert i direktiv 73/239/EØF (skadeforsikring) art. 1 eller direktiv 2002/83/EF (livsforsikring) art. 1, eller foretak som foretar gjenforsikring og retrocesjon som omhandlet i direktiv 64/225/EØF.[4]

Foretak som driver de ovennevnte typene virksomhet anses som forsikringsselskaper etter forsikringsvirksomhetsloven. Forsikringsselskaper behøver i medhold av vphl. § 7-1 annet ledd ikke tillatelse for å yte investeringstjenester. Adgangen for forsikringsselskaper til å yte investeringstjenester begrenses likevel av forsikringsvirksomhetsloven § 7-1 som uttaler at forsikringsselskap bare kan drive med forsikringsvirksomhet og virksomhet som naturlig henger sammen med forsikringsvirksomhet, se nærmere NOU 1995: 1 side 58.

Utvalget foreslår ingen endring for så vidt gjelder unntaket i vphl. § 7-1 annet ledd for forsikringsselskaper. Det vises til at forsikringsselskaper må anses å være underlagt tilfredsstillende regulering i forsikringsvirksomhetsloven og finansieringsvirksomhetsloven.

2.8.3 Tjenesteyting innenfor samme konsern

Det følger av art. 2 nr. 1 bokstav b at MiFID heller ikke omfatter foretak som utelukkende yter investeringstjenester overfor sitt morselskap, sine datterselskaper eller morselskapets øvrige datterselskaper.[5]

I følge vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 2 kreves det ikke konsesjon dersom investeringstjenester kun ytes overfor selskap i samme konsern. Denne bestemmelsen gjennomfører ISD art. 2 nr. 2 bokstav b, som tilsvarer det ovennevnte unntak i MiFID.

Begrunnelsen for unntaket synes primært å være at «investeringstjenester» internt i et konsern kan sidestilles med investorers (som ikke er et konsern) alminnelige investeringsvirksomhet, dvs. at konsernet anses som én person i denne sammenhengen. Ut fra en slik betraktningsmåte foreligger det ikke behov for noen særskilt investorbeskyttelse. De kostnadene som vil påløpe dersom det oppstilles konsesjonskrav, for eksempel overfor et forvaltningsselskap som kun forestår konsernets investeringer, fremstår dermed som nokså ubegrunnede, se nærmere i NOU 1995: 1 side 58-59. Utvalget foreslår å opprettholde unntaket i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 2, jf. lovutkastet § 9-2 annet ledd nr. 2.

2.8.4 Leilighetsvis tjenesteyting som ledd i annen næringsvirksomhet

MiFID gjør i art. 2 nr. 1 bokstav c) unntak fra reglene selv om investeringstjenestene ytes på forretningsmessig basis, dersom virksomheten foregår leilighetsvis som ledd i (forutsetningsvis) annen næringsvirksomhet. Det følger av bestemmelsen at direktivet ikke skal gjelde for:

> «persons providing an investment service where that service is provided in an incidental manner in the course of a professional activity and that activity is regulated by legal or regulatory provisions or a code of ethics governing the profession which do not exclude the provision of that service;»

Unntaket er betinget av at (den andre) næringsvirksomheten på sin side reguleres av offentligrettslig regelverk eller yrkesetiske regler («is regulated by»). Det er et vilkår at de reglene som gjelder for næringsvirksomheten ikke utelukker yting av den relevante investeringstjenesten.

Unntaket i MiFID art. 2 nr. 1 bokstav c) svarer etter sin ordlyd til gjeldende ISD art. 2.2 bokstav c. Verdipapirhandelloven § 7-1 tredje ledd nr. 1 er ment å gjennomføre ISD på dette punktet, og uttaler at det ikke kreves tillatelse til å yte investeringstjenester som «bare ytes ved enkelte anledninger og er ledd i en yrkesvirksomhet.» Som eksempel på tilfeller som vil omfattes av unntaket kan nevnes advokater som formidler ordre i forbindelse med administrering av et dødsbo, eller gir investeringsråd i forbindelse med skatteplanlegging.

Etter utvalgets syn er det ikke hensiktsmessig å kreve konsesjon av personer som omfattes av unntaket i MiFID art. 2 nr. 1 bokstav c. Utvalget foreslår derfor å videreføre unntaket i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 1, jf. , jf. lovutkastet § 9-2 annet ledd nr. 1.Utvalget foreslår imidlertid en redaksjonell endring som går ut på at «i en» endres til «i annen», og at kravet om regulert virksomhet inntas.

Etter art. 2 nr. 3 kan Kommisjonen gi utfyllende regler med hensyn til hva som anses som leilighetsvis tjenesteyting («in an incidental manner»). Slike regler er ennå ikke fastsatt. Utvalget foreslår en forskriftshjemmel, jf. lovutkastet § 9-2 siste ledd. Utvalget anser det mest hensiktsmessig at forskriftshjemmelen formuleres slik at det er mulig å fastsette utfyllende regler om innholdet i alle unntakene i § 9-2, og ikke bare unntaket som er behandlet i her.

---

[4] MiFID art. 2.1 bokstav a) viderefører ISD art. 2.2 bokstav a.
[5] Tilsvarer unntaket i ISD art. 2.2 bokstav b

2.8.5 Foretak som utelukkende driver egenhandel

I følge MiFID art. 2 nr. 1 bokstav d) skal direktivet ikke gjelde for personer som utelukkende yter investeringstjenester i form av egenhandel, jf. vedlegg I del A nr. 3. Unntaket gjelder likevel ikke dersom tjenesteyteren er (i) «market maker» (prisstiller), eller (ii) handler på egen bok utenfor et regulert marked eller MHF på en organisert, regelmessig og systematisk måte, ved å tilby et system tilgjengelig for tredjeperson med henblikk på å handle med disse. Bestemmelsen lyder som følger:

> «persons who do not provide any investment services or activities other than dealing on own account unless they are market makers or deal on own account outside a regulated market or an MTF on an organised, frequent and systematic basis by providing a system accessible to third parties in order to engage in dealings with them;»

Utvalget forstår bestemmelsen slik at det gjøres unntak for de som utelukkende driver egenhandel, bortsett fra de foretak som opererer som «market makers» eller som driver med systematisk internalisering, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 7 og 8. Egenhandel defineres i art. 4 nr. 1 pkt. 6 som handel for egen regning («trading against proprietary capital») som resulterer i gjennomførte transaksjoner i ett eller flere finansielle instrumenter. Egenhandel vil etter denne definisjonen ikke bare omfatte tjenesteyting, men også alminnelige kapitalforvaltning (investorvirksomhet). Det kan være en smakssak om man vil se unntaket for egenhandel i art. 2 som et virkelig unntak, eller bare som en presisering av hva som anses som en investeringstjeneste. Poenget synes å være at unntaket presiserer at egenhandel må inneholde et tjenesteelement for å medføre konsesjonsplikt. Egenhandel vil inneholde et tjenesteelement hvis egenhandel foretas (i) i tilknytning til en annen investeringstjeneste (for eksempel ordreutførelse for kunder), eller (ii) som market making eller systematisk internalisering.

En «market maker» defineres for øvrig i art. 4 nr. 1 pkt. 8 som en person som løpende tilbyr kjøps- og salgskurser som han er villig til å handle etter på egen bok. Det vises til lovutkastet § 2-6 annet ledd. Market makere kan opptre etter avtale med andre (for eksempel utsteder av det aktuelle finansielle instrument), eller på eget initiativ. Market-making kan foregå både i noterte og unoterte (OTC) instrumenter. Systematisk internalisering defineres i art. 4 nr. 1 pkt. 7 og behandles nærmere i pkt. 4.9 nedenfor.

Etter gjeldende norsk rett er handel med finansielle instrumenter for egen regning konsesjonspliktig etter vphl. § 7-1 første ledd dersom handelen foretas som ledd i investeringstjenestevirksomhet, basert på en tolkning av § 1-2 første ledd nr. 2, sml. § 8-5 første ledd. Foretak som driver egenhandel som tjeneste må ha tillatelse uavhengig av om foretaket også tilbyr andre investeringstjenester. Egenhandel i betydningen kapitalplassering for egen del, er ikke konsesjonspliktig fordi dette ikke regnes som en investeringstjeneste etter vphl. § 1-2 første ledd nr. 2 (derfor har det heller ikke vært nødvendig å gjøre unntak).

Det sentrale ved MiFIDs unntak er at egenhandel i form av kapitalplassering ikke er konsesjonspliktig, i motsetning til egenhandel i form av tjenesteyting, dvs. egenhandel i tilknytning til ordreutførelse mv. eller market-making og systematisk internalisering. I norsk rett følger det samme av definisjonen av egenhandel i vphl. § 1-2 første ledd nr. 2 slik denne skal forstås. Omsetning av finansielle instrumenter som ledd i kapitalplassering er således ikke å anse som en investeringstjeneste. Utvalget har valgt å forholde seg til direktivets systematikk på dette punktet, og foreslår derfor et eksplisitt unntak, jf. lovutkastet § 9-2 annet ledd nr. 6. Forslaget er kun en teknisk begrunnet presisering, og er ikke ment å endre den gjeldende rettstilstanden.

2.8.6 Investeringstjenesteyting som utelukkende består i å forvalte en ordning for arbeidstakeres eierandeler

Etter art. 2 nr. 1 bokstav e) skal direktivet ikke omfatte investeringstjenester som utelukkende består i å forvalte en ordning for arbeidstakeres eierandeler i virksomheten de arbeider i. Unntaket svarer til gjeldende ISD art. 2 nr. 2 bokstav d. I NOU 1995: 1 side 59 annen spalte legges det til grunn at dette unntaket for eksempel omfatter stiftelser som er opprettet med det formål å forvalte arbeidstakeres aksjer i det selskap de arbeider for. Det fremgår på samme sted at slik virksomhet heller ikke var omfattet av den dagjeldende verdipapirhandellov, men at det likevel ble foreslått et eksplisitt unntak i loven i samsvar med direktivbestemmelsen.

ISD art. 2 nr. 2 bokstav d) er gjennomført i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 5. Det fremgår at det ikke kreves tillatelse til å yte investeringstjenester der tjenestene bare består i å forvalte en ordning for arbeidstakeres eierandeler.

Utvalget foreslår å videreføre bestemmelsen i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 5 i lovutkastet § 9-2 annet ledd nr. 3.

2.8.7 Investeringstjenesteyting både innenfor samme konsern og ved forvaltning av ordning for arbeidstakeres eierandeler

Etter art. 2 nr. 1 bokstav f) skal direktivet ikke omfatte personer som både yter investeringstjenester innenfor samme konsern og ved forvaltning av en ordning for arbeidstakeres eierandeler. Det samme unntaket følger av gjeldende ISD art. 2 nr. 2 bokstav e.

I vphl. § 7-1 tredje ledd er det som nevnt ovenfor i pkt. 2.7.3 og 2.7.6 gjort unntak for personer som enten bare yter tjenester i samme konsern, eller bare som ledd i forvaltning av en ordning for arbeidstakeres eierandeler. Etter utvalgets oppfatning synes ikke bestemmelsen å gjøre unntak for personer som yter tjenester i begge sammenhenger, selv om dette standpunktet kan diskuteres. I NOU 1995: 1 pkt. 4.4.5.5 er ikke unntaket i ISD art. 2 nr. 2 bokstav e) særskilt omtalt, men utvalget foreslo opprinnelig i forslaget § 3-1 siste ledd en adgang for departementet til å gjøre unntak ut over de eksplisitte unntakene i samme bestemmelse. I NOU 1995: 1 side 60 første spalte står følgende av interesse:

> «På bakgrunn av de nevnte unntak direktivet oppstiller, men som utvalget pr. i dag anser upraktiske, foreslår utvalget at departementet gis tillatelse til å gjøre unntak for også andre investeringstjenester enn de som foreslås konkret oppregnet. Utvalget anser det lite hensiktsmessig at det ved utvikling av nye typer tjenester som nevnt i direktivet eventuelt skal forutsettes lovendring for å gi de unntak direktivet nevner.»

Utvalgets forslag om å gi departementet kompetanse til å gjøre ytterligere unntak fra konsesjonsreglene i verdipapirhandelloven ble ikke fulgt opp av departementet. I Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 23 annen spalte er det blant annet uttalt følgende:

> «Departementet kan ikke se at det er behov for en generell adgang til i særlige tilfeller å gjøre unntak fra kravet til tillatelse. Utvalget har begrunnet sitt forslag til en slik regel med at det ved utviklingen av nye typer tjenester som nevnt i direktivet ikke bør forutsettes lovendring for å innføre de unntak som følger av direktivet.
>
> Etter det departementet kan se har imidlertid utvalget foreslått unntaksbestemmelser som er fullt ut i samsvar med ISD med unntak av bestemmelsen om visse typer handler på termin- og opsjonsmarkeder, jf. ISD art. 2 nr. 2 bokstav j. Dette unntaket vil utvalget komme tilbake til i sin neste innstilling. Departementet foreslår på denne bakgrunn ingen ytterligere adgang til å gjøre unntak fra konsesjonskravet, utover de tilfeller som omfattes av den foreslåtte oppregning.»

På bakgrunn av de nevnte forarbeidsuttalelsene kan det synes som om unntaket i ISD art. 2 nr. 2 bokstav e) ble oversett i forbindelse med lovarbeidet. Utvalget vil imidlertid peke på at fravær av et slikt unntak ikke er i strid med våre EØS-forpliktelser. Som nevnt kan vi i vår nasjonale rett operere med et mer omfattende konsesjonsregime enn etter direktivet. Spørsmålet er imidlertid om unntaket i MiFID art. 2 nr. 1 bokstav f) nå bør gjennomføres i norsk rett.

Som nevnt innledningsvis i kapitlet bør det kreves gode grunner for å fravike utgangspunktene i MiFID. Det kan ikke utelukkes at det kan oppstå interessekonflikter hos foretak som både yter investeringstjenester innenfor samme konsern og forvalter arbeidstakeres eiendeler. Etter utvalgets syn er imidlertid slike interessekonflikter lite sannsynlige, blant annet sett hen til den lojalitet og felles interesse som vil foreligge mellom konsernet og dets arbeidstakere. Det bemerkes videre at det vil virke unødig fordyrende, til alles ulempe, dersom det kreves konsesjon i disse situasjonene, jf. kapitalkrav mv. På denne bakgrunn mener utvalget at unntaket i art. 2 nr. 1 bokstav f) bør gjennomføres i norsk rett. Så vidt utvalget kjenner til er unntaket som kommer til uttrykk i art. 2 nr. 1 bokstav f) allerede gjennomført i blant annet Sverige i forbindelse med implementeringen av ISD. Det vises til utvalgets forslag i lovutkastet § 9-2 annet ledd nr. 4.

2.8.8 Investeringstjenester som ytes av sentralbanker, myndigheter som forvalter offentlig gjeld mv.

I følge art. 2 nr. 1 bokstav g) skal direktivet ikke gjelde for «the European System of Central Banks» (ECB og de 25 sentralbankene i medlemsstatene) og andre offentlige organer som utøver lignende funksjoner. Utvalget legger til grunn at også EØS/EFTA-statenes sentralbanker omfattes, jf. EØS-avtalen Protokoll 1 nr. 7. Videre skal direktivet ikke gjelde for andre offentlige organer – herunder statlige, fylkeskommunale og kommunale – som er ansvarlig for eller som deltar i forvaltningen av offentlig gjeld. Unntaket vil også gjelde for et eventuelt riksgjeldskontor, jf. Sverige.

I følge vphl. § 7-1 annet ledd gjøres det unntak fra konsesjonskravet for den virksomhet som «utøves» av Norges Bank. Det gjøres imidlertid ikke

eksplisitt unntak fra kravet om tillatelse for (andre) offentlige organer som er ansvarlig for eller som deltar i forvaltningen av offentlig gjeld.

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende rett for så vidt gjelder unntaket for Norges Bank. Det foreslås presisert at det samme unntaket gjelder for offentlige myndigheters forvaltning av egen offentlig gjeld. Det vises til lovutkastet § 9-2 første ledd.

2.8.9 Investeringstjenesteyting som motpart i transaksjoner overfor sentralbanker, myndigheter som forvalter offentlig gjeld mv.

Unntaket som er beskrevet i pkt. 2.8.8 ovenfor gjelder for sentralbanker mv. i rollen som investeringstjenesteyter. I art. 2 nr. 2 gjøres det unntak for rettighetene andre foretak får etter direktivet når *de* yter tjenester overfor sentralbanker mv. Nærmere bestemt gjøres det unntak i den forstand at de rettigheter som direktivet gir foretakene (markedsadgang på grunnlag av hjemlandets tillatelse), ikke skal gjelde ved tjenesteyting som motpart («counterparty») i transaksjoner utført av sentralbanker, offentlige organer i deres forvaltning av offentlig gjeld mv. Utvalget forstår bestemmelsen slik at det i disse situasjonene kan stilles vilkår om nasjonal tillatelse overfor utenlandske foretak, uavhengig av eventuell hjemstatstillatelse.

Unntaket er ikke gjennomført i norsk rett, og det foreligger således ingen rettslige begrensninger i EØS-foretakenes markedsadgang som motpart overfor Norges Bank eller offentlige myndigheter.

Utvalget antar at begrunnelsen for at direktivet ikke får anvendelse har sammenheng med et ønske om å ha mulighet for en noe tettere nasjonal kontroll med de verdipapirforetak som opptrer som motparter overfor sentralbanker og offentlige myndigheter. Etter utvalgets oppfatning er det ikke behov for å operere med slike unntak ved siden av den valgfrihet som må antas å foreligge med hensyn til valg av motpart (basert på pris, motpartsrisiko mv.). Motpartene antas dessuten normalt å være større, etablerte verdipapirforetak. Utvalget foreslår på denne bakgrunn ingen endring i gjeldende rett på dette punktet.

2.8.10 Verdipapirfond og pensjonskasser, samt depotmottakere og forvaltere for slike

I følge art. 2 nr. 1 bokstav h) gjelder ikke direktivet for pensjonskasser eller verdipapirfond, og heller ikke for depotmottakere eller forvaltningsselskap for slike verdipapirfond og kasser. Det er ikke avgjørende om de nevnte subjektene er regulert av annen fellesskapslovgivning, for eksempel slik som for UCITS-fond, eller kun er regulert på nasjonalt plan. Sammenlignet med ISD art. 2 nr. 2 bokstav h) går MiFID lenger ved også å omfatte pensjonskasser.

I følge vphl. § 7-1 annet ledd kreves det ikke tillatelse for den virksomhet som utøves av forvaltningsselskaper for verdipapirfond. Det er ikke nødvendig å unnta verdipapirfondet i seg selv, fordi verdipapirfondet i denne sammenheng bare er en formuesmasse som administreres av forvaltningsselskapet, jf. verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 1 til 3.

Verdipapirhandelloven § 7-1 gjør ikke unntak for depotmottakere. I den grad depotmottakere for eksempel formidler eller utfører ordre om kjøp og salg av verdipapirfondets finansielle instrumenter, kreves med andre ord tillatelse etter verdipapirhandelloven. Depotmottakere reguleres til en viss grad av verdipapirfondloven, se for eksempel § 5-3. En depotmottaker er i verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 4 definert som et foretak under offentlig tilsyn som oppbevarer verdiene som inngår i et verdipapirfond og mottar innbetalinger og forestår utbetalinger for verdipapirfondets regning.

Heller ikke pensjonskasser er unntatt fra verdipapirhandellovens konsesjonskrav. I den grad slike foretak yter investeringstjenester kreves altså konsesjon som verdipapirforetak. Pensjonskasser omfattes av forsikringsvirksomhetsloven, jf. § 1-1 annet ledd, jf. forskrift 19. februar 1993 nr. 117 om forsikringsvirksomhetslovens anvendelse på pensjonskasser og pensjonsfond (pensjonskasseforskriften).

Utvalget viser til at unntaket i art. 2 nr. 1 bokstav h) må forstås slik at det får anvendelse for pensjonskasser, forvaltningsselskaper for verdipapirfond og depotmottakere for disse. Det er altså de subjektene som nevnt, i utførelsen av slike subjekters normale virksomhet, som er unntatt fra direktivet, herunder konsesjonskravet.

Utvalget foreslår å videreføre unntaket for forvaltningsselskaper for verdipapirfond, jf. vphl. § 7-1 annet ledd, se lovutkastet § 9-2 første ledd. Det vises til at slike foretak er underlagt særregulering i verdipapirfondloven, herunder virksomhetsbegrensningen i verdipapirfondloven § 2-7 tredje ledd.

Både private og kommunale pensjonskasser er underlagt virksomhetsbegrensningene i forsikringsvirksomhetsloven § 7-1, jf. pensjonskasseforskriften § 2 og § 22. Slike begrensninger foreslås

for øvrig videreført i NOU 2004: 24 Banklovkommisjonens utredning nr. 12, se forslaget til ny § 1-4 (side 160). Det er utvalgets syn at pensjonskasser, i likhet med forsikringsselskaper, bør reguleres av begrensningene i den respektive særlovgivning. Det foreslås derfor at det inntas et unntak for pensjonskasser i lovutkastet § 9-2 første ledd. Det vises til omtalen av forsikringsselskaper ovenfor i pkt. 2.7.2.

Utvalget foreslår videre at unntaket fra kravet om konsesjon også skal gjelde for depotmottakere under utøvelsen av den normale virksomhet, jf. lovutkastet § 9-2 første ledd.

2.8.11 Investeringsrådgivning knyttet til annen næringsvirksomhet, uten særskilt vederlag

Unntaksbestemmelsen i MiFID art. 2 nr. 1 bokstav j) er ny som følge av at investeringsrådgivning blir en konsesjonspliktig investeringstjeneste, se nærmere om investeringstjenester i pkt. 2.3 ovenfor. I følge unntaket skal direktivet ikke gjelde for personer som gir råd om investeringer som ledd i næringsvirksomhet som ikke omfattes av direktivet. Det er i tillegg et vilkår om at det ikke ytes et særskilt vederlag for investeringstjenesteytingen («not specifically remunerated»):

> «persons providing investment advice in the course of providing another professional activity not covered by this Directive provided that the provisions of such advice is not specifically remunerated;»

Utvalget antar at det med næringsvirksomhet som ikke omfattes av direktivet («not covered by this Directive») forstås virksomhet som verken omfattes av vedlegg I del A (investeringstjenester) eller del B (tilknyttede tjenester). Det vises blant annet til at interessekonflikter ikke bare kan være et problem dersom investeringsrådgivning tilbys i tilknytning til andre investeringstjenester, men også i forbindelse med tilknyttede tjenester.

Vilkåret om at det ikke kan ytes særskilt vederlag må etter utvalgets syn ses i sammenheng med hovedregelen om direktivets anvendelsesområde. Direktivet gjelder for verdipapirforetak. Som verdipapirforetak regnes foretak som yter investeringstjenester på forretningsmessig basis («whose regular occupation or business is»), jf. art. 4 nr. 1 pkt. 1, se nærmere i pkt. 2.2.1 ovenfor. Etter utvalgets syn må dette bety at investeringsrådgivning for «særskilt vederlag» neppe kan forstås på samme måte som investeringsrådgivning «på forretningsmessig basis». I så fall ville unntaket vært overflødig. Basert på dette antar utvalget at unntaket kommer til anvendelse i de tilfeller hvor det ytes vederlag som også omfatter investeringsrådgivningen, men hvor verken hele eller deler av vederlaget er identifisert som betaling for denne tjenesten særskilt. Betalingen må gjelde den «andre» næringsytelsen, selv om vederlagets størrelse likevel må kunne bære preg av den «kvalitet» som tilføres ved at det også kan gis investeringsråd.

Dersom investeringsrådgivningen er den primære bakgrunnen for kundeforholdet, er det imidlertid utvalgets syn at investeringsrådene ikke er gitt «in the course of providing another professional activity». I så fall vil unntaket ikke komme til anvendelse av den grunn, selv om investeringsrådgivningen ytes uten særskilt vederlag.

Som en følge av at investeringsrådgivning etter gjeldende norsk rett ikke anses som en investeringstjeneste, kreves det ikke konsesjon for å drive slik virksomhet. Det er derfor naturlig nok heller ingen unntak som svarer til direktivet på dette punktet.

Investeringsrådgivning stiller store krav til tjenesteyter, både med hensyn til profesjonalitet i de råd som gis (herunder opplysninger om tilknyttet risiko) og med hensyn til å unngå (mulige) interessekonflikter i forhold til kunden. Dette er også bakgrunnen for at investeringsrådgivning nå som hovedregel blir konsesjonsbelagt, med de operasjonelle og organisatoriske krav som dette vil medføre.

Etter utvalget oppfatning gjør ikke hensynet til investorbeskyttelse seg like sterkt gjeldende innenfor rammene av unntaket i art. 2 nr. 1 bokstav j, som beskrevet ovenfor. Det foreslås derfor et tilsvarende unntak som i direktivet i lovutkastet § 9-2 annet ledd nr. 7. Utvalget nevner at forslaget, innenfor rammene som nevnt, for eksempel kan tenkes å omfatte regnskapsførere som anbefaler salg av aksjer før årsskiftet mv.

2.8.12 Egenhandel i finansielle instrumenter og generell investeringstjenesteyting vedrørende varederivater eller derivater som nevnt i vedlegg I C nr. 10 overfor kunder i hovedvirksomheten

I følge art. 2 nr. 1 bokstav i) gjelder ikke direktivet for egenhandel i finansielle instrumenter, eller investeringstjenesteyting vedrørende særskilt angitte typer derivatkontrakter til kunder i hovedvirksomheten. Det forutsettes at egenhandelen og tjenesteytingen er aktiviteter som er tilknyttet («ancillary activity to») hovedvirksomheten. Hovedvirksomheten kan ikke være yting av inves-

teringstjenester eller banktjenester etter henholdsvis MiFID og bankdirektivet. Hovedvirksomhetens karakter skal vurderes på konsernbasis. Bestemmelsen lyder som følger:

> «persons dealing on own account in financial instruments, or providing investment services in commodity derivatives or derivative contracts included in Annex I, Section C 10 to the clients of their main business, provided this is an ancillary activity to their main business, when considered on a group basis, and that main business is not the provision of investment services within the meaning of this Directive or banking services under Directive 2000/12/EC;»

De derivatkontraktene det siktes til er varederivatene som nevnt i vedlegg I del C nr. 5 til 7. På bakgrunn av at direktivet også henviser til vedlegg I del C nr. 10, omfattes i tillegg alle andre derivater med ikke-finansielle underliggende (for eksempel klimatiske variabler, fraktrater, utslippstillatelser og offisielle økonomiske statistikker), jf. ovenfor. Dette gjelder med unntak av kredittderivater og differansekontrakter (CFDer), jf. MiFID C nr. 8 og nr. 9 (men noen CFDer kan som tidligere nevnt også være omfattet av MiFID C nr. 5 til C nr. 7, se pkt. 2.5.9 ovenfor).

Unntaket reiser flere tolkningsspørsmål. For så vidt gjelder vurderingen av hva som skal anses som «ancillary to the main business on a group level», gir art. 2 nr. 3 hjemmel til Kommisjonen til å fastsette utfyllende regler. CESR har ennå ikke fått i mandat å foreslå slike regler. I alle tilfelle må det vurderes konkret om tjenesteytingen kan sies å være tilknyttet hovedvirksomheten på konsernnivå. Utvalget antar at denne vurderingen må foretas på bakgrunn av virksomhetens karakter og de hensyn som reguleringen av verdipapirforetak skal ivareta.

Et spørsmål er hvorvidt vilkåret «ytes til kunder i hovedvirksomheten», både gjelder de nevnte investeringstjenester (knyttet til derivater) og foretakets egenhandel (i ethvert finansielt instrument). Spørsmålet kan stilles på bakgrunn av tegnsettingen i den engelske versjonen av direktivet (annerledes i dansk versjon). Utvalget legger til grunn at den egenhandel som det siktes til i unntaket gjelder all egenhandel der vilkårene er oppfylt. Tanken synes å være at den egenhandel som det i praksis kan være tale om, er hedging/sikring av derivatkontrakter som foretaket inngår med sine kunder. På denne bakgrunn kan det neppe være meningen at begrensningen som ligger i «ytes til kunder i hovedvirksomheten» skal gjelde for foretakets egenhandel.

Et annet spørsmål er om unntaket omfatter personer som *både* driver egenhandel som tjeneste og tilbyr investeringstjenester i tilknytning til varederivater mv. Utvalget antar at unntaket gjelder begge formene for tjenesteyting samlet.

Utvalget peker for øvrig på at unntaket i art. 2 nr. 1 bokstav i) ikke kommer til anvendelse dersom hovedvirksomheten består i yting av investerings- eller banktjenester. Unntaket kommer imidlertid til anvendelse for konserner med annen hovedvirksomhet, for eksempel kraftproduksjon.

Det følger allerede av vphl. § 1-7 første ledd at investeringstjenesteytere på varederivatmarkedet (varederivatforetakene) ikke behøver tillatelse (blant annet kapittel 7 får ikke anvendelse). Etter MiFID vil utgangspunktet imidlertid være at også tjenesteytere på varederivatmarkedet underlegges full regulering som verdipapirforetak, men med unntak etter art. 2. Verdipapirhandelloven § 7-1 tredje ledd nr. 4 dekker deler av området for unntaket i MiFID art. 2 nr. 1 bokstav i). Den norske unntaksbestemmelsen bygger på ISD art. 2 nr. 2 bokstav i), og omtales nærmere i forbindelse med behandlingen av unntaket i MiFID art. 2 nr. 1 bokstav k), se pkt. 2.7.13.

Etter utvalgets oppfatning bør det av hensyn til norske aktørers konkurransevilkår gjøres unntak i tråd med direktivet på dette punktet. Utvalget antar at dette også vil forhindre eventuell regelarbitrasje med tanke på at aktører som driver virksomhet i Norge velger å etablere seg i andre land som gjennomfører unntaket. Etter det utvalget kjenner til vil blant annet Tyskland, Sverige og Danmark følge samme løsning som det som her foreslås. Utvalget foreslår derfor en unntaksbestemmelse i tråd med MiFIDs unntaksbestemmelse, jf. lovutkastet § 9-2 første ledd nr. 9. Sett i sammenheng med dette forslaget, og forslaget til gjennomføring av unntaket i art. 2 nr. 1 bokstav k), antar utvalget at gjeldende unntaksregel i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 4, i likhet med § 1-7, bør oppheves. Det antas at den opphevede unntaksbestemmelsens virkeområde vil falle innenfor de nye unntakene.

For ordens skyld nevnes for øvrig at det i direktivet art. 65 nr. 3 bokstav d) er lagt opp til at Kommisjonen innen 30 måneder etter direktivets ikrafttredelse skal revurdere unntaket i art. 2 nr. 1 bokstav i). Det kan med andre ord skje endringer som gjør det nødvendig å oppheve unntaket i nasjonal rett innenfor en relativt kort tidsperiode.

2.8.13 Personer som i sin hovedvirksomhet handler med varer eller varederivater

I følge art. 2 nr. 1 bokstav k) gjelder ikke direktivet for personer som har som hovedvirksomhet å handle for egen regning med varer og/eller varederivater:

> «persons whose main business consists of dealing on own account in commodities and/or commodity derivatives. This exception shall not apply where the persons that deal on own account in commodities and/or commodity derivatives are part of a group the main business of which is the provision of other investment services within the meaning of this Directive or banking services under Directive 2000/12/EC;»

Som det fremgår, skal unntaket likevel ikke gjelde for ovennevnte personer som er del av et konsern («part of a group») som har som hovedvirksomhet å yte andre investeringstjenester eller banktjenester. Dersom konsernet anses å ha slik tjenesteyting som hovedvirksomhet, kreves altså konsesjon også for det foretaket som handler med varer eller varederivater. Også her kan Kommisjonen fastsette utfyllende regler, jf. art. 2 nr. 3. CESR har som nevnt ennå ikke fått i mandat å foreslå slike regler.

I følge vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 4 kreves det ikke tillatelse til å yte investeringstjenester der personer eller foretak som har som sin hovedvirksomhet å handle med råvarer seg imellom eller med produsenter eller profesjonelle brukere av slike varer, yter investeringstjenester kun til disse motparter og bare i det omfang som er nødvendig for å kunne utøve sin hovedvirksomhet. Bestemmelsen bygger på ISD art. 2 nr. 2 bokstav i), og omfatter ikke personer eller foretak som i sin hovedvirksomhet handler med vare*derivater*, slik som i MiFID. Videre er den norske bestemmelsen avgrenset til tjenesteyting overfor særskilte motparter, og bare i nødvendig omfang for å kunne utøve hovedvirksomheten (råvarehandel). MiFID art. 2 nr. 1 bokstav k) synes ikke å sette slike begrensninger.

Utvalget foreslår som nevnt i pkt. 2.7.12 ovenfor at unntaket i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 4 oppheves. Det foreslås i stedet en ny bestemmelse i tråd med art. 2 nr. 1 bokstav i). Heller ikke i forhold til art. 2 nr. 1 bokstav k) kan utvalget se at det foreligger nasjonale hensyn som i tilstrekkelig grad taler mot å gjøre unntak. Det foreslås derfor en ny bestemmelse i lovutkastet § 9-2 annet ledd nr. 10 i tråd med direktivets unntaksbestemmelse.

2.8.14 Foretak som handler for egen regning i derivatmarkedet og pengemarkedet for å sikre posisjoner, handler på vegne av andre medlemmer i derivatmarkedet eller stiller priser for slike medlemmer

I følge MiFID art. 2 nr. 1 bokstav l) skal direktivet ikke gjelde for følgende foretak:

> «firms which provide investment services and/or perform investment activities consisting exclusively in dealing on own account on markets in financial futures or options or other derivatives and on cash markets for the sole purpose of hedging positions on derivatives markets or which deal for the accounts of other members of those markets or make prices for them and which are guaranteed by clearing members of the same markets, where responsibility for ensuring the performance of contracts entered into by such firms is assumed by clearing members of the same markets;»

Den danske og svenske versjonen lyder:

> «selskaber, hvis investeringsservice og/eller aktiviteter udelukkende består i at handle for egen regning på finansielle futures-, options- eller andre derivat- og spotmarkeder med det ene formål at afdække deres positioner på derivatmarkeder, eller som handler på vegne af eller stiller priser til andre medlemmer af samme marked, og som garanteres af dette markeds clearingmedlemmer, idet ansvaret for opfyldelse af de kontrakter, som indgås af sådanne personer, påhviler det samme markeds clearingmedlemmer»

og,

> «företag som tillhandahåller investeringstjänster och/eller utför investeringsverksamhet som uteslutande består av handel för egen räkning på marknader för finansiella terminer eller optioner eller andra derivat och på kontantmarknader endast i syfte att skydda positioner på derivatmarknader eller som handlar på uppdrag av andra medlemmar på dessa marknader och ställer priser för dem och som garanteras av clearingmedlemmar på dessa marknader, och ansvaret för verkställigheten av avtal som ingås av dessa företag bärs av clearingmedlemmar på dessa marknader,»

Bestemmelsen i MiFID art. 2 nr. 1 bokstav l) har en tilnærmet lik bestemmelse i ISD art. 2 nr. 2 bokstav j. Bestemmelsen i ISD lyder:

> «(j) firms that provide investment services consisting exclusively in dealing for their own account on financial-futures or options markets

or which deal for the accounts of other members of those markets or make prices for them and which are guaranteed by clearing members of the same markets. Responsibility for ensuring the performance of contracts entered into by such firms must be assumed by clearing members of the same markets;»

I NOU 1995: 1 side 59-60 uttales følgende om ISD art. 2 nr. 2 bokstav j:

«Etter art. 2 nr. 2 bokstav j) skal direktivet ikke omfatte foretak hvis investeringstjenester bare består i å handle for egen regning på et termin- eller opsjonsmarked, eller som handler på vegne av, eller stiller priser til, andre medlemmer av samme marked, og som garanteres av et medlem av samme marked som foretar betalingsoppgjør. Det er forutsatt at ansvaret for oppfyllelsen av de kontrakter slike foretak inngår, må ligge hos et medlem av en avregningssentral på det samme marked. Utvalget antar at denne direktivbestemmelsen kun omfatter foretak som ikke selv er medlemmer av en oppgjørssentral, men som for å handle må være tilsluttet et annet foretak som er medlem av en slik sentral. Utvalget legger til grunn at det i Norge idag ikke er foretak som vil omfattes av denne bestemmelsen. Foretak som har konsesjon til å være market maker i opsjoner, handler kun mot fondsmeglerforetakene og ikke direkte mot sluttkunder. Foretakene er imidlertid selvstendige medlemmer av Norsk Opsjonssentral. Utvalget vil komme tilbake til om det bør tas inn et unntak som nevnt i forbindelse med gjennomgangen av reglene om opsjonshandel i delinnstilling II.

På bakgrunn av de nevnte unntak direktivet oppstiller, men som utvalget pr. i dag anser upraktiske, foreslår utvalget at departementet gis tillatelse til å gjøre unntak for også andre investeringstjenester enn de som foreslås konkret oppregnet. Utvalget anser det lite hensiktsmessig at det ved utvikling av nye typer tjenester som nevnt i direktivet eventuelt skal forutsettes lovendring for å gi de unntak direktivet nevner.»

Det er per i dag ikke gjort unntak fra kravet om konsesjon (og medfølgende regulering i verdipapirhandelloven) for slike foretak som omfattes av ISD art. 2 nr. 2 bokstav j) eller MiFID art. 2 nr. 1 bokstav l.

Utvalget går ikke nærmere inn på eventuelle forskjeller mellom ISDs og MiFIDs formuleringer av unntaket. Unntaket i MiFID art. 2 nr. 1 bokstav l) synes å gjelde for foretak som handler for egen regning i derivatmarkedet og kontantmarkedet, forutsatt at eneste formål er å sikre posisjoner i derivatmarkedet, samt at oppgjørsmedlemmer eller oppgjørssentral fra de samme markedene trer inn som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelsen av kontraktene. Unntaket synes videre å gjelde når et foretak handler på vegne av andre medlemmer i derivatmarkedet, eller stiller priser for slike medlemmer, forutsatt at prisene som stilles og kontraktene som inngås (i likhet med for unntaket for egenhandel) er sikret ved at oppgjørsmedlemmer eller oppgjørssentral fra de samme markedene trer inn som part eller på annen måte garanterer for prisene og oppfyllelsen av kontraktene.

Etter utvalgets oppfatning bør det ikke kreves konsesjon som verdipapirforetak for de foretak som omfattes av direktivet art. 2 nr. 1 bokstav l. Aktørene som er involvert i denne typen virksomhet er profesjonelle, og det er derfor ikke tilstrekkelig grunn til å avvike fra direktivets unntak på dette punktet. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at det tas inn unntak i verdipapirhandelloven som svarer til direktivbestemmelsen. Lovteknisk foreslår utvalget at det formuleres to separate bestemmelser, noe som etter utvalgets syn klargjør innholdet i unntaket. Det vises til § 9-2 annet ledd nr. 11 og 12.

2.9 Mottak og formidling av ordre og investeringsrådgivning kan på visse vilkår unntas fra EØS-reglene

2.9.1 EØS-rett

I følge art. 3 kan medlemsstatene i egenskap av hjemstat for nasjonale foretak, på nærmere vilkår kan velge å ikke la direktivet komme til anvendelse for personer som mottar og formidler ordre og driver med investeringsrådgivning. Dersom unntaksadgangen benyttes vil de aktuelle nasjonale foretakene heller ikke omfattes av direktivets regler om markedsadgang i EØS-området, jf. art. 3 nr. 2.

Etter art. 3 nr. 1 er den valgfrie unntaksadgangen begrenset til visse investeringstjenester. Bestemmelsen lyder:

«Member States may choose not to apply this Directive to any persons for which they are the home Member State that:
- are not allowed to hold clients' funds or securities and which for that reason are not allowed at any time to place themselves in debit with their clients, and
- are not allowed to provide any investment service except the reception and transmission of orders in transferable securities and units in collective investment undertakings and the provision of investment advice in relation to such financial instruments, and

– in the course of providing that service, are allowed to transmit orders only to:
  (i) investment firms authorised in accordance with this Directive;
  (ii) credit institutions authorised in accordance with Directive 2000/12/EC;
  (iii) branches of investment firms or of credit institutions which are authorised in a third country and which are subject to and comply with prudential rules considered by the competent authorities to be at least as stringent as those laid down in this Directive, in Directive 2000/12/EC or in Directive 93/6/EEC;
  (iv) collective investment undertakings authorised under the law of a Member State to market units to the public and to the managers of such undertakings;
  (v) investment companies with fixed capital, as defined in Article 15(4) of Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent(17), the securities of which are listed or dealt in on a regulated market in a Member State;

provided that the activities of those persons are regulated at national level.»

Unntaket omfatter personer som ikke kan besitte penger eller verdipapirer som tilhører deres kunder, og som av den grunn ikke på noe tidspunkt vil ha noen betalings- eller leveringsforpliktelse overfor disse, jf. art. 3 nr. 1 første strekpunkt.

Det er videre en forutsetning at de aktuelle personene ikke kan yte andre investeringstjenester enn mottak og formidling av ordre og investeringsrådgivning i tilknytning til omsettelige verdipapirer og verdipapirfondsandeler, jf. art. 3 nr. 1 annet strekpunkt.

Det kreves videre at virksomheten til de aktuelle personene er regulert på nasjonalt nivå, og bare formidler ordre til verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, forvaltningsselskap for verdipapirfond eller investeringsselskap med fast kapital som definert i annet selskapsdirektiv 77/91/EØF art. 15.4 (investeringsselskap med fast kapital er en ukjent selskapskategori i Norge), jf. MiFID art. 3 nr. 1 tredje strekpunkt.

2.9.2 Norsk rett

Mottak og formidling av ordre på forretningsmessig basis er som utgangspunkt underlagt krav om tillatelse etter gjeldende rett, jf. vphl. § 7-1 første ledd, jf. § 1-2 første ledd nr. 1. Det følger imidlertid av vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3 at tillatelse likevel ikke kreves der investeringstjenesten bare består i å formidle ordre om verdipapirer og andeler i verdipapirfond til verdipapirforetak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge eller forvaltningsselskap for verdipapirfond, forutsatt at det ikke forestås oppgjør. Bestemmelsen gjennomfører gjeldende ISD art. 2 nr. 2 bokstav g, se nærmere NOU 1995: 1 side 59 og Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 23. Det fremgår av motivene at unntaket gjelder rene formidlere (må forutsetningsvis også omfatte mottak) av ordre til foretak som har konsesjon til å yte investeringstjenester, altså kredittinstitusjoner eller andre verdipapirforetak, samt forvaltningsselskap for verdipapirfond. Unntaket gjelder kun verdipapirer (underforstått omsettelige verdipapirer, jf. ISD art. 2 nr. 2 bokstav g) og verdipapirfondsandeler.

I utredningen fra 1995 foreslo utvalget i utgangspunktet at unntaket skulle gjelde i forhold til finansielle instrumenter generelt. Avgrensningen til omsettelige verdipapirer og verdipapirfondsandeler kom inn i departementets behandling på bakgrunn av at dette ble ansett best i samsvar med EØS-forpliktelsene, jf. Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 23. Med vilkåret om at det ikke kan forestås oppgjør menes at foretaket ikke kan håndtere penger eller verdipapirer som tilhører deres kunder, og at foretaket av den grunn ikke på noe tidspunkt skal risikere å komme i debet, jf. NOU 1995: 1 side 59 første spalte.

Investeringsrådgivning er per i dag ikke definert som en investeringstjeneste som krever konsesjon i medhold av verdipapirhandelloven. Spørsmålet om unntak har derfor inntil nå ikke vært aktuelt for denne tjenesten. Investeringsrådgivning er for øvrig en tilknyttet tjeneste som verdipapirforetak kan yte dersom det er gitt melding til Kredittilsynet, jf. vphl. § 8-1. Foretak som ikke yter investeringstjenester kan etter gjeldende rett tilby tilknyttede tjenester – som for eksempel investeringsrådgivning – uten konsesjon eller melding til Kredittilsynet. Det gjelder særlige regler for forvaltningsselskap for verdipapirfond etter verdipapirfondloven § 2-1, jf. fjerde ledd.

2.9.3 Utvalgets vurdering

MiFID art. 3 nr. 1 er en videreføring av ISD art. 2 nr. 2 bokstav g) for så vidt gjelder mottak og formidling av ordre, jf. vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3. En forskjell er at unntaket ikke er valgfritt etter ISD, mens det i MiFID er adgang til å la direktivet komme til anvendelse med de EØS-rettigheter og den regulering dette medfører, jf. art. 3 nr. 2 motsetningsvis. Dette er etter utvalgets oppfatning ikke av avgjørende betydning i forhold til vurderingen av om det bør opereres med unntak eller ikke i norsk rett. Under enhver omstendighet savnes tilstrekkelig norsk regulering for å oppfylle vilkåret i MiFID art. 3 nr.1.

Utvalget peker innledningsvis på at det må sondres mellom foretak som på selvstendig basis driver formidling som nevnt i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3, og foretak som utfører investeringstjenester, herunder formidling, som tilknyttet agent for et verdipapirforetak. I sistnevnte tilfelle drives agentens virksomhet for verdipapirforetakets regning og risiko, se nærmere i pkt. 4.7 nedenfor. I førstnevnte tilfelle ytes formidlingstjenesten som sådan for egen regning og eget ansvar. Kredittilsynet forutsetter likevel i rundskriv 7/2005 at verdipapirforetaket ved all formidling har et ansvar overfor kunden. Utvalget bemerker at det kan være vanskelig å trekke grensen mellom tilknyttede agenter og selvstendige formidlere, for eksempel i tilfeller hvor formidlere mottar returprovisjon fra de verdipapirforetakene som ordrene formidles til. Like fullt er både gjeldende ISD (art. 1 nr. 2 i.f. vs. art. 2 nr. 2 bokstav g) og MiFID (art. 23 vs. art. 3) bygget opp etter denne systematikken.

Utvalget har vurdert om det fortsatt bør være adgang til å drive selvstendig formidling som nevnt i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3, uten at vedkommende direkte eller indirekte underlegges det regelverket som gjelder for verdipapirforetakenes virksomhet. I vurderingen må det ses hen til de løsninger som velges med hensyn til omkringliggende regelverk. Blant annet er det relevant å se hen til at dette unntaket kun er aktuelt for personer som har formidling som del av sin sedvanlige yrkesvirksomhet. Som det fremgår i pkt. 2.8.4 ovenfor, foreslår utvalget blant annet å videreføre unntaket fra konsesjonskravet for investeringstjenester som bare ytes ved enkelte anledninger som ledd i annen yrkesvirksomhet. Videre har det betydning om verdipapirforetakene tillates å benytte tilknyttede agenter til å formidle ordre mv. Som det fremgår av pkt. 4.7 nedenfor, foreslår utvalget at det bør være adgang til slik bruk av agenter, ut fra det syn at verdipapirforetak (og forvaltningsselskap for verdipapirfond) står ansvarlig også for agentens virksomhet i disse tilfellene.

Utvalget er kjent med at Kredittilsynet har mottatt henvendelser fra investorer om pågående formidlere som ikke har konsesjon som verdipapirforetak. Det synes å være problemer knyttet til den «atferdsfrihet» som slike formidlere nyter, sammenlignet med verdipapirforetakene, selv om formidlere uten konsesjon riktig nok også må forholde seg til de alminnelige verdipapirrettslige atferdsregler som gjelder for enhver, jf. for eksempel vphl. § 2-9 (tidligere § 2-5), og til annet omkringliggende regelverk som for eksempel markedsføringsloven og alminnelige avtalerettslige regler om avtaleinngåelse og ugyldighet. Videre synes det å være knyttet visse tilsynsmessige utfordringer til at formidlere uten konsesjon ikke er underlagt regler om ordrebokføring og lydopptak mv. Kredittilsynet har utarbeidet et rundskriv om disse problemstillingene, jf. rundskriv 7/2005.

MiFID skiller som nevnt systematisk mellom unntak fra konsesjonsregimet for selvstendige formidlere, jf. art. 3, og verdipapirforetakenes adgang til å benytte tilknyttede agenter (med konsesjonsfrihet for agenten), jf. art. 23. Utvalget foreslår å oppheve unntaket for formidling av ordre vedrørende omsettelige verdipapirer og andeler i verdipapirfond. Det foreslås på den annen side at tilknyttede agenter kan yte særskilt angitte investeringstjenester (herunder ordreformidling) på verdipapirforetaks og forvaltningsselskapers vegne og ansvar, uten at agenten selv behøver konsesjon, se nærmere lovutkastet § 10-20 og utkast til ny § 1-6 i lov om verdipapirfond. (se lovutkastet § 19-1 nr. 2), jf. pkt. 4.7 nedenfor.

Etter utvalgets syn taler hensynet til investorbeskyttelse for at formidling av ordre i tilknytning til omsettelige verdipapirer og annenhåndsomsetning av verdipapirfondsandeler kun bør være konsesjonsfritt dersom formidleren er tilknyttet ett enkeltstående verdipapirforetak, og hvor virksomheten derfor må utføres i overensstemmelse med de krav som gjelder for verdipapirforetakets bruk av tilknyttede agenter. Tilsynsmessige hensyn trekker etter utvalgets syn i samme retning. Utvalget tror ikke forslaget vil medføre konkurransemessige ulemper for norske foretak, sett hen til forslaget om verdipapirforetaks bruk av tilknyttede agenter. Utvalget antar at formidling av omsettelige verdipapirer som nevnt i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3, i praksis, og for det alt vesentlige, vil baseres på formidlings-/agentavtaler med verdipapirforetak. Det som her er sagt gjelder tilsvarende i forhold til den foreslåtte regelen om tilknyttede agenter for forvaltningsselskap for verdipapirfond.

Spørsmålet som gjenstår er om det skal gjøres unntak for investeringsrådgivning, slik det også åpnes for i art. 3. Utvalget forstår direktivet slik at det er anledning til å gjøre unntak for personer som både driver investeringsrådgivning og mottar og formidler ordre. Et slikt unntak kan for eksempel tenkes for de som både driver investeringsrådgivning og formidling av ordre om tegning og innløsning i verdipapirfond. Det synes heller ikke noe i veien for å velge mellomløsninger, for eksempel at investeringstjenestene ikke kan ytes i sammenheng uten konsesjon, men at investeringsrådgivning isolert sett kan ytes konsesjonsfritt. Utvalget har på bakgrunn av hensynet til investorbeskyttelse og av tilsynsmessige hensyn kommet til at investeringsrådgivning, på samme måte som formidling av ordre, som utgangspunkt ikke bør unntas fra konsesjonsregimet i verdipapirhandelloven. Utvalget ser det som viktig at det åpnes for en mer inngående kontroll av rådgivningsvirksomheten, og at det innføres klarere regler om håndtering av interessekonflikter mv.

For verdipapirforetak med begrenset tjenestespekter, kan gode grunner tale for at enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde for disse. Mest praktisk vil dette gjelde de verdipapirforetak som utelukkende har konsesjon til å drive med investeringsrådgivning og/eller formidling av ordre. Noen av bestemmelsene legger dessuten hindringer i veien for å opprettholde forretningskonseptet til såkalte private equity selskaper. Norsk Venturekapitalforening har i brev av 15. april 2005 til Finansdepartementet pekt på nettopp dette.[6] Utvalget foreslår på denne bakgrunn en forskriftshjemmel som åpner for å gi verdipapirhandelloven et noe innskrenket anvendelsesområde for foretak som kun driver investeringsrådgivning og formidling av ordre knyttet til omsettelige verdipapirer og verdipapirfondsandeler. Som følge av beskrankningene i direktivet art. 3, foreslås forskriftshjemmelen avgrenset til de foretak som ikke besitter klientmilder og som bare kan formidle ordre til verdipapirforetak (herunder kredittinstitusjon) og forvaltningsselskap. Det vises til lovutkastet § 1-3. Forskriftskompetansen kan bare omfatte bestemmelser som ikke er del av Norges EØS-forpliktelser, med mindre vilkåret om «regulated at national level» er eller blir oppfylt, jf. art. 3 nr. 1 annet ledd.

Den foreslåtte forskriftshjemmelen vil kunne benyttes fullt ut eller bare delvis innenfor de rammer som hjemmelen trekker opp. For eksempel kan det tenkes gode grunner for at en eventuell forskrift ikke bør innskrenke lovens anvendelsesområde for foretak som både driver investeringsrådgivning og formidling av ordre, selv om forskriftshjemmelen åpner for unntak for foretak som yter begge disse tjenestene.

Utvalget viser konkret til følgende mulige unntak i en slik forskrift (någjeldende paragrafnummerering i parentes):

- lovutkastet § 8-4 (§ 2a-4): Bestemmelsen skal ikke være til hinder for at ansatt i rådgivningsselskapet kan delta i utarbeidelsen av beslutningsgrunnlag for så vidt gjelder investeringer i selskap som vedkommende leder, eller har ledende stilling i eller hvor vedkommende er medlem av styret. I slike tilfeller skal det fremgå av beslutningsgrunnlaget at slik person har deltatt i utarbeidelsen, hvis dette ikke er åpenbart for beslutningstakerne.
- lovutkastet § 10-2 tredje ledd nr. 1 (§ 8-3 tredje ledd nr. 1): Bestemmelsen skal ikke gjelde.
- lovutkastet § 10-2 tredje ledd nr. 2 (§ 8-3 tredje ledd nr. 2): Skal ikke gjelde dersom mottakerne av investeringsråd informeres om hvorvidt og på hvilken måte investeringsrådgiveren har eiendeler i og deltar i driften av annen næringsvirksomhet.
- lovutkastet § 10-4 annet ledd (§ 8-5 annet ledd): Bestemmelsen skal ikke gjelde dersom mottakerne av rådgivningstjenester krever at rådgivningsselskapet direkte eller indirekte investerer i de samme finansielle instrumentene som mottakerne av investeringsrådene.
- lovutkastet § 9-13 (§ 8-9 krav til startkapital): Skal ikke gjelde dersom foretaket har tilfredsstillende forsikringsordninger.

Gjeldende § 8-4 første ledd første punktum (blir ny § 10-4) innebærer at ansatte i verdipapirforetak som normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets investeringstjenester, ikke kan være medlem av styre i foretak med finansielle instrumenter som er gjenstand for organisert omsetning. Kredittilsynet kan etter bestemmelsens annet ledd i «særlige tilfelle» gjøre unntak fra dette forbudet. Norsk Venturekapitalforening har pekt på at forbudet er problematisk fordi ansatte i rådgivningsselskapet normalt vil fortsette styrevervet i en periode etter børsnotering av porteføljeselskapet. Etter utvalgets syn bør det fortsatt være slik at Kredittilsynet gjør unntak fra forbudet etter en

[6] Brevet er tilgjengelig på internett: http://odin.dep.no/filarkiv/244153/190405_Spesialfond_Norsk_Venturekapitalforvaltning.pdf

konkret vurdering. Utvalget har imidlertid vurdert om det kvalifiserende kravet om «særlig tilfelle» bør tas ut av bestemmelsen. Etter utvalgets syn vil en henvisning til forretningskonseptet som hovedregel oppfylle kravet til særlig tilfelle, i de situasjoner hvor verdipapirforetaket er et rent rådgivningsselskap som følger private equity modellen.

Kapittel 3
Verdipapirforetak – tillatelse og organisatoriske krav

3.1 Vilkår for og omfang av tillatelse

3.1.1 EØS-rett

3.1.1.1 Generelle vilkår for tillatelse

MiFIDs regler om tillatelse mv. for verdipapirforetak følger av direktivets del 2 kapittel 1, det vil si art. 5 flg. Etter art. 5 nr. 1 skal medlemsstatene sikre at ytelse av investeringstjenester på forretningsmessig basis er underlagt krav om konsesjon:

> «Each Member State shall require that the performance of investment services or activities as a regular occupation or business on a professional basis be subject to prior authorisation in accordance with the provisions of this Chapter. Such authorisation shall be granted by the home Member State competent authority designated in accordance with Article 48.»

Yting av investeringstjenester som en «regular occupation eller «business», det vil si på forretningsmessig basis, krever etter bestemmelsen tillatelse. Det vises til kapittel 2 for så vidt gjelder innholdet av investeringstjenestebegrepet. Konsesjonssøknader skal avgjøres av hjemstatens kompetente myndighet, jf. art. 48. I følge art. 5 nr. 5 kan den kompetente myndighet delegere administrative, forberedende og tilknyttede oppgaver som er del av konsesjonsbehandlingen for så vidt gjelder foretak som kun skal yte investeringsrådgivning eller mottak og formidling av ordre i tråd med den fakultative unntaksregelen i art. 3 (se nærmere om denne i pkt. 2.9 foran). Slik delegasjon må oppfylle kravene i art. 48 nr. 2, noe som blant annet betyr at vedtakskompetansen og det endelige ansvaret («final responsibility») fortsatt må ligge til den kompetente myndighet. Det vises til utredningen kapittel 9 for så vidt gjelder spørsmålet om delegasjon av tilsynsmyndighet.

Det fremgår av art. 5 nr. 2 at markedsoperatører skal gis tillatelse til å drive en MHF såfremt det på forhånd er fastslått at markedsoperatøren oppfyller vilkårene i del II kapittel 1.[1] En markedsoperatør vil følgelig i utgangspunktet måtte oppfylle de samme organisatoriske krav som verdipapirforetak for å kunne drive en MHF. MiFID art. 11 om krav til medlemskap i investorgarantiordning, og art. 15 om forholdet til tredjeland, kommer imidlertid ikke til anvendelse på markedsoperatører som driver en MHF. Det vises til drøftelsen i utredningen kapittel 8 med hensyn til markedsoperatørers adgang til å drive MHF.

Etter MiFID art. 5 nr. 3 skal det etableres et register over verdipapirforetak i hver medlemsstat:

> «Member States shall establish a register of all investment firms. This register shall be publicly accessible and shall contain information on the services and/or activities for which the investment firm is authorised. It shall be updated on a regular basis.»

Registeret skal være offentlig og inneholde opplysninger om hvilke tjenester som omfattes av konsesjonen. Registeret skal oppdateres jevnlig. Kravet om registerføring er nytt i forhold til ISD.

I MiFID art. 5 nr. 4 første alternativ stilles det krav om at verdipapirforetak som er juridiske personer må ha sitt hovedkontor i samme medlemsstat som det er registrert. Etter bestemmelsens andre alternativ skal verdipapirforetak som ikke er en «legal person», samt foretak som er juridiske personer, men som i følge nasjonal rett ikke har noe registrert forretningskontor i den aktuelle medlemsstaten, ha sitt hovedkontor i samme medlemsstat som virksomheten utøves i («actually carries on its business»).

3.1.1.2 Omfang av tillatelse

MiFID art. 6 nr. 1 første punktum stiller krav om at det skal fremgå av konsesjonen hvilke investeringstjenester som omfattes av verdipapirforetakets tillatelse:

> «The home Member State shall ensure that the authorisation specifies the investment services

[1] Det er i utredningen kapittel 6 foreslått at det i norsk rett ikke skal skilles mellom markedsoperatør og regulert marked. Dette er i tråd med direktivets valgadgang, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 13

or activities which the investment firm is authorised to provide.»

Konsesjonen kan omfatte en eller flere tilknyttede tjenester som angitt i «Section B Annex 1» til direktivet, jf. utredningen kapittel 2. Det fremgår av art. 6 nr. 1 tredje punktum at konsesjon ikke i noe tilfelle skal gis kun for tilknyttede tjenester. Lest i sammenheng stiller direktivet med dette krav om tillatelse også for tilknyttede tjenester (jf. også «request» i nr. 2).

Verdipapirforetak som ønsker å utvide sin virksomhet til å omfatte flere investeringstjenester eller tilknyttede tjenester som det ikke forutså behovet for ved den opprinnelige konsesjonssøknad, skal etter art. 6 nr. 2 søke om utvidelse av konsesjonen:

> «An investment firm seeking authorisation to extend its business to additional investment services or activities or ancillary services not foreseen at the time of initial authorisation shall submit a request for extension of its authorisation.»

Etter art. 6 nr. 3 skal konsesjonen være gyldig for hele EØS-området, og skal gi verdipapirforetaket rett til å tilby investeringstjenester i hele EØS-området, enten grenseoverskridende eller gjennom filial:

> «The authorisation shall be valid for the entire Community and shall allow an investment firm to provide the services or perform the activities, for which it has been authorised, throughout the Community, either through the establishment of a branch or the free provision of services.»

Tillatelse til å yte investeringstjenester kalles på denne bakgrunn gjerne for en EØS-konsesjon eller et «single passport». Direktivet har nærmere regler om dette i art. 31 flg., se utredningen kapittel 5 nedenfor.

3.1.2 Norsk rett

3.1.2.1 Generelle vilkår for tillatelse

Det følger av vphl. § 7-1, jf. § 7-2 første ledd, at investeringstjenester bare kan ytes av kredittinstitusjon eller allmennaksjeselskap som har tillatelse til dette fra departementet. I henhold til vphl. § 7-2 tredje ledd nr. 1 skal verdipapirforetak som er allmennaksjeselskap ha sitt forretningskontor og hovedkontor i Norge. Etter ordlyden omfatter vphl. § 7-2 tredje ledd også kredittinstitusjoner som er organisert som allmennaksjeselskap. For banker følger imidlertid kravet om forretningskontor og hovedkontor i Norge av forretningsbankloven § 8 første ledd annet punktum og sparebankloven § 3 første ledd annet punktum, jf. direktiv 2000/12/EF (bankdirektivet). Kredittinstitusjoner som ønsker å tilby investeringstjenester må i tillegg ha tillatelse etter verdipapirhandelloven, jf. vphl. § 7-2. I NOU 1995: side 51-52 er godkjenningskravet begrunnet ut fra hensynet til et samlet tilsyn med hvilke foretak som yter investeringstjenester. Det foreligger ingen lov eller forskrift som pålegger Kredittilsynet å føre liste over foretak som har tillatelse til å yte investeringstjenester.

3.1.2.2 Omfang av tillatelse

Verdipapirforetak kan gis tillatelse til å tilby én eller flere investeringstjenester som nevnt i vphl. § 1-2 første ledd, samt tilknyttede tjenester som angitt i vphl. § 8-1. Etter § 7-3 første ledd første punktum skal det i søknad om tillatelse opplyses hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester verdipapirforetaket ønsker å yte. Dersom et verdipapirforetak ønsker å tilby investeringstjenester som ikke er omfattet av den opprinnelige tillatelse må det søkes om utvidelse av tillatelsen. Videre må verdipapirforetaket gi melding til Kredittilsynet før det tilbyr tilknyttede tjenester utover det som fremgår av tillatelsen etter § 7-1 første ledd, jf. § 8-1 annet ledd. Slike tilknyttede tjenester kan ytes så snart melding er gitt, jf. Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 20-21.

Det fremgår av vphl. § 7-7 at verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-stat som har tilsvarende tillatelse til å yte investeringstjenester (etter ISD og bankdirektivet) fra hjemstatens kompetente myndighet, har rett til å tilby investeringstjenester i Norge enten direkte fra et forretningssted i en annen EØS-stat eller gjennom filial, se nærmere i kapittel 5.

3.1.3 Utvalgets vurdering

3.1.3.1 Tillatelse til å yte investeringstjenester

Foretak som ønsker å yte investeringstjenester skal etter direktivet underlegges et krav om tillatelse, jf. art. 5 nr. 1. Definisjonen av investeringstjenester vil etter utvalgets lovutkast følge av vphl. § 2-1. Etter art. 6 skal nasjonal rett også oppstille et vilkår om tillatelse for å tilby tilknyttede tjenester, jf. nedenfor.

Utvalget foreslår at reglene om tillatelse til å yte investeringstjenester samles i et nytt kapittel 9 i verdipapirhandelloven. Etter utvalgets syn kan gjeldende regler om tillatelse langt på vei videreføre-

res, jf. lovutkastet § 9-1. Det er videre hensiktsmessig at reglene om unntak fra tillatelse fremkommer i en egen bestemmelse, jf. lovutkastet § 9-2 omtalt i utredningen kapittel 2. I dag følger kravet om tillatelse, herunder unntak av vphl. § 7-1.

Utvalget foreslår en ny § 9-1 med krav om tillatelse for å yte investeringstjenester. Første ledd første og annet punktum i forslaget lyder:

> «Investeringstjenester som ytes på forretningsmessig basis kan bare ytes av foretak som har tillatelse til dette fra departementet. I tillatelsen skal det angis hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester verdipapirforetaket kan yte. Verdipapirforetaket skal søke Kredittilsynet om godkjenning før det tilbyr tilknyttede tjenester ut over det som fremgår av tillatelsen.»

Bestemmelsens første punktum viderefører gjeldende § 7-1 første ledd. Etter forslaget til første ledd annet punktum skal det i tillatelsen angis hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester verdipapirforetaket kan yte. Dette er i tråd med direktivet art. 6. Etter MiFID art. 6 nr. 2 må et verdipapirforetak som ønsker å tilby ytterligere investeringstjenester eller tilknyttede tjenester enn de som fremgikk av den opprinnelige tillatelse, søke om utvidet tillatelse. Når det gjelder tilknyttede tjenester kreves det etter gjeldende rett kun at det gis melding om utvidelse av tjenestetilbudet, jf. vphl. § 8-1 annet ledd. For å oppfylle de krav som følger av MiFID art. 6 nr. 2 foreslår utvalget at den norske tillatelsesbestemmelsen endres slik at det må søkes om utvidelse av konsesjonen dersom et verdipapirforetak ønsker å tilby tilknyttede tjenester utover det som fremgår av tillatelsen.

Utvalget legger som utgangspunkt til grunn at Kredittilsynet vil være kompetent myndighet i Norge, se nærmere utredningen kapittel 9. Som i dag, bør likevel tillatelse til å yte investeringstjenester gis av departementet. Tillatelse til å tilby tilknyttede tjenester bør imidlertid kunne gis av Kredittilsynet, jf. lovutkastet § 9-1 første ledd tredje punktum. En slik ordning er i tråd med direktivet art. 48 nr. 1 hvoretter det kan være flere kompetente myndigheter. Som i dag, vil departementet kunne delegere kompetansen til å gi tillatelse til å yte investeringstjenester til Kredittilsynet.

Etter direktivet art. 7 skal tillatelse til å yte investeringstjenester bare gis der tilsynsmyndigheten er «fully satisfied» med hensyn til at vilkårene for slik tjenesteyting er innfridd, jf. utredningen pkt. 3.2 om prosedyren for å søke om tillatelse til å yte investeringstjenester. Også andre bestemmelser i direktivet forutsetter at det kan føres et effektivt tilsyn med verdipapirforetak eller andre personer, jf. for eksempel art. 10 nr. 1 tredje ledd. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at lovutkastet § 9-1 annet ledd skal lyde:

> «Tillatelse etter første ledd skal bare gis der konsesjonsmyndigheten anser vilkårene for å yte investeringstjenester som oppfylt, og det kan gjennomføres et effektivt og betryggende tilsyn med verdipapirforetaket.»

Norsk rett har i dag ingen eksplisitt bestemmelse som tilsvarer forslaget. Som det fremgår, skal tillatelse bare gis der «konsesjonsmyndigheten» anser at vilkårene for tjenesteytingen er oppfylt. Hensett til vilkåret om at det kan gjennomføres et effektivt og betryggende tilsyn med verdipapirforetaket, er det ikke nødvendig å gjennomføre enkelte av direktivets bestemmelser særskilt, jf. pkt. 3.5 nedenfor.

3.1.3.2 Offentlig register over foretak med adgang til å yte investeringstjenester

For å gjennomføre MiFID art. 5 nr. 3 foreslås en bestemmelse om at Kredittilsynet skal føre et offentlig tilgjengelig register over verdipapirforetak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge, jf. lovutkastet § 9-7.

Etter utvalgets oppfatning er det etter direktivet kun et krav om at investeringstjenestene fremgår av registeret. Det er likevel ingenting i veien for at det av registeret også fremgår hvilke tilknyttede tjenester verdipapirforetaket tar sikte på å tilby. Registeret bør etter utvalgets syn omfatte både hvilke investeringstjenester og hvilke tilknyttede tjenester verdipapirforetaket har adgang til å yte. Det synes klart at registeret kan inneholde opplysninger om utenlandske verdipapirforetaks tjenesteyting i Norge. Det vises blant annet til art. 31 nr. 3 som krever at hjemstaten skal formidle til vertstaten informasjon om hvilke tjenester som utenlandske verdipapirforetak ønsker å yte. Lovutkastet § 9-7 omfatter således både verdipapirforetak med konsesjon i Norge, jf. gjeldende § 7-1, og utenlandske verdipapirforetak som etter melding eller tillatelse kan yte tjenester i Norge, jf. gjeldende § 7-7 (EØS-foretak) og gjeldende § 7-8 (ikke-EØS). Utvalget bemerker for øvrig at Kredittilsynet allerede i dag fører lister over blant annet verdipapirforetak med tillatelse etter verdipapirhandelloven. Listen er tilgjengelig på Kredittilsynets hjemmeside.

3.1.3.3 Tillatelse til å drive MHF

Etter MiFID art. 5 nr. 2 skal markedsoperatører gis tillatelse til å drive en MHF såfremt det på forhånd er fastslått at markedsoperatøren oppfyller vilkårene i direktivets del II kapittel 1. Utvalget forstår bestemmelsen slik at også markedsoperatører må søke om tillatelse til å drive en MHF, men at konsesjonsmyndighetene i slike tilfeller kun skal forsikre seg om at markedsoperatørens virksomhet er i overensstemmelse med kravene i art. 5 til 14, med unntak av art. 11 og 15. Det foreslås i tråd med art. 5 nr. 2 en egen bestemmelse om tillatelse for markedsoperatører til å drive en MHF, jf. lovutkastet § 9-5, som er omtalt i utredningen kapittel 8.

3.1.3.4 Organisasjonsform

Etter gjeldende rett kan tillatelse til å yte investeringstjeneste gis til allmennaksjeselskap og kredittinstitusjoner, jf. vphl. § 7-2 første ledd. MiFID har ingen tilsvarende bestemmelse. Verdipapirforetak er etter art. 4 nr. 1 pkt. 1 definert som «any legal person» og, på visse vilkår, «undertakings which are not legal persons», herunder «natural persons». Det vises til utredningen kapittel 2 for så vidt gjelder innholdet av begrepet «investment firm», altså verdipapirforetak.

Utvalget foreslår at gjeldende bestemmelse om organisasjonskrav endres slik at også aksjeselskaper kan gis tillatelse som verdipapirforetak. Med innføringen av nye investeringstjenester synes det hensiktsmessig at også aksjeselskap kan få konsesjon som verdipapirforetak. Det vises til fremstillingen i utredningen pkt. 2.2.3 ovenfor. På denne bakgrunn foreslår utvalget en ny § 9-8 om organisasjonsform:

> «(1) Tillatelse til å yte investeringstjenester kan gis til kredittinstitusjon, aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.
>
> (2) Gis tillatelse til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap gjelder følgende særregler:
>
> a) selskapet skal ha forretningskontor og hovedkontor i Norge,
> b) tillatelse kan nektes dersom et medlem av selskapets styre ikke oppfyller nødvendige krav til hederlig vandel og erfaring, og
> c) tillatelse kan nektes dersom aksjeeier med betydelig eierandel i selskapet ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.»

Som det fremgår, foreslår utvalget at ordningen med at kredittinstitusjoner må innhente tillatelse etter verdipapirhandelloven for å tilby investeringstjenester opprettholdes. Utvalget foreslår likevel en hjemmel for å gjøre unntak fra enkelte av lovens krav for kredittinstitusjoner, jf. pkt. 2.6 og lovutkastet § 1-4. Det er egne regler om tillatelse til kredittinstitusjoner i bankdirektivet, jf. utredningen kapittel 2. Annet ledd av bestemmelsen er en videreføring av gjeldende § 7-2 tredje ledd (med tillegg av «aksjeselskap»). Kravet om «forretningskontor i Norge» i nr. 1 oppfyller direktivet art. 5 nr. 4. Utkastets annet ledd er nærmere omtalt i kapittel 5 (nr. 1), samt pkt. 3.4 og 3.5 (henholdsvis nr. 2 og 3).

3.2 Søknadsprosedyrer

3.2.1 EØS-rett

Direktivet har i art. 7 regler om søknad om tillatelse til å yte investeringstjenester. Etter art. 7 nr. 1 skal den kompetente myndighet ikke gi konsesjon før den er overbevist om at søkeren oppfyller alle krav som følger av bestemmelser gitt i henhold til direktivet[2].

De nærmere krav til hvilke opplysninger som skal fremgå av verdipapirforetakets søknad om tillatelse følger av art. 7 nr. 2:

> «The investment firm shall provide all information, including a programme of operations setting out inter alia the types of business envisaged and the organisational structure, necessary to enable the competent authority to satisfy itself that the investment firm has established, at the time of initial authorisation, all the necessary arrangements to meet its obligations under the provisions of this Chapter.»

Verdipapirforetaket skal bidra med all informasjon, inkludert en virksomhetsplan som redegjør for blant annet hvilke tjenester verdipapirforetaket planlegger å tilby og organisasjonsstrukturen, som anses nødvendig for de kompetente myndigheters vurdering av om verdipapirforetaket på konsesjonstidspunktet har tatt alle nødvendige forholdsregler for å oppfylle kravene som følger av MiFID del II kapittel 1.

Søknad om konsesjon skal etter art. 7 nr. 3. besvares innen 6 måneder etter at fullstendig søknad med alle nødvendige opplysninger er fremlagt. Dette gjelder uavhengig av om konsesjon gis eller ikke.

[2] Foretak med tillatelse må som hovedregel ikke søke om ny tillatelse, jf. art. 71 omtalt under administrative og økonomiske konsekvenser.

3.2.2 Norsk rett

Kravene til søknad om tillatelse til å yte investeringstjenester følger av vphl. § 7-3. I tillegg til å angi hvilke av tjenestene i §§ 1-2 og 8-1 verdipapirforetaket ønsker å yte, jf. pkt. 3.2.2 ovenfor, skal søknaden inneholde andre opplysninger av betydning for vurderingen av om tillatelse skal gis. Søknaden skal videre inneholde opplysninger som viser at de lovbestemte kravene i verdipapirhandelloven kapittel 7 og 8 er oppfylt. Etter vphl. § 7-3 første ledd siste punktum kan konsesjonsmyndighetene be om ytterligere opplysninger. Det fremgår videre av vphl. § 7-3 annet ledd at foretakets vedtekter, driftsplan og interne rutiner for organisering av virksomheten som nevnt i § 9-1 skal vedlegges søknaden. Det er i tredje ledd gitt visse særregler for grenseoverskridende virksomhet innen EØS. Etter vphl. § 7-3 fjerde ledd skal vedtak om tillatelse meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder de opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt. Et verdipapirforetak kan starte sin virksomhet umiddelbart etter at tillatelse er gitt, jf. § 7-3 femte ledd.

3.2.3 Utvalgets vurdering

MiFID art. 7 er i det vesentlige en videreføring av ISD art. 3 nr. 4 og 5, som i norsk rett er implementert i vphl. § 7-3. Utvalget legger til grunn at de omtalte deler av vphl. § 7-3 er i samsvar med MiFID art. 7. Det vises til lovutkastet § 9-3 der gjeldende § 7-3 er videreført.

3.3 Tilbakekall av tillatelse

3.3.1 EØS-rett

MiFID art. 8 regulerer adgangen til å tilbakekalle verdipapirforetaks konsesjon. Den kompetente myndighet kan tilbakekalle konsesjonen dersom verdipapirforetaket:

d) ikke tar i bruk autorisasjonen innen tolv måneder, uttrykkelig gir avkall på konsesjonen, eller ikke har tilbudt investeringstjenester eller utøvet investeringsaktiviteter de siste 6 måneder, med mindre den respektive medlemsstaten har regler om at konsesjonen faller bort i slike tilfeller;
e) har tilegnet seg konsesjonen ved å oppgi falske opplysninger eller på annen irregulær måte;
f) ikke lenger oppfyller vilkårene for at konsesjonen ble gitt, herunder vilkårene i henhold til direktiv 93/6/EF (dvs. kapitalkravene);
g) alvorlig og systematisk overtrer bestemmelser gitt i henhold til dette direktivet vedrørende krav til verdipapirforetaks virksomhetsutøvelse;
h) omfattes av tilfeller der nasjonal lovgivning gir grunn til tilbakekall, og som faller utenfor forhold regulert i direktivet.

3.3.2 Norsk rett

Regler om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester følger i dag av vphl. § 12-5. Etter bestemmelsen kan Kredittilsynet helt eller delvis tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester dersom verdipapirforetaket:

1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å yte investeringstjenester i mer enn seks måneder,
2. har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital,
4. foretar alvorlige og systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,
5. gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
6. ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 12-4.

Det fremgår av vphl. § 12-5 annet ledd at dersom tillatelsen til et foretak som driver virksomhet i en annen EØS-stat tilbakekalles, skal vedkommende myndighet i vertstaten underrettes.

Departementet kan etter vphl. § 8-2 gi verdipapirforetak tillatelse til å yte kreditt. Kompetanse til å tilbakekalle slik tillatelse er imidlertid ikke utrykkelig regulert i loven.

3.3.3 Utvalgets vurdering

MiFID art. 8 er i det vesentlige en videreføring av ISD art. 3 nr. 7, som i norsk rett er implementert gjennom vphl. § 12-5, jf. ovenfor. Utvalget antar at vphl. § 12-5 er i samsvar med MiFID art. 8.

Utvalget foreslår at vphl. § 12-5 flyttes til vphl. kapittel 9 om tillatelse som ny § 9-4. Det vises til at spørsmålet om tilbakekall står i naturlig sammenheng med vilkårene for å oppnå tillatelse, og at det

derfor er naturlig at bestemmelsene fremgår i sammenheng.

Utvalget foreslår enkelte redaksjonelle endringer i tilbakekallsbestemmelsen for å tilnærme seg terminologien i børsloven gjeldende § 2-3. Endringene vil gjøre det klarere at Kredittilsynet ikke bare kan kalle tilbake en tillatelse, men også endre denne helt eller delvis, herunder sette nye vilkår. Utvalget antar at art. 8 ikke er i veien for å innføre en bestemmelse om automatisk bortfall av tillatelse ved hendelser som konkurs eller offentlig akkordforhandling, jf. gjeldende børslov § 2-3 første ledd. Utvalget antar imidlertid at det ikke er behov for en slik regel, jf. § 12-5 første ledd nr. 3.

All den tid konsesjonsmyndighetene etter gjeldende rett og forslaget til ny § 9-6 vil ha adgang til å gi tillatelse til å yte kreditt, antar utvalget at ny § 9-4 bør omfatte også denne tillatelsen, jf. formuleringen «og kreditt». Det vises til utredningen pkt. 10.5 for en generell vurdering av verdipapirforetaks adgang til å yte kreditt, herunder forslaget om å oppheve annet ledd annet punktum om tilbakebetaling innen 30 dager.

Utvalget presiserer at lovutkastet § 9-4 vil kunne gis tilsvarende anvendelse ved tilbakekall av regulert markeds tillatelse til å drive MHF. I første ledd i bestemmelsen heter det riktignok «verdipapirforetaket», men dette må tolkes utvidende i lys av lovutkastet § 9-5.

3.4 Godkjennelse av ledelsen

3.4.1 EØS-rett

Medlemsstatene skal etter MiFID art. 9 nr. 1 første ledd ha regler om at de personer som faktisk leder («effectively direct») virksomheten i et verdipapirforetak har ført en hederlig vandel og tilfredsstillende erfaring til å sikre god og fornuftig («sound and prudent») ledelse av foretaket.

Det er i følge art. 9 nr. 1 annet ledd ikke nødvendig å egnethetsvurdere de personer som faktisk skal lede en MHF, forutsatt at disse forestår den faktiske ledelsen av et regulert marked som søker tillatelse om å drive MHF, jf. art. 37.

Etter art. 9 nr. 2 skal medlemsstatene pålegge verdipapirforetakene å underrette den kompetente myndighet om enhver forandring i ledelsen. Underrettelsen skal omfatte all nødvendig informasjon for å vurdere om de nye personene er egnet.

Det følger videre av art. 9 nr. 3 at den kompetente myndighet skal nekte konsesjon dersom den ikke finner at personene som faktisk skal lede verdipapirforetaket oppfyller vilkårene i art. 9 nr. 1, eventuelt at det foreligger objektive og påviselige («objective and demonstrable») grunner til å anta at en endring i ledelsen medfører en klar risiko for virksomhetsstyringen.

Etter art. 9 nr. 4 første ledd skal medlemsstatene stille krav om at ledelsen («the management») i et verdipapirforetak består av minst to personer som oppfyller kravene i art. 9 nr. 1. Etter bestemmelsens annet ledd kan imidlertid medlemsstatene gjøre unntak fra hovedregelen om minst to personer i ledelsen, slik at det vil kunne gis tillatelse til verdipapirforetak som kun ledes av én person som oppfyller kravene etter art. 9 nr. 1. Unntaket omfatter verdipapirforetak som er fysiske personer samt foretak med kun én leder, forutsatt at foretakets vedtekter og nasjonal rett tillater at foretaket kun har én leder. Konsesjon til verdipapirforetak som kun ledes av én person forutsetter som nevnt imidlertid at foretaket har truffet alternative foranstaltninger som sikrer at hensynet til god og fornuftig ledelse er ivaretatt.

3.4.2 Norsk rett

Det følger av vphl. § 7-2 annet ledd at den som faktisk leder et verdipapirforetak skal ha relevant erfaring fra markeder for finansielle instrumenter to av de siste fem år før vedkommende tiltrer stillingen eller overtar den faktiske daglige ledelse. I tillegg skal daglig leder, og eventuelt annen person som faktisk leder virksomheten, ha ført en hederlig vandel og under sitt virke i handelen med finansielle instrumenter ha opptrådt i samsvar med god forretningsskikk. Kravet til den faktiske ledelse gjelder løpende. I følge vphl. § 7-2 tredje ledd nr. 2 kan tillatelse nektes dersom et medlem av selskapets styre ikke oppfyller nødvendige krav til hederlig vandel og erfaring.

I henhold til vphl. § 12-2 annet ledd annet punktum skal verdipapirforetak opplyse Kredittilsynet om skifte av ledere som nevnt i § 7-2 annet ledd. Det samme kravet stilles i tredje punktum ved endringer i sammensetningen av selskapets styre, med unntak for kredittinstitusjoner.

Det er i verdipapirhandelloven intet utrykkelig vilkår at minst to personer forestår den faktiske ledelse av et verdipapirforetak. Slikt krav følger heller ikke av allmennaksjeloven, og det er ikke noe formelt til hinder for at allmennaksjeselskap kan bestå av bare en person som også er faktisk og daglig leder. På den annen side stiller vphl. § 9-1 krav til organiseringen av virksomheten. Beroende på hvilke investeringstjenester som ytes, og verdipapirforetakets betydning for systemrisiko i verdi-

papirmarkedet, kan det være grunnlag for å kreve minst to ledere, og flere enn to ledere dersom foretaket opererer på flere virksomhetsområder

3.4.3 Utvalgets vurdering

Utvalget foreslår at verdipapirforetak kan organiseres som aksjeselskap eller allmennaksjeselskap, jf. pkt. 3.1.3.4. Kravene som skal stilles til personer som forestår den faktiske ledelsen av verdipapirforetak må sees i lys av alminnelige regler om ledelsen for aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Nærmere regler om styret og ledelsen av aksje- og allmennaksjeselskaper følger av lovenes kapittel 6.

Utvalget antar at gjeldende regler om verdipapirforetaks ledelse kan videreføres et stykke på vei, samt at tilhørende praksis fortsatt vil være relevant. Utvalget finner imidlertid også på dette punktet grunn til å benytte børslovens terminologi. På denne bakgrunn foreslås det en ny § 9-9 hvor første ledd lyder:

> «Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av verdipapirforetak skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, ha ført en hederlig vandel, og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig atferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte.»

Det presiseres at «andre» her er personer som deltar i ledelsen av foretakets investeringstjenestevirksomhet. Videre vil «relevante kvalifikasjoner» kunne være erfaring fra virksomhet som etter gjeldende lovgivning ikke krever tillatelse, men som blir det etter de foreslåtte nye konsesjonsbestemmelsene. Også erfaring fra tilsvarende virksomhet i institusjoner som ikke trenger konsesjon etter verdipapirhandelloven, men etter annen lovgivning, bør kunne godtas. Lovutkastet § 9-9 er i det vesentligste lik gjeldende børslov § 3-2 annet ledd. Det er grunn til å understreke visse forskjeller fra dagens egnethetskrav i vphl. § 7-2 annet ledd. For det første foreslås det at kravet om to års relevant erfaring erstattes til fordel for et mer generelt kriterium. Videre er vilkåret «ikke ha utvist utilbørlig atferd» inntatt som erstatning for dagens i «samsvar med god forretningsskikk». I sum antar utvalget at forskjellen mellom dagens og den foreslåtte bestemmelsen ikke er stor. Det presiseres at egnethetskravet vil gjelde løpende og ikke bare på tidspunktet for tillatelse, jf. «skal ha» i lovutkastet § 9-9 første ledd.

Hovedregelen etter direktivet er at ledelsen av et verdipapirforetak skal forestås av to personer. Utvalget foreslår at tilsvarende hovedregel nedfelles i lovutkastet § 9-9 annet ledd:

> «Den faktiske ledelsen av verdipapirforetak skal forestås av minst to personer. Kredittilsynet kan gjøre unntak fra kravet i forrige punktum.»

Som det fremgår, er det foreslått en dispensasjonshjemmel for Kredittilsynet. Utvalget antar at det særlig vil kunne bli aktuelt å dispensere fra kravet der verdipapirforetak kun yter investeringsrådgivning. Det bemerkes at verdipapirforetak med bare en faktisk leder må treffe alternative foranstaltninger som sikrer at hensynet til god og fornuftig ledelse ivaretas. Om nødvendig må Kredittilsynet kunne gi pålegg om retting der slike tiltak ikke har blitt truffet. Det vises til kapittel 2 for en nærmere omtale av spørsmålet om begrensning av lovens rekkevidde for visse verdipapirforetak.

På bakgrunn av den funksjon styret har i aksje- og allmennaksjeselskap mener utvalget at det bør være adgang til å nekte tillatelse på bakgrunn av styrets vandel og erfaring slik som i dag. Det foreslås derfor at vphl. § 7-2 tredje ledd nr. 2 videreføres, jf. lovutkastet § 9-8 annet ledd nr. 2. [3] Videre foreslås det å flytte bestemmelsen om meldeplikt i vphl. § 12-2 annet ledd annet punktum til lovutkastet § 9-9 tredje ledd der kravene til den faktiske ledelsen fremkommer.

MiFID regulerer ikke kravene til den faktiske ledelsen i kredittinstitusjoner og markedsoperatører som søker om tillatelse til å drive en MHF (jf. dog her art. 37, men denne gjelder i deres egenskap som leder for et regulert marked). Heller ikke verdipapirhandelloven har noen eksplisitt regulering av dette forholdet. Utvalget legger imidlertid til grunn at gjeldende praksis kan videreføres slik at Kredittilsynet ved vurdering av en kredittinstitusjons søknad om å yte investeringstjenester, også vurderer erfaringen og vandelen til ledelsen, jf. NOU 1995: 1 side 61-62 og Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 26:

> «Ettersom det foreslås en videreføring av kravet til at kredittinstitusjoner må søke særskilt tillatelse etter vphl. for å kunne yte investeringstjenester, anser departementet det naturlig at en vurdering av ledelsens erfaring og vandel inngår i selve konsesjonsbehandlingen. Som påpekt av Kredittilsynet vil den kompetanse som kreves av ledelsen for investerings-

[3] Det bemerkes for øvrig at det ikke nødvendigvis vil være behov for å stille de samme krav til erfaring for styremedlemmer som for daglig leder, jf. NOU 1995: 1 side 61 annen spalte. Det avgjørende må være i hvilken grad de enkelte personer kan ha innvirkning på den faktiske ledelse.

tjenestevirksomheten, ikke nødvendigvis være sammenfallende med den kompetanse som kreves av ledelsen i kredittinstitusjonen som sådan. Også lovutvalget har lagt til grunn at det må kunne stilles som vilkår for en tillatelse til kredittinstitusjoner, at ledelsen styrkes med den nødvendige erfaring. Utvalget har dermed forutsatt at konsesjonsmyndigheten på bakgrunn av opplysninger i søknaden, foretar en vurdering av kredittinstitusjonens ledelse.»

Utvalget legger til grunn at det samme bør gjelde for markedsoperatører som søker om tillatelse til å drive en MHF. Utvalget viser her til den funksjon styret i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper har sammen med daglig leder, og at dagens ordning synes å ha fungert tilfredsstillende.

Utvalget foreslår at det til slutt i lovutkastet § 9-9 fastsettes en hjemmel for departementet til å gi nærmere regler om krav til personer som leder verdipapirforetak.

3.5 Aksjonærer med betydelig eierandel - eierkontroll

3.5.1 EØS-rett

MiFID art. 10 er i utgangspunktet en videreføring av ISD art. 3 og 4. Det fremgår av art. 10 nr. 1 at de kompetente myndigheter ikke skal gi konsesjon til å yte investeringstjenester før det gis opplysninger om identiteten til de personer som enten direkte eller indirekte innehar betydelig eierandel i foretaket. Det skal også gis opplysninger om eierandelens størrelse.

Med betydelig eierandel menes enhver direkte eller indirekte eierandel som representerer 10 prosent eller mer av kapitalen, eller stemmene som definert i direktiv 2001/34/EF art. 92, eller som for øvrig gir adgang til å utøve en vesentlig innflytelse i ledelsen av verdipapirforetaket, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 27. Direktiv 2001/34/EF art. 92 oppheves med direktiv 2004/109/34 (transparency) art. 32 nr. 5, jf. art. 10 i sistnevnte direktiv.

Det følger av art. 10 nr. 1 annet ledd at de kompetente myndigheter skal nekte å gi konsesjon hvis de på bakgrunn av hensynet til å sikre god og fornuftig ledelse av verdipapirforetaket, finner at aksjonærene ikke er egnet til å inneha betydelige eierandeler.

MiFID art. 10 nr. 1 tredje ledd fastslår videre at dersom det eksisterer nære forbindelser («close links») mellom et verdipapirforetak og andre fysiske eller juridiske personer, skal de kompetente myndigheter kun gi konsesjon dersom forbindelsene ikke forhindrer en effektiv utøvelse av tilsynsoppgavene til den kompetente myndighet. Nære forbindelser er definert i art. 4 nr. 1 pkt. 31.

Art. 10 nr. 2 bestemmer at de kompetente myndigheter også skal nekte å gi konsesjon dersom et tredjelands lover, forskrifter eller administrative bestemmelser som gjelder for en eller flere fysiske eller juridiske personer, som har nære forbindelser til verdipapirforetaket, forhindrer effektiv utøvelse av tilsynsoppgaver. Det samme gjelder dersom det i slike tredjeland er vanskeligheter knyttet til håndhevelsen av regelverket.

Etter art. 10 nr. 3 første ledd skal medlemsstatene kreve at fysisk og juridisk person som ønsker å erverve eller avhende, direkte eller indirekte, en betydelig eierandel i et verdipapirforetak, først gir melding om den planlagte transaksjonen (herunder «the resulting holding») til den kompetente myndigheten. Slike personer skal tilsvarende pålegges å gi melding til den kompetente myndigheten dersom de ønsker å redusere eller øke sin betydelige eierandel, og resultatet av ervervet/avhendelsen er at andelen av stemmeberettigede aksjer eller aksjekapitalen som de besitter når opp til, overstiger, reduseres til (se kommentar like nedenfor) eller kommer under 20 %, 33 % eller 50 %, eller verdipapirforetaket som følge av transaksjonen vil bli eller opphører å være deres datterselskap.

Etter art. 10 nr. 3 annet ledd skal de kompetente myndigheter uten hensyn til art. 10 nr. 4 ha opp til tre måneder fra melding er gitt om en planlagt transaksjon etter art. 10 nr. 3 første ledd, til å nekte at transaksjonen blir gjennomført. En slik nektelse skal baseres på en egnethetsvurdering sett hen til behovet for å sikre en god og fornuftig ledelse av verdipapirforetaket. De kompetente myndigheter kan også sette en frist for gjennomføring av meldte planer om kjøp.

Det fremgår av art. 10 nr. 4 at dersom erverver av eierandel som nevnt i art. 10 nr. 3 er et verdipapirforetak, en kredittinstitusjon, et forsikringsselskap eller et forvaltningsselskap for UCITS-fond med konsesjon i en annen medlemsstat, morselskap til ovennevnte, eller person som innehar kontrollerende eierandel i en slik enhet, og verdipapirforetaket som følge av ervervet blir datterselskap av erververen, eller erververen som følge av ervervet vil få en kontrollerende eierandel, skal søknad om godkjennelse av ervervet være gjenstand for forutgående konsultasjon i henhold til art. 60. I slike tilfeller gjelder ikke fristen på tre måneder, jf. art. 10 nr. 3, annet ledd.

Etter art. 10 nr. 5 første ledd skal medlemsstatene pålegge verdipapirforetak å melde fra til den

kompetente myndigheten dersom de blir oppmerksomme på erverv eller avhendelse av eierandeler i verdipapirforetaket som medfører at en eiers andel når opp på, overskrider eller kommer under eierandelsgrensene i art. 10 nr. 3 på henholdsvis 20 %, 33 % og 50 %.

Etter art. 10 nr. 5 annet ledd stilles det krav om at verdipapirforetak minst en gang i året skal informere den kompetente myndigheten om navnene på aksjonærer med betydelig eierandel, og størrelsen på slike eierandeler. Direktivet gir som eksempel på informasjon som godtas: informasjon mottatt på generalforsamling, eller informasjon som er avgitt etter regler om flagging av eierandeler opptatt til notering på et regulert marked.

Det fremgår av art. 10 nr. 6 første ledd at dersom personer som innehar betydelig eierandel, jf. art. 10 nr. 1 første ledd, utøver innflytelse på virksomheten, som det er sannsynlig at vil kunne være til skade for en god og fornuftig ledelse av verdipapirforetaket, skal de kompetente myndigheter treffe de tiltak som anses nødvendige for å bringe situasjonen til opphør. Slike tiltak kan etter art. 10 nr. 6 annet ledd bestå av rettslige skritt og/eller innføring av sanksjoner overfor styremedlemmer og den ansvarlige ledelse, eller suspensjon av stemmerettighetene tilknyttet aksjene til de aksjonærer det gjelder. Tilsvarende tiltak skal etter art. 10 nr. 6 tredje ledd treffes overfor personer som ikke overholder kravet om forutgående melding ved erverv eller økning av betydelig eierandel. Dersom ervervet er gjennomført til tross for at de kompetente myndigheter har motsatt seg dette, skal de kompetente myndigheter, uavhengig av hvilke andre sanksjoner som iverksettes, enten suspendere retten til å utøve stemmerett for aksjene, sørge for at stemmeavgivelse for aksjene annulleres, eller sørge for at avgitte stemmer kan annulleres.

3.5.2 Norsk rett

Verdipapirhandelloven inneholder regler som sikrer at tillatelse kan nektes der aksjeeier med en betydelig eierandel ikke anses skikket. Loven har videre regler om konsultasjon der søkeren har tilknytning til en annen EØS-stat, samt regler som sikrer kontroll ved erverv eller avhendelse av betydelige eierposter.

Med hensyn til nektelse av tillatelse der aksjeeieren ikke anses skikket, følger det av vphl. § 7-2 tredje ledd nr. 3 at et allmennaksjeselskap kan nektes tillatelse til å yte investeringstjenester dersom en aksjeeier med betydelig eierandel i selskapet ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

Det følger videre av vphl. § 7-3 tredje ledd at dersom søkeren er:

1. datterforetak av et verdipapirforetak med tillatelse i en annen EØS-stat,
2. datterforetak av et hovedforetak for et annet verdipapirforetak med tillatelse i en annen EØS-stat, eller
3. kontrollert av de samme fysiske eller juridiske personer som kontrollerer et verdipapirforetak med tillatelse i en annen medlemsstat

kan tillatelse bare gis etter samråd med myndighetene i vedkommende EØS-stat.

Nærmere regler om endringer i et verdipapirforetaks eierstruktur finnes i vphl. § 7-4 og forskrift av 9. juli 2003 nr. 954. Reglene gjelder for verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner. Det fremgår av vphl. § 7-4 fjerde ledd at kravet om forutgående konsultasjon med myndighetene i vedkommende EØS-stat etter § 7-3 tredje ledd skal gjelde tilsvarende ved melding om erverv av eierandel etter § 7-4, dersom ervervet medfører at verdipapirforetaket blir erververens datterforetak eller kontrollert av vedkommende. Fristene fastsatt i § 7-4 gjelder i slike tilfeller ikke, jf. under.

Det fremgår av vphl. § 7-4 første ledd at erverv av betydelig eierandel i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon bare kan gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Kredittilsynet. Vphl. § 1-3 tredje ledd, jf. nevnte forskrift, definerer hva som menes med «betydelig eierandel», jf. under. For erverv av kredittinstitusjoner gjelder egne eierbegrensningsregler i finansieringsvirksomhetsloven §§ 2-2 og 2-3. Kredittilsynsloven § 3a (revisors rapporteringsplikt) annet ledd annet punktum definerer «nære forbindelser» som følger:

> «Med «nære forbindelser» menes en situasjon der to eller flere fysiske eller juridiske personer som er knyttet til hverandre ved
> 1. kapitalinteresse, dvs. ved å ha eller kontrollere minst 20 pst. av et foretaks stemmeretter eller kapital, eller
> 2. kontroll, dvs. ved en forbindelse mellom et hovedforetak og et underforetak eller ved en tilsvarende forbindelse mellom enhver fysisk eller juridisk person og et foretak. Kontroll ansees som hovedregel å foreligge der personer eller foretak eier eller kontrollerer minst 20 pst. av aksjene eller stemmene i institusjonen, og der institusjonen eier eller kontrollerer minst 20 pst. av aksjene eller stemmene i et foretak, eller

der foretak inngår i samme konsern som institusjonen. Ethvert underforetak av et underforetak anses også som datterforetak av hovedforetaket som står i spissen for foretakene. En situasjon der to eller flere fysiske eller juridiske personer er varig knyttet til en person ved kontroll, anses også som en nær forbindelse mellom slike personer. Departementet kan gi nærmere regler om hva som skal regnes som nære forbindelser.»

Definisjonen er i det vesentligste lik definisjonen av «close links» i MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 31.

Etter vphl. § 7-4 annet ledd skal melding til Kredittilsynet også foreligge før økning av betydelig eierandel som medfører at vedkommendes andel av aksjekapitalen eller stemmene når opp til, eller overstiger, 20 %, 33 % eller 50 %. Tilsvarende melding skal gis ved avhendelse som medfører at eierandelens størrelse kommer under grensene som nevnt i første og annet ledd, jf. sjette ledd.

Med «betydelig eierandel» menes i de ovennevnte bestemmelser direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, jf. vphl. § 1-3 tredje ledd nr. 3. Likt med denne aksjeeiers egne aksjer regnes også aksjer som eies av aksjeeieres nærstående.

Etter vphl. § 7-4 tredje ledd skal Kredittilsynet innen tre måneder fra den dag melding, som nevnt i første og annet ledd, er mottatt, nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket. Kredittilsynet kan sette frister for gjennomføring av erverv.

Det fremgår av vphl. § 7-4 siste ledd at Kredittilsynet gir nærmere regler om verdipapirforetakenes plikt til å gi melding om foretakets aksjeeiere som nevnt i denne paragraf. De nærmere reglene om verdipapirforetaks meldeplikt er fastsatt i forskrift av 9. juli 2003 nr. 954.

Det fremgår av vphl. § 12-4 første ledd at Kredittilsynet kan gi verdipapirforetak pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov. Det fremgår videre av vphl. § 12-4 fjerde ledd at dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eller en aksjeeier ikke har gitt melding til Kredittilsynet etter § 7-4 første eller annet ledd, eller erverver aksjer i strid med Kredittilsynets vedtak etter § 7-4 tredje ledd, kan Kredittilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves.

3.5.3 Utvalgets vurdering

MiFID art. 10 er i utgangspunktet en videreføring av ISD art. 3 og 4 som er gjennomført i norsk rett gjennom vphl. §§ 7-2 til 7-4 og § 12-4, jf. også nevnte forskrift. Utvalget viser i denne sammenheng til redegjørelsen i NOU 1995: 1 side 63-64 og 129, og Ot.prp. 15 (1995-1996) side 27 og 84.

Utvalget foreslår at gjeldende retts system med hovedregler om eierkontroll i lov og detaljregler i forskrift videreføres. Mer konkret foreslås det en ny § 9-10 i vphl. som i det vesentligste viderefører gjeldende § 7-4. Forskriften om eierkontroll bør inntil videre kunne videreføres, jf. under. Definisjonen av «betydelig eierandel» i dagens § 1-3 tredje ledd behøver heller ikke endres, jf. lovutkastet § 2-3 tredje ledd i ny vphl. kapittel 2. Direktivets terminologi er som nevnt «qualified holding».

Lovutkastet § 9-10 første ledd lyder:

«Eier av betydelig eierandeler i verdipapirforetak skal være egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.»

Bestemmelsen gjennomfører hovedprinsippet i art. 10. I den grad det under søknadsprosessen må antas at en betydelig eier ikke tilfredsstiller vilkåret om god og fornuftig forvaltning av foretaket, kan tillatelse til å yte investeringstjenester nektes, jf. lovutkastet § 9-8 annet ledd nr. 3 som viderefører gjeldende § 7-2 annet ledd nr. 3.

Etter gjeldende rett kan Kredittilsynet på visse vilkår gi pålegg om at stemmerettigheter ikke kan benyttes, jf. § 12-4 fjerde ledd:

«Dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eller en aksjeeier ikke har gitt melding til Kredittilsynet etter § 7-4 første eller annet ledd, eller erverver aksjer i strid med Kredittilsynets vedtak etter § 7-4 tredje ledd, kan Kredittilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves.»

Utvalget antar at bestemmelsen bør videreføres, likevel slik at Kredittilsynet også bør kunne ha adgang til å gi pålegg om avhendelse. Etter MiFID art. 10 nr. 6 skal tilsynsmyndigheten kunne treffe «appropriate measures» som rimeligvis vil omfatte et pålegg om salg. Det vises til utredningen pkt. 9.7.3.

I lovutkastet § 9-10 annet ledd er det inntatt en presisering om at erververen skal gi melding til Kredittilsynet. For øvrig er bestemmelsen i samsvar med gjeldende § 7-4 første ledd. All den tid det finnes egne eierbegrensningsregler for kredittin-

stitusjoner antar utvalget at vilkåret «som ikke er kredittinstitusjon» bør beholdes.

Det er i tredje ledd i lovutkastet § 9-10 inntatt en presisering om at melding også skal «sendes» før det finner sted en økning av eierandel som medfører at vedkommendes andel av aksjekapitalen eller stemmene når opp til, eller overstiger, 20, 33 eller 50 prosent. Gjeldende bestemmelse benytter «foreligge», jf. § 7-4 annet ledd. Utvalget antar at «sendes» er et tydeligere begrep. Det presiseres at ervervet bare kan gjennomføres i den grad Kredittilsynet ikke nekter ervervet, jf. forslaget til fjerde ledd og dagens § 7-4 tredje ledd. Ervervet kan bare nektes dersom erververen ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket. I tillegg foreslår utvalget at «betydelig» tas ut av § 9-10 tredje ledd (dagens § 7-4 annet ledd). Vilkåret er her overflødig. For øvrig foreslår utvalget å videreføre dagens bestemmelse, herunder tremåneders kravet.

I MiFID art. 10 nr. 4 er det gitt regler om erverv av betydelig eierandel av visse foretak fra andre EØS-land. Den nasjonale tilsynsmyndigheten skal i slike tilfeller konsultere det andre EØS-landets myndigheter før tillatelse til erverv kan gis. Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres i ny § 9-10 femte ledd som følger:

> «Dersom erververen av en betydelig eierandel i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, er verdipapirforetak, kredittinstitusjon, forsikringsselskap eller forvaltningsselskap for verdipapirfond fra annet EØS-land, og verdipapirforetaket som følge av ervervet vil bli vedkommendes datterforetak, kan tillatelse bare gis etter samråd med tilsynsmyndighetene i vedkommende EØS-land. Første punktum gjelder tilsvarende for erverv foretatt av personer som kontrollerer nevnte type foretak. Fristen etter denne paragrafs fjerde ledd gjelder ikke i slike tilfeller.»

Dagens vphl. § 7-4 fjerde ledd inneholder en lignende regel, men utvalget antar at det er enklere med en bestemmelse der det ikke henvises til en annen paragraf.

Utvalget foreslår at Kredittilsynets kompetanse til å sette frister for erverv i dagens § 7-4 femte ledd, videreføres i form av § 9-10 sjette ledd. I syvende ledd er det foreslått å innta gjeldende § 7-4 sjette ledd. Det bør i bestemmelsen presiseres at melding skal gis av «avhenderen».

Verdipapirforetakenes meldeplikt vedrørende aksjonærstrukturen er pr. i dag ikke nedfelt i verdipapirhandelloven, men i stedet gjennomført i forskrift. Utvalget foreslår at gjeldende rett på dette punktet videreføres. Det nærmere krav til innholdet i slik melding foreslås fortsatt regulert gjennom forskrift fastsatt av Kredittilsynet, jf. vphl. ny § 9-10 åttende ledd.

Hva som er å betrakte som «direkte eller indirekte besittelse» av betydelig eierandel skal etter MiFID art. 10 fastlegges på samme måte som beregningen av betydelig eierandeler etter direktiv 2004/109/EF (transparency).[4] Utvalget legger til grunn at gjeldende § 1-3 tredje ledd vil være en tilstrekkelig gjennomføring av direktivet på dette punktet, jf. lovutkastet § 2-3.

Når det gjelder MiFIDs regler om «close links» i art. 10 nr. 1 tredje ledd og nr. 2, antar utvalget at en generell hjemmel til å nekte tillatelse der det foreligger forhold som vil kunne forhindre et effektivt og betryggende tilsyn er tilstrekkelig. Forslag til slik bestemmelse følger av § 9-1 annet ledd. Alternativet til en slik tilnærming ville vært å gjennomføre en bestemmelse som tilsvarer kredittilsynsloven § 3a annet ledd annet punktum. Utvalget antar at det er mer hensiktsmessig med en generell hjemmel for å nekte tillatelse.

MiFID art. 10 nr. 5 annet ledd er oppfylt, jf. verdipapirforetakenes løpende rapportering til Kredittilsynet og innsynsretten i norske aksjeeierregistre.

3.6 Verdipapirforetakenes sikringsfond

3.6.1 EØS-rett

Art. 11 fastslår at den kompetente myndighet skal kontrollere at en enhet som søker konsesjon til å utøve virksomhet som verdipapirforetak oppfyller sine forpliktelser i henhold til direktiv 97/9/EF om investorgarantiordninger.

3.6.2 Norsk rett

Det følger av gjeldende vphl. § 8-13 at verdipapirforetak skal ha en forsikring eller annen sikkerhet som dekker ansvar foretaket kan pådra seg ved utøvelsen av sin virksomhet. Det er gitt nærmere regler om sikringsordning i forskrift 14. oktober 1996 nr. 983 om sikkerhetsstillelse for verdipapirforetak. Reglene om verdipapirforetaks sikkerhetsstillelse er gitt til gjennomføring av Norges forpliktelser etter direktiv 97/9/EF om investorgarantiordninger.

[4] MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 27 viser her til opptaksdirektivet art. 92, men denne oppheves med direktiv 2004/109/EF (transparency), jf. art. 32 nr. 5.

Ved lov av 4. mars 2005 nr. 11 er det fastsatt en ny § 8-13 om Verdipapirforetakenes sikringsfond. Det vises til omtale i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) kapittel 18. Forskrift av 22. desember 2005 nr. 1672 om Verdipapirforetakenes sikringsfond inneholder nærmere regler om sikringsfondet. De nye reglene trer i kraft 1. juli 2006, jf. vedtak av 22. desember 2005 nr. 1615.

3.6.3 Utvalgets vurdering

Utvalget legger til grunn at vphl. § 8-13 gjennomfører MiFID art. 11. Bestemmelsen foreslås videreført i vphl. ny § 9-12.

3.7 Krav til startkapital mv.

3.7.1 EØS-rett

Art. 12 fastslår at de kompetente myndigheter kun skal gi tillatelse dersom verdipapirforetaket under hensyn til den påtenkte virksomhet har tilstrekkelig med kapital i overensstemmelse med kravene i direktiv 93/6/EF (kapitaldekningsdirektivet).

Inntil det er foretatt revisjon av direktiv 93/6/EF skal verdipapirforetak oppfylle kapitalkravene i MiFID art. 67. Etter denne bestemmelsen, jf. art. 2 nr. 2 og 3 i kapitaldekningsdirektivet, skal «local firms»[5] som yter grenseoverskridende virksomhet ha en startkapital på minst 50 000 euro. Foretak som kun yter investeringsrådgivning, eller mottar og formidler ordre uten å holde midler eller verdipapirer for klienter (og som av den grunn ikke kan havne i en debitorposisjon vis-à-vis klienter) skal ha en startkapital på 50 000 euro eller en «professional indemnity insurance»[6] eller lignede som dekker hele EØS-området, eventuelt en kombinasjon av de to. Verdipapirforetak som kun yter visse investeringstjenester skal ha en startkapital på 125 000 euro, jf. kapitaldekningsdirektivet art. 3 nr. 1. Andre verdipapirforetak skal ha en startkapital på 730 000 euro, jf. art. 3 nr. 4.

MiFID har ingen særskilte regler om verdipapirforetaks kapitaldekning.

3.7.2 Norsk rett

Kravene til startkapital for verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner[7] følger av vphl. § 8-9. Kapitalen må være innbetalt før tillatelse til å yte investeringstjenester gis. I utgangspunktet skal verdipapirforetak som er allmennaksjeselskaper ha en startkapital på et beløp som minst svarer til 730 000 euro, jf. første ledd første punktum. Kredittilsynet kan, for foretak som kun yter visse investeringstjenester, gi tillatelse til en lavere startkapital, men ikke lavere enn et beløp som i norske kroner tilsvarer 125 000 euro, jf. § 8-9 første ledd annet punktum. De norske reglene er på dette punktet strengere enn minimumsbestemmelsene i kapitaldekningsdirektivet. Det er i annet ledd i § 8-9 gitt hjemmel for nærmere regler om startkapital i forskrift. Slike regler følger i forskrift av 14. oktober 1996 nr. 985. Etter forskriftens § 1 annet ledd regnes «innbetalt aksjekapital, overkursfond og annen egenkapital» som startkapital.

Vphl. §§ 8-10 og 8-11 regulerer hhv. kapitaldekning og høyeste engasjement med en enkelt kunde. I § 8-12 er det fastsatt en egen konsolideringsregel for kapitaldekningsformål.

3.7.3 Utvalgets vurdering

EUs kapitaldekningsregler er under revisjon. Utvalget foreslår at gjeldende norsk rett videreføres uten endringer inntil de nye reglene er fastsatt, jf. lovutkastet § 9-13. I lovutkastet § 9-13 annet ledd foreslår utvalget å videreføre forskriftshjemmel til å fastsette nærmere regler om startkapital. I tillegg foreslås en hjemmel til å gjøre unntak fra første ledd. Det kan for eksempel være hensiktsmessig å gi nærmere regler om at kapitalkravet kan senkes til fordel for garanti- eller forsikringsordninger for verdipapirforetak med et begrenset tjenestespekter. Kravet til startkapital vil videre i forskriften kunne senkes eller erstattes med vilkår om garanti, forsikring mv. for verdipapirforetak som bare yter visse investeringstjenester (typisk investeringsrådgivning).

3.8 Organisering av virksomheten

3.8.1 EØS-rett

MiFID art. 13 oppstiller de overordnede kravene til organisering av virksomheten i verdipapirforetak. Bestemmelsen er generelt utformet og må sees i sammenheng med blant annet art. 18 som regulerer verdipapirforetaks plikt til å unngå interessekonflikter. Art. 13 vil bli supplert med mer detaljerte nivå-2 regler, jf. nr. 10.

Etter art. 13. nr. 2 skal et verdipapirforetak oppstille slike regler og prosedyrer («adequate policies and prosedures sufficient») som er nødven-

[5] Definert i kapitaldekningsdirektivet art. 2 nr. 20.
[6] Kravene til forsikringen fremkommer av kapitaldekningsdirektivet art. 3 nr. 4 a) bokstav b).
[7] Jf. forretningsbankloven § 5, sparebankloven § 2 og finansieringsvirksomhetsloven § 3-5.

dige for å sikre at selskapet, herunder dets ledelse, ansatte og tilknyttede agenter overholder selskapets forpliktelser i henhold til direktivets bestemmelser, samt passende regler for disse personers egne transaksjoner.

Etter art. 13 nr. 3 skal et verdipapirforetak til enhver tid ha og håndheve effektive organisatoriske og administrative ordninger med henblikk på å treffe rimelige foranstaltninger for å forhindre at interessekonflikter, som definert i art. 18, kan skade dets kunders interesser. I art. 18 nr. 2 heter det:

> «Where organisational or administrative arrangements made by the investment firm in accordance with Article 13(3) to manage conflicts of interest are not sufficient to ensure, with reasonable confidence, that risks of damage to client interests will be prevented, the investment firm shall clearly disclose the general nature and/or sources of conflicts of interest to the client before undertaking business on its behalf.»

Kunden skal, som det fremgår, gis opplysninger der interessekonflikter ikke kan håndteres på en adekvat måte. Opplysningene skal gis før det ytes tjeneste til kunden, jf. utredningen kapittel 4.

I følge art. 13 nr. 4 skal et verdipapirforetak treffe rimelige tiltak for å sikre kontinuitet og regelmessighet i utøvelsen av sin virksomhet. Foretaket skal i denne forbindelse benytte seg av hensiktsmessige og proporsjonale systemer, ressurser og prosedyrer.

Etter art. 13 nr. 5 første ledd, skal et verdipapirforetak sørge for at det, ved bruk av tredjemann til utførelse av operasjonelle funksjoner som er avgjørende for at kundene får en kontinuerlig og tilfredsstillende service og ytes investeringstjenester på en vedvarende og tilfredsstillende måte, treffes rimelige tiltak for å forhindre unødig økt operasjonell risiko. Viktige operasjonelle funksjoner må ikke overlates til tredjemann på en slik måte at kvaliteten på selskapets internkontroll og den kompetente myndighets mulighet til å føre tilsyn med om selskapet oppfyller sine forpliktelser, forringes «materially», det vil si merkbart.

Verdipapirforetak skal etter art. 13 nr. 5 annet ledd ha en sunn administrativ og regnskapsmessig praksis, interne kontrollmekanismer, effektive prosedyrer for risikovurdering og effektive kontroll- og sikkerhetsprosedyrer når det gjelder gjelder sine informasjonsbehandlingssystemer («information processing systems»).

Det følger av art. 13 nr. 6 at et verdipapirforetak skal oppbevare lister over utførte tjenester og transaksjoner som er tilstrekkelig detaljerte til at den kompetente myndighet kan kontrollere om kravene i henhold til direktivet er oppfylt, og særlig kunne forvisse seg om at foretaket har oppfylt alle sine forpliktelser overfor sine kunder eller potensielle kunder.

Etter art. 13 nr. 7 skal et verdipapirforetak som oppbevarer finansielle instrumenter tilhørende kunder treffe slike foranstaltninger («adequate arrangements») som måtte være nødvendige for å beskytte kundens eiendomsrett, særlig i tilfelle verdipapirforetakets insolvens, samt forhindre bruk av klienters finansielle instrumenter for egen regning med mindre klienten utrykkelig har samtykket til dette. Gitt hensynet med bestemmelsen, synes det riktig å legge til grunn at samtykke må innhentes også der verdipapirforetaket ønsker å låne en kundens finansielle instrumenter.

I følge art. 13 nr. 8 skal et verdipapirforetak som oppbevarer midler tilhørende kunder treffe slike foranstaltninger («adequate arragements») som måtte være nødvendige for å beskytte kundenes rettigheter og, med mindre det er tale om kredittinstitusjoner, forhindre bruk av klientmidler for egen regning.

Det fremgår av art. 13 nr. 9 at den kompetente myndighet, i den medlemsstat hvor en filial er beliggende, håndhever forpliktelsene fastsatt i art. 13 nr. 6 med hensyn til filialens transaksjoner, uten at dette skal berøre den mulighet den kompetente myndighet i verdipapirforetakets hjemstat har til å få direkte adgang til listene.

Etter art. 13 nr. 10 skal det fastsettes nærmere nivå-2 regler om organisering av verdipapirforetak:

> «In order to take account of technical developments the Commission shall adopt, implementing measures which specify the concrete organisational requirements to be imposed on investment firms performing different investment services and/or activities and ancillary services or combinations thereof.»

Som det fremgår, er hensikten å «relativisere» kravene til organisering. Utkast til slike regler følger av utkast til kommisjonsdirektiv kapittel II. Utkastet omfatter for eksempel bestemmelser om organisering, compliance, risikokontroll, internrevisjon og personlige transaksjoner.

3.8.2 Norsk rett

De overordnede kravene til organisering av verdipapirforetaks virksomhet følger av vphl. § 9-1. Bestemmelsen må sees i sammenheng med flere andre av lovens regler, for eksempel vilkårene for tillatelse i § 7-2, kapittel 2a om ansattes egenhandel

og kravene til god forretningsskikk og oppgaveførsel i hhv. §§ 9-2 og 9-7. Det er gitt en forskrift med hjemmel i § 9-1, jf. forskrift av 7. mars 2003 nr. 289 om utkontraktering. Forskriften gjelder kun aktiv forvaltning.

Det fremgår av vphl. § 9-1 første ledd nr. 1 at verdipapirforetak skal ha gode administrasjons- og regnskapsrutiner, kontroll- og sikkerhetsordninger, herunder stillingsinstrukser som særskilt regulerer ansvarsfordelingen mellom daglig leder og andre ledere av virksomheten. Etter vphl. § 9-1 første ledd nr. 2 skal verdipapirforetak ha tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som blant annet omfatter regler for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ansatte. Det er i forskrift av 20. juni 1997 nr. 1057 fastsatt nærmere regler om internkontroll. Forskriften gjelder generelt for Kredittilsynets tilsynsobjekter og er gitt i medhold av kredittilsynsloven § 4. Vphl. § 9-1 nr. 3 fastslår at verdipapirforetak skal oppbevare finansielle instrumenter og midler tilhørende investorene atskilt fra foretakets egne midler og for øvrig treffe tilfredsstillende tiltak med sikte på å verne investorenes rettigheter og forhindre at verdipapirforetaket benytter investorenes midler, for egen regning. Hensynet med bestemmelsen er å sikre kundenes interesser i tilfelle konkurs hos verdipapirforetaket, samt å lette Kredittilsynets kontroll av foretakets virksomhet. Det fremgår videre av vphl. § 9-1 første ledd nr. 4 at verdipapirforetak skal sørge for at det blir ført en liste over utførte transaksjoner som skal være minst så fyllestgjørende at Kredittilsynet kan kontrollere om de tilsynsregler tilsynet har ansvar for, er overholdt. Slike lister skal oppbevares i det tidsrom Kredittilsynet fastsetter. Kravet må sees i sammenheng med § 9-7 (oppgaveplikten). Det er i medhold av sistnevnte bestemmelse fastsatt to forskrifter om hhv. oppgave over mottatte og utførte oppdrag og lydopptak, jf. forskrifter av 26. september 1996 nr. 950 og 7. november 2003 nr. 1322. Etter vphl. § 9-1 første ledd nr. 5 stilles det krav om at verdipapirforetaket skal være oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder, eller foretakets kunder seg i mellom, begrenses til et minimum, jf. §§ 9-2 og 9-3.

Etter vphl. § 9-1 annet ledd skal verdipapirforetak ha interne instrukser for ansattes adgang til å være medlem av styrer, bedriftsforsamlinger mv. Regler om foretakets mulighet til å bedrive annen næringsvirksomhet og ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet finnes i henholdsvis vphl. §§ 8-3 og 8-4.

Det er i vphl. § 9-1 tredje ledd presisert at verdipapirforetak skal ha interne rutiner for krav til og beregning av sikkerhet ved formidlig og inngåelse av avtaler etter § 8-8 første og annet ledd (lån av finansielle instrumenter), § 9-5 (handel i opsjoner mv.), samt § 8-2 (kredittgivning). Forskrift av 14. oktober 1996 nr. 984 regulerer nærmere den sikkerheten som skal stilles ved formidling av låneavtaler. Hjemmel for forskriften er vphl. § 8-8 første ledd.

Vphl. § 9-1 fjerde ledd stiller krav om interne instrukser for taushetsplikten etter § 9-8, herunder om utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten. Vphl. § 9-8 har selvstendig betydning kun der det er snakk om kundeopplysninger som ikke er å regne som innsideinformasjon etter vphl. § 2-2. Kravet om rutiner vil suppleres av § 2-4 annet ledd om tilbørlig informasjonshåndtering.

Det kan etter vphl. § 9-1 femte ledd fastsettes nærmere regler om verdipapirforetaks interne retningslinjer og instrukser i «særlige tilfeller».

3.8.3 Utvalgets vurdering

Utvalget foreslår å gjennomføre MiFID art. 13 som ny § 9-11 i vphl. Forslaget har mange likhetstrekk med dagens § 9-1 ettersom art. 13 bygger på ISD art. 10. Lovutkastet § 9-11 er likevel noe mer detaljert fordi EØS-reguleringen på dette punktet har blitt mer omfattende. Utvalget legger til grunn at gjeldende forskrifter gitt i medhold av vphl. § 9-1 kan videreføres.

Etter første ledd i lovutkastet § 9-11 skal verdipapirforetak «innrette sin virksomhet» slik at foretaket etterlever de nærmere krav paragrafen oppstiller. Hovedhensynet bak bestemmelsen er å sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser overfor dets kunder og markedet for øvrig. Vilkåret om å innrette sin virksomhet må i denne forbindelse sies å være relativt i den forstand at kravene vil skjerpes for foretak som forvalter store verdier eller viktige interesser. På tilsvarende måte vil kravene være noe lempeligere for foretak hvis virksomhet innebærer liten eller ingen kunde- eller markedsrisiko.

Verdipapirforetak skal etter lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav a) innrette sin virksomhet slik at foretaket:

> «har tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrifter»

Bestemmelsen gjennomfører deler av art. 13 nr. 2 hvorved verdipapirforetak:

> «shall establish adequate policies and procedures sufficient to ensure compliance of the firm including its managers, employees and tied

agents with its obligations under the provisions of this Directive as well as appropriate rules governing personal transactions by such persons.»

Som det fremgår, plikter verdipapirforetaket å treffe nødvendige og hensiktsmessige tiltak som sikrer at foretaket selv, dets styre og ledelse, ansatte og tilknyttede agenter etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrift. Det antas ikke nødvendig å presisere i lovteksten at foretaket er ansvarlig for handlingene til sine ansatte, ledelsen mv. Plikten som hviler på verdipapirforetaket etter bokstav a) er rimeligvis begrenset til etterlevelse av privat- og offentligrettslige regler som er relevante for foretakets virksomhet etter børs- og verdipapirlovgivningen, jf. art. 13 nr. 2.

Etter lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav b) skal verdipapirforetak være oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter begrenser seg til et minimum. Dette betyr at foretaket, som i dag, må ha nødvendige informasjonssperrer (såkalte «Chinese walls») og ordninger, rutiner, systemer mv. i denne forbindelse. Utvalget legger til grunn at gjeldende praksis om organisering av verdipapirforetak fortsatt vil være relevant. Det er i forslaget til bokstav b) presisert at norske foretak, ved opprettelse av filial i andre land, må etterleve vertslandsreguleringen med hensyn til god forretningsskikk/organisering. Dette er en videreføring av dagens § 9-1 første ledd nr. 5 annet punktum. Den nærmere reguleringen av verdipapirforetaks interessekonflikter, herunder bestemmelsene om god forretningsskikk, er behandlet i utredningen kapittel 4.

Etter lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav c) skal verdipapirforetak innrette sin virksomhet slik at foretaket treffer rimelige tiltak som sikrer kontinuitet i investeringstjenestevirksomheten. Kravet medfører blant annet at foretaket må ha nødvendige systemer, ressurser og prosedyrer slik at en tilstrekkelig grad av regelmessighet kan oppnås. Hensynet bak bestemmelsen er å hindre at kunder og markedet blir skadelidende hvis for eksempel en ansatt slutter eller blir syk, eller at foretakets datasystemer må oppgraderes eller skiftes. I den grad et verdipapirforetak ledes av kun en person, vil denne typisk måtte treffe hensiktsmessige tiltak som sikrer at foretakets kunder ikke blir skadelidende hvis vedkommende blir fraværende. Bokstav c) medfører altså at verdipapirforetak i nødvendig grad må «beredskapsplanlegge». Kravene som stilles i denne forbindelse må likevel vurderes i lys av og tilpasses de interessene som foretaket forvalter.

Direktivet har i art. 13 nr. 5 regler om bruk av tredjeparter som ledd i investeringstjenestevirksomheten. Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres som ny § 9-11 første ledd bokstav d). Etter forslaget skal verdipapirforetak innrette sin virksomhet slik at foretaket:

«når det benytter seg av en tredjepart til utføring av operasjonelle funksjoner, treffer betryggende tiltak slik at operasjonell risiko begrenses til et minimum, jf. annet ledd,»

Bestemmelsen fastslår at verdipapirforetak som ønsker å benytte seg av en tredjepart til utføring av operasjonelle funksjoner, skal treffe visse tiltak. Mer konkret skal det i slike tilfeller treffes «betryggende tiltak» slik at operasjonell risiko begrenses til et minimum. Direktivet definerer ikke operasjonell risiko, og utvalget finner heller ikke det naturlig. Forslaget gjennomfører MiFID art. 13 nr. 5 første punktum som omhandler bruk av tredjemann for utføring av «operational functions». Utvalget legger til grunn at direktivet og lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav d) ikke regulerer utkontraktering generelt. Adgangen til bruk av tredjepart til utføring av operasjonelle funksjoner synes derimot klar, dog innenfor angitte rammer.

Annet ledd i lovutkastet § 9-11 gjennomfører art. 13 nr. 5 annet punktum og lyder:

«Verdipapirforetak kan ikke overlate viktige operasjonelle funksjoner til tredjepart dersom dette fører til at foretakets internkontroll og evne til å påse etterlevelsen av dets forpliktelser blir merkbart forringet.»

Denne bestemmelsen begrenser adgangen til bruk av tredjepart til utføring av operasjonelle funksjoner. Slik utkontraktering kan ikke finne sted dersom foretakets internkontroll og evne til å påse etterlevelse av dets forpliktelser blir «merkbart» forringet. Den danske direktivversjonen benytter her «materielt», mens det i den engelske heter «materially». Utvalget antar at merkbart er et dekkende vilkår. Særregler for verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjeneste aktiv forvaltning av investors portefølje av finansielle instrumenter, er fastsatt i forskrift av 7. mars 2003 nr. 289. Utvalget legger til grunn at denne forskriften kan videreføres. Utover forskriften kan verdipapirforetak etter gjeldende rett kun foreta utkontraktering av ikkekjernevirksomhet, for eksempel regnskapsføring, renhold og lignende støttefunksjoner.

I lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav e) legger utvalget til grunn at gjeldende § 9-1 første ledd nr. 1 videreføres med tillegget «effektive informa-

sjonsbehandlingssystemer» (jf. direktivets «effective control and safeguard arrangements for information processing systems»). Bestemmelsen gjennomfører direktivet art. 13 nr. 5 annet ledd. Lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav f) er en videreføring av dagens § 9-1 første ledd nr. 2 med presiseringen «ledere, ansatte og tilknyttede agenter». Krav om å utvide personkretsen følger av MiFID art. 13 nr. 2.

Lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav g) skal verdipapirforetak føre lister over «alle investeringstjenester, herunder utførte transaksjoner». Listene skal være så fyllestgjørende at Kredittilsynet kan kontrollere at foretaket etterlever sine plikter. I følge dagens bestemmelse i vphl. § 9-1 første ledd nr. 4 skal det føres lister over utførte transaksjoner. Etter den nye bestemmelsen utvides derved listeføringsplikten. Krav om dette følger av MiFID art. 13 nr. 6, jf. «records of all services and transactions». Det presiseres at også handler for egen regning vil måtte fremkomme av listen over utførte transaksjoner. Dette følger av dagens § 9-7 første ledd og det er ikke tilsiktet noen realitetsendring her. På grunn av lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav g) er det ikke nødvendig å videreføre gjeldende § 9-7 første ledd, jf. utredningen kapittel 4. Verdipapirforetaks lister over investeringstjenestevirksomheten skal oppbevares i det tidsrommet Kredittilsynet bestemmer. Dette er i samsvar med gjeldende rett.

Kredittilsynet skal føre tilsyn med og ha direkte adgang til listene som føres av filialer av verdipapirforetak fra andre land, jf. MiFID art. 13 nr. 9 og lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav g) annet punktum:

> «Kredittilsynet skal ha tilgang til og føre tilsyn med lister ført av filialer av verdipapirforetak fra andre land, jf. §§ 9-19 og 9-20»

Det vises til utredningen kapittel 5 for en nærmere gjennomgang av verdipapirhandellovens anvendelse på filialer av utenlandske verdipapirforetak. Slike regler finnes i dag i vphl. §§ 7-7 og 7-8.

I lovutkastet § 9-11 første ledd bokstav h) til j) foreslår utvalget at dagens § 9-1 andre til fjerde ledd videreføres. Gjeldende femte ledd er foreslått inntatt i ny § 9-11 femte ledd.

I MiFID art. 13 nr. 7 og 8 er det gitt regler om verdipapirforetaks oppbevaring av henholdsvis finansielle instrumenter og kundemidler.[8] Bestemmelsene er foreslått gjennomført i ny § 9-11 tredje og fjerde ledd:

> «Verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundes finansielle instrumenter holdes atskilt fra foretakets finansielle instrumenter. Verdipapirforetak kan bare benytte kundes finansielle instrumenter for egen regning dersom kunden uttrykkelig har gitt samtykket til dette
>
> Verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundemidler holdes atskilt fra foretakets midler. Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner, kan ikke benytte kundemidler for egen regning.»

Lovutkastet har mange likhetstrekk med dagens § 9-1 første ledd nr. 3, men er noe mer detaljert. Etter begge bestemmelsene skal det treffes «betryggende tiltak». Vilkåret må forstås relativt strengt i den forstand at det i utgangspunktet foreligger ufravikelig plikt til å holde kunders finansielle instrumenter og midler atskilt fra foretakets egne. Hensynet til kunders separatistrett, foretakets internkontroll og myndighetenes tilsyn er viktige lovgrunner til bestemmelsene.

Etter lovutkastet § 9-11 tredje ledd skal en kundes og foretakets egne finansielle instrumenter holdes atskilt. Kravet innebærer at det må benyttes egne verdipapirkontoer for kunders finansielle instrumenter, slik tilfellet er i dag. I følge annet punktum i tredje ledd kreves det utrykkelig samtykke fra kunden dersom foretaket skal benytte kundens finansielle instrumenter for egen regning, for eksempel som ledd i en lånetransaksjon. Hensynet bak regelen er klart nok, en kunde skal ikke risikere at en betrodd mellommann benytter kundens finansielle instrumenter uten å ha samtykket til dette. Vilkåret om «uttrykkelig samtykke» må i utgangspunktet forstås slik at verdipapirforetaket må kunne dokumentere at samtykke har blitt gitt.

Av lovutkastet § 9-11 fjerde ledd fremgår det at kundemidler skal holdes atskilt fra foretakets. Dette innebærer, som i dag, en plikt til fysisk og regnskapsmessig atskillelse. Verdipapirforetak som er kredittinstitusjoner kan benytte kundemidler for egen regning, typisk til utlån. Andre verdipapirforetak kan derimot ikke benytte kundemidler til dette formålet. Dette er i tråd med gjeldende rett.

Utvalget foreslår til slutt i lovutkastet § 9-11 en hjemmel for departementet til å fastsette nærmere regler om organisering av verdipapirforetak, herunder foretakenes interne retningslinjer, oppgaveplikt og instrukser. Forskriften vil blant annet gjennomføre kommisjonens nivå-2 regler som vil bli gitt i medhold av art. 13.

[8] Se art. 23 nr. 2 annet ledd om tilknyttede agenters rettigheter og plikter i denne forbindelse.

Kapittel 4
Verdipapirforetak – operasjonelle krav

4.1 Interessekonflikter

4.1.1 EØS-rett

I følge MiFID art. 18 nr. 1 skal medlemsstatene stille krav om at verdipapirforetak treffer alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter:

> «Member States shall require investment firms to take all reasonable steps to identify conflicts of interest between themselves, including their managers, employees and tied agents, or any person directly or indirectly linked to them by control and their clients or between one client and another that arise in the course of providing any investment and ancillary services, or combinations thereof.»

Bestemmelsen stiller krav til verdipapirforetaks rutiner med hensyn til å identifisere (mulige) interessekonflikter. Bestemmelsen er i seg selv ikke et forbud mot interessekonflikter, og gir heller ikke anvisning på håndteringen av slike. Slike regler følger av MiFID art. 13 nr. 3.

Kommisjonen vil fastsette utfyllende regler til MiFID art. 13 og 18, jf. utkast til kommisjonsdirektiv.

Dersom verdipapirforetakets organisatoriske og administrative ordninger for å håndtere interessekonflikter ikke i seg selv er tilstrekkelig til å sikre kundenes interesser på en rimelig betryggende måte, skal foretaket klart opplyse om kilder for mulige interessekonflikter og deres generelle karakter. Før dette er ivaretatt kan verdipapirforetaket ikke gjennomføre forretninger for kundens regning, jf. art. 18 nr. 2:

> «Where organisational or administrative arrangements made by the investment firm in accordance with Article 13(3) to manage conflicts of interest are not sufficient to ensure, with reasonable confidence, that risks of damage to client interests will be prevented, the investment firm shall clearly disclose the general nature and/or sources of conflicts of interest to the client before undertaking business on its behalf.»

4.1.2 Norsk rett

Verdipapirhandellovens regler med hensyn til interessekonflikter fremgår av § 9-1 (organisering av virksomheten) og § 9-2 (god forretningsskikk).

De mest relevante reglene med hensyn til forholdsregler for å *identifisere* interessekonflikter, jf. MiFID art. 18 nr. 1, følger av vphl. § 9-1 første ledd nr. 1 til 3. Utvalget peker særlig på reglene som stiller krav til verdipapirforetakenes interne kontrollrutiner, jf. nr. 2.

De øvrige reglene i § 9-1 gjelder *forebygging* av interessekonflikter, se blant annet MiFID art. 13 nr. 3, jf. pkt. 3.8 ovenfor.

4.1.3 Utvalgets vurdering

MiFID art. 18 nr. 2 krever at kundene klart opplyses om mulige kilder for interessekonflikter og deres karakter mv. i tilfeller hvor de forebyggende reglene ikke er tilstrekkelige. Verdipapirhandelloven har ingen uttrykkelig regel om slik opplysningsplikt overfor kunden. Utvalget legger imidlertid til grunn at en slik plikt til å underrette kunden etter omstendighetene kan følge av bestemmelsen om god forretningsskikk i vphl. § 9-2. Forholdet mellom opplysningsplikten etter § 9-2 og art. 18 nr. 2 er imidlertid uklart, og utvalget anser det derfor nødvendig å ha en særskilt bestemmelse om plikt til å opplyse om forhold som nevnt i direktivet. Det vises til at direktivets regler er mer detaljerte enn gjeldende norsk rett for så vidt gjelder identifisering og håndtering av interessekonflikter, jf. utkast til kommisjonsdirektiv art. 21 flg.

Utvalget foreslår en ny bestemmelse om interessekonflikter i § 10-12 som kan gjennomføre art. 18. Denne bestemmelsen må leses i sammenheng med forslaget til ny § 9-11 om organisering av virksomheten, jf. utredningen kapittel 3 ovenfor. Utvalget foreslår at det tas inn en forskriftshjemmel i § 10-12 i likhet med § 9-11. Dette vil legge til rette for å gjennomføre de utfyllende bestemmelsene basert på utkastet til kommisjonsdirektiv.

4.2 God forretningsskikk ved yting av investeringstjenester

4.2.1 EØS-rett

EØS-reglene om god forretningsskikk for verdipapirforetak kan sies å fremgå av flere ulike bestemmelser, se for eksempel ovenfor i pkt. 4.1. Hovedbestemmelsen er imidlertid MiFID art. 19.

I følge art. 19 nr. 1 skal medlemsstatene stille krav om at investeringstjenester og tilknyttede tjenester skal utføres på en ærlig, redelig og profesjonell måte i kundenes beste interesse. Denne generelle bestemmelsen gis videre innhold i art. 19 nr. 2 til 19 nr. 8, uten at denne konkretiseringen er uttømmende, jf. art. 19 nr. 1 («in particular»).

I følge art. 19 nr. 2 skal alle opplysninger, herunder markedsføringsmateriale, som verdipapirforetaket sender til (potensielle) kunder være korrekte, klare og ikke villedende («fair, clear and not misleading»). Markedsføringsmateriale skal tydelig fremstå som sådan. Art. 19 nr. 2 kan ses i sammenheng med markedsmisbruksdirektivet 2003/6/EF art. 6 nr. 5 og kommisjonsdirektiv 2003/125/EF om utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger.

Av art. 19 nr. 3 fremgår at det i en forståelig form skal gis relevante opplysninger til kunder og potensielle kunder om:

- verdipapirforetaket og de tjenester som tilbys,
- finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, som herunder gir relevant veiledning og relevante advarsler om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller i tråd med de foreslåtte strategier,
- handelssystemer som (kan) benyttes,
- omkostninger og gebyrer.

Formålet med bestemmelsen er at investorene i rimelig grad settes i stand til å fatte investeringsbeslutninger på informert grunnlag, jf. art. 19 nr. 3 annet ledd:

> «so that they are reasonably able to understand the nature and risks of the investment service and of the specific type of financial instrument that is being offered and, consequently, to take investment decisions on an informed basis.»

Informasjonen som nevnt i art. 19 nr. 3 kan gis i et standardisert format. Utvalget viser til at slik informasjon for eksempel kan formidles gjennom verdipapirforetakets forretningsvilkår eller gjennom standardformuleringer myntet på den aktuelle situasjon.

Art. 19 nr. 4 gjelder verdipapirforetak som yter tjenester i form av investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning. I slike tilfeller skal foretaket innhente de nødvendige opplysninger om (den potensielle) kundens kunnskap om og erfaring fra det investeringsområde som er relevant for det aktuelle produkt eller tjeneste, samt hans finansielle situasjon og investeringsmål. Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende.

For andre investeringstjenesteytelser enn de som er nevnt i art. 19 nr. 4 skal verdipapirforetaket innhente opplysninger om (den potensielle) kundens kunnskap om og erfaring fra det investeringsområde som er relevant for det aktuelle produkt eller tjeneste som tilbys eller etterspørres, jf. art. 19 nr. 5 første ledd. Foretakets undersøkelser skal sette det i stand til å vurdere om den av kunden påtenkte investeringstjeneste eller det påtenkte investeringsprodukt er hensiktsmessig for vedkommende. Hvis foretaket finner at investeringstjenesten (eller produktet) ikke er hensiktsmessig for kunden, skal han advares om dette. Slik advarsel kan gis i et standardisert format, jf. art. 19 nr. 5 annet ledd. Dersom (den potensielle) kunden velger å ikke gi de opplysninger som verdipapirforetaket plikter å innhente, eller han gir ufullstendige opplysninger i så måte, skal foretaket advare kunden om at dette gjør det umulig å avgjøre hva som er hensiktsmessig for vedkommende, jf. art. 19 nr. 5 tredje ledd. Også slike advarsler kan gis i et standardisert format.

I følge art. 19 nr. 6 skal det i enkelte situasjoner gjøres unntak fra foretakets plikter med hensyn til å innhente informasjon fra eller vurdere hensiktsmessigheten for kunden slik det er beskrevet ovenfor vedrørende art. 19 nr. 5. Dette unntaket gjelder når verdipapirforetaket yter investeringstjenester overfor kunden som utelukkende består av mottak, formidling og utførelse av ordre, eventuelt med tillegg av tilknyttede tjenester (såkalt «execution only» virksomhet). Forutsetningen for unntaket er at visse vilkår er oppfylt, jf. art. 19 nr. 6 første til fjerde strekpunkt:

- Tjenestene må gjelde aksjer notert på et regulert marked eller et tilsvarende tredjelandsmarked (det vil si markeder i land utenfor EØS-området som oppfyller krav tilsvarende MiFID del III), pengemarkedsinstrumenter, obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter (unntatt de som omfatter et avledet instrument), UCITS og andre ikke-komplekse finansielle instrumenter. Kommisjonen skal offentliggjøre og ajourføre en fortegnelse over de tredjelandsmarkeder som anses for å være tilsvarende markeder.
- Tjenestene må ytes på kundens initiativ.

- Kunden må klart underrettes om at verdipapirforetaket ved ytelsen av tjenesten ikke har plikt til å vurdere hensiktsmessigheten vedrørende det leverte eller tilbudte instrument eller tjenesteytelse, og at den investorbeskyttelse som denne plikten medfører dermed ikke er til stede. Denne advarselen kan gis i et standardisert format.
- Verdipapirforetaket må oppfylle reglene i art. 18 om interessekonflikter.

Utvalget antar at unntaket i art. 19 nr. 6 for eksempel kan være praktisk for nettbaserte verdipapirforetak, forutsatt at kundene klart underrettes om at foretaket ikke vil gi råd i forbindelse med kundens handler eller yte andre investeringstjenester enn de som er nevnt i art. 19 nr. 6.

I følge art. 19 nr. *7* skal verdipapirforetaket opprette et kunderegister som omfatter de dokumenter som gir uttrykk for avtaleforholdet (rettigheter og forpliktelser) mellom partene, herunder dokumenter som viser de betingelser som gjelder for foretakets tjenesteyting overfor kunden. Partenes avtalte rettigheter og forpliktelser kan fremgå ved henvisning til andre dokumenter eller til offentligrettslig regulering.

Verdipapirforetaket skal i følge art. 19 nr. 8 sørge for at kunden mottar en fyllestgjørende 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.

Art. 19 nr. 9 gjør det klart at reglene som nevnt ovenfor ikke skal komme 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.

Kommisjonen kan fastsette utfyllende rettsakter med hjemmel i art. 19 nr. 10, jf. utkast til kommisjonsdirektiv art. 26 flg.

4.2.2 Norsk rett

Verdipapirhandellovens regler om god forretningsskikk følger av vphl. § 9-2. Bestemmelsens første ledd første punktum uttaler at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med de vilkår som er satt for tillatelsen, øvrige bestemmelser som gjelder for utøvelsen av dets virksomhet samt god forretningsskikk. Det er videre gitt enkelte nærmere regler i første ledd annet punktum:

«Foretaket skal herunder påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte ved at det:

1. opptrer ryddig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet, herunder utfører mottatte oppdrag med tilbørlig omhu og hurtighet,
2. utviser den nødvendige kompetanse, omhu og interesse i sin opptreden,
3. har og effektivt benytter de ressurser og de fremgangsmåter som er nødvendig for å kunne utøve virksomheten på en god måte,
4. sørger for å få nødvendige opplysninger om kundenes identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring,
5. på en egnet måte gir de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder, og
6. bestreber seg på å unngå interessekonflikter ved bl.a. å sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser, samt at enkelte kunder ikke usaklig tilgodeses på bekostning av andre kunder.»

Det oppstilles særlige krav til god forretningsskikk ved egenhandel, jf. vphl. § 9-3.

4.2.3 Utvalgets vurdering

Utvalget viser til at reglene om god forretningsskikk i MiFID art. 19 er av en gjennomgående høyere detaljgrad enn etter gjeldende vphl. § 9-2 som bygger på ISD art. 11. På enkelte punkter er direktivforpliktelsene av en slik art at det synes å være behov for enkelte endringer eller presiseringer i den norske bestemmelsen. Som en følge av forslag til gjennomføringsrettsakter i utkastet til kommisjonsdirektiv, er det dessuten etter utvalgets syn nødvendig med utfyllende regler i forskrift.

Utvalget foreslår at det fastsettes en ny bestemmelse om god forretningsskikk i § 10-13. Bestemmelsen foreslås utformet i tråd med direktivets krav, men hvor visse deler av den nåværende bestemmelsen beholdes. Dette gjelder for eksempel § 9-2 første ledd, jf. art. 19 nr. 1, og sjette til syvende ledd. Det foreslås en hjemmel til å fastsette utfyllende regler i forskrift. Utvalget antar at dagens praktisering av bestemmelsen kan videreføres så langt dette ikke er i strid med EØS-forpliktelsene og de utfyllende bestemmelser som fastsettes på bakgrunn av disse. Utvalget foreslår for øvrig å videreføre bestemmelsen i § 9-3 om god forretningsskikk ved egenhandel, jf. lovutkastet § 10-14. Utvalget peker i den forbindelse på at § 9-3 er en hensiktsmessig presisering av det generelle kravet til god forretningsskikk i henholdsvis § 9-2 og direktivet.

4.3 Tjenesteyting via annet verdipapirforetak

4.3.1 EØS-rett

I MiFID art. 20 er det nedfelt enkelte særregler for det tilfelle at et verdipapirforetak yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester overfor en kunde av et annet verdipapirforetak (i dette kapitlet også kalt «formidleren» eller «formidlerforetaket»). Det er altså snakk om regler for det tilfelle at et verdipapirforetak for eksempel mottar en ordre fra et formidlerforetak som skal effektueres på vegne av formidlerforetakets kunde (utførelse av kundeordre). Formidlerforetaket opptrer i slike tilfeller som en mellommann som formidler en ordre for kunden, eventuelt i kombinasjon med investeringsrådgivning eller lignende overfor kunden.

Det følger av art. 20 første ledd at medlemsstatene skal tillate at et verdipapirforetak kan forholde seg til formidlerens opplysninger om kunden ved utførelse av investeringstjenester eller tilknyttede tjenester på kundens vegne. Det fremgår videre at formidlerforetaket i slike tilfeller forblir ansvarlig for at de formidlede kundeopplysningene er utfyllende og nøyaktige:

> «Member States shall allow an investment firm receiving an instruction to perform investment or ancillary services on behalf of a client through the medium of another investment firm to rely on client information transmitted by the latter firm. The investment firm which mediates the instructions will remain responsible for the completeness and accuracy of the information transmitted.»

I art. 20 annet ledd gis det på tilsvarende måte regler om ansvarsfordelingen i de tilfeller hvor formidlerforetaket har kommet med anbefalinger eller råd overfor kunden med hensyn til den tjenesten eller transaksjonen som ytes eller gjennomføres av det utøvende verdipapirforetaket:

> «The investment firm which receives an instruction to undertake services on behalf of a client in this way shall also be able to rely on any recommendations in respect of the service or transaction that have been provided to the client by another investment firm. The investment firm which mediates the instructions will remain responsible for the appropriateness for the client of the recommendations or advice provided.»

Det formidlende foretaket forblir ansvarlig for hvorvidt dets anbefalinger eller råd er egnet for kunden.

I art. 20 tredje ledd presiseres at det utøvende verdipapirforetaket er ansvarlig for at de tjenester eller transaksjoner som ytes eller gjennomføres er i tråd med bestemmelsene i MiFID avsnitt II om tillatelse og verdipapirforetaks virksomhet, vurdert opp mot den informasjon som formidleren har gitt til verdipapirforetaket:

> «The investment firm which receives client instructions or orders through the medium of another investment firm shall remain responsible for concluding the service or transaction, based on any such information or recommendations, in accordance with the relevant provisions of this Title.»

Utvalget legger til grunn at det er ansvarsfordelingen i forhold til de ulike direktivbestemmelsene om organisering og utførelse av virksomheten som reguleres i art. 20. Utvalget legger videre til grunn at bestemmelsen gir uttrykk for en ansvarsfordeling mellom henholdsvis det utførende og formidlende verdipapirforetaket. Utvalget legger til grunn at art. 20 ikke regulerer privatrettslige forhold.

4.3.2 Norsk rett

Det finnes ingen tilsvarende regel i verdipapirhandelloven som klargjør ansvarsforholdet mellom to eller flere verdipapirforetak som yter tjenester i sammenheng overfor samme kunde.

4.3.3 Utvalgets vurdering

Utvalget mener at det er uklart om gjeldende rett er i tråd med direktivets ansvarsfordeling på alle punkter. Det vises blant annet til gjeldende vphl. § 9-2 første ledd nr. 4 om at verdipapirforetaket «sørger for å få de nødvendige opplysninger om kundenes identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring».

Utvalget antar at det vil være mest i tråd med EØS-forpliktelsene dersom det tas inn en eksplisitt bestemmelse om hvilke virksomhetsregler som gjelder i situasjoner hvor det ytes investeringstjenester eller tilknyttede tjenester på måter som beskrevet i pkt. 4.3.1 ovenfor. Utvalget foreslår en slik presisering tatt inn i en ny § 10-19. Utvalget presiserer at forslaget kun har betydning i forhold til verdipapirhandellovens virksomhetsregler. Forslaget har ingen innvirkning på hvilke plikter som for eksempel påhviler de ulike verdipapirforetakene etter andre regelverk, for eksempel reglene om hvitvasking.

4.4 Beste resultat ved utførelse av ordre

4.4.1 EØS-rett

MiFID art. 21 pålegger medlemsstatene å ha nærmere angitte regler om plikt for verdipapirforetakene til å utføre ordre på så gode vilkår som mulig («best execution»).

I henhold til art. 21 nr. 1 skal verdipapirforetak treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å oppnå det best mulige resultat for sine kunder. I vurderingen skal foretaket se hen til pris, kostnader, tidsbruk, sannsynlighet for handel og oppgjør, størrelse, art og andre eventuelle overveielser med relevans for ordreutførelsen. Dersom det foreligger en spesifikk instruks fra kunden må imidlertid verdipapirforetaket alltid overholde denne, for eksempel dersom kunden ønsker at hele ordren skal legges i ordreboken samtidig. Art. 21 nr. 1 lyder:

> «Member States shall require that investment firms take all reasonable steps to obtain, when executing orders, the best possible result for their clients taking into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size, nature or any other consideration relevant to the execution of the order. Nevertheless, whenever there is a specific instruction from the client the investment firm shall execute the order following the specific instruction.»

Utvalget bemerker at kundens avgivelse av en spesifikk instruks likevel ikke fritar verdipapirforetaket fra sine øvrige plikter, for eksempel i forhold til art. 19 om god forretningsskikk. Det kan for eksempel tenkes at verdipapirforetaket i enkelte tilfeller kan ha en plikt til å frarå kunden fra å gjennomføre ordren etter instruksen. Dersom kunden likevel fastholder instruksen må imidlertid verdipapirforetaket følge denne lojalt, med mindre forholdene i særlige tilfelle skulle ligge slik an at kunden vil kunne påberope seg ugyldighet etter alminnelige avtalerettslige regler selv om det er kontrahert i henhold til fastholdt instruks.

I følge art. 21 nr. 2 skal verdipapirforetak etablere og anvende effektive ordninger med sikte på å overholde beste resultat-forpliktelsen. Særlig skal verdipapirforetaket etablere og anvende en ordreutførelsespolitikk som setter det i stand til å oppnå best mulig resultat ved utførelsen av kundeordre. Utvalget bemerker at vurderingstemaet her blir om ordreutførelsespolitikken setter foretaket i stand til å oppnå det beste resultat. Dersom dette vilkåret er oppfylt gjenstår spørsmålet *om* det beste resultat er oppnådd i det konkrete tilfelle, jf. ovenfor.

Art. 21 nr. 3 første ledd utfyller art. 21 nr. 2 med hensyn til hvilke krav som stilles til ordreutførelsespolitikken:

> «The order execution policy shall include, in respect of each class of instruments, information on the different venues where the investment firm executes its client orders and the factors affecting the choice of execution venue. It shall at least include those venues that enable the investment firm to obtain on a consistent basis the best possible result for the execution of client orders.»

Ordreutførelsespolitikken skal omfatte informasjon om de ulike handelssystemer som verdipapirforetaket benytter ved utførelse av kundeordre. Informasjonen skal relatere seg til hver enkelt type finansielt instrument. For eksempel bør ikke informasjon som gjelder handelssystemer for aksjer, i tillegg omfatte informasjon om handelssystemer som utelukkende benyttes til å utføre ordre i andre finansielle instrumenter.

I tillegg må ordreutførelsespolitikken angi hvilke faktorer som påvirker valget av handelssystem. Utvalget bemerker at dette kravet naturlig nok forutsetter at det foreligger flere alternative systemer.

Ordreutførelsespolitikken skal som et minstekrav angi de handelssystemer som vanligvis («on a consistent basis») setter verdipapirforetaket i stand til å oppnå de beste resultater for kunden. Formålet må være å gi kunden et best mulig vurderingsgrunnlag for å ivareta sine interesser.

Art. 21 nr. 3 annet ledd krever at verdipapirforetakene gir formålstjenlig («appropriate») informasjon til kunden vedrørende den ovennevnte ordreutførelsespolitikken som foretaket er pålagt å ha. Verdipapirforetakene må på forhånd innhente samtykke til ordreutførelsespolitikken fra kunden. Utvalget bemerker at kravet om forhåndssamtykke på dette punktet må relatere seg til utførelse av ordre, og ikke til tjenester hvor ordreutførelsespolitikken ikke kan få betydning for tjenestekvaliteten.

Art. 21 nr. 3 tredje ledd utfyller kravet til kundeinformasjon og samtykke i tilfeller hvor ordreutførelsespolitikken åpner for utførelse utenfor regulert marked eller MHF:

> Member States shall require that, where the order execution policy provides for the possibility that client orders may be executed outside a regulated market or an MTF, the investment firm shall, in particular, inform its clients about this possibility. Member States shall require

that investment firms obtain the prior express consent of their clients before proceeding to execute their orders outside a regulated market or an MTF. Investment firms may obtain this consent either in the form of a general agreement or in respect of individual transactions.»

Samtykke til å utføre ordre utenfor regulert marked og MHF kan både innhentes i en standardavtale (for eksempel i forretningsvilkårene) eller i tilknytning til enkelttransaksjoner. Utvalget forstår uttrykket «express consent» som et krav om at samtykket uttrykkelig må gjelde muligheten til å utføre ordre utenfor de forannevnte markedsplasser. Utvalget kan ikke se at direktivet krever at samtykket må gis skriftlig eller i tråd med andre formkrav.

I art. 21 nr. 4 stilles det krav om at verdipapirforetak må overvåke at deres ordreutførelsesordning og -politikk fungerer etter hensikten, slik at eventuelle mangler kan identifiseres og rettes:

«Member States shall require investment firms to monitor the effectiveness of their order execution arrangements and execution policy in order to identify and, where appropriate, correct any deficiencies. In particular, they shall assess, on a regular basis, whether the execution venues included in the order execution policy provide for the best possible result for the client or whether they need to make changes to their execution arrangements. Member States shall require investment firms to notify clients of any material changes to their order execution arrangements or execution policy.»

Særlig skal verdipapirforetaket regelmessig vurdere om de handelssystemer som omfattes av ordreutførelsespolitikken gir det best mulige resultat for kunden, eller om det er behov for å endre ordreutførelsesordningen. Videre skal kundene alltid varsles dersom det skjer vesentlige endringer («material changes») i verdipapirforetakets ordreutførelsesordninger eller -politikk.

Det følger av art. 21 nr. 5 at verdipapirforetak på kundens anmodning skal være i stand til å påvise at den eller de ordre som er utført på vegne av kunden er i tråd med foretakets ordreutførelsespolitikk.

Kommisjonen kan ifølge art. 21 nr. 6 vedta utfyllende rettsakter blant annet for å definere det nærmere innholdet i art. 21 nr. 1, 3 og 4, jf. utkast til kommisjonsdirektiv art. 44 flg.

4.4.2 Norsk rett

Verdipapirforetaks forpliktelse til å utføre ordre til best mulig vilkår for kunden følger av reglene om god forretningsskikk i vphl. § 9-2 og § 9-3. Utgangspunktet er at verdipapirforetaket skal utøve sin virksomhet i samsvar med de vilkår som er satt for tillatelsen, øvrige bestemmelser som gjelder for dets virksomhet samt god forretningsskikk, jf. § 9-2 første ledd. Den generelle rettesnoren er at foretaket skal sørge for at kundens interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte.

Det følger av vphl. § 9-2 tredje ledd at oppdraget skal utføres til en kurs som etter markedets stilling er rimelig, når særskilt kurs ikke er angitt i oppdraget. Kunden skal gis den beste pris foretaket kan oppnå på bakgrunn av tilgjengelig kursinformasjon, med mindre kunden forlanger at foretaket stiller en bestemt kurs eller vedkommende aksepterer en bestemt kurs når oppdraget gis.

Dersom verdipapirforetaket utfører ordre ved å tre inn for egen regning, egenhandel, gjelder det særlige regler i vphl. § 9-3. Verdipapirforetak kan i henhold til første ledd ikke foreta egenhandel som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning i finansielle instrumenter det foreligger kundeordre på og der særskilt kurs ikke er angitt i ordren. Denne begrensningen gjelder ikke dersom vedkommende som utfører handelen på verdipapirforetakets vegne verken kjente eller burde kjenne til at det forelå kundeordre.

Det følger videre av § 9-3 annet ledd at verdipapirforetaket ikke kan tre inn i avtalen med oppdragsgiveren dersom foretaket kan oppnå bedre betingelser for kunden ved kjøp eller salg i markedet på tidspunktet for behandlingen av oppdraget. Dersom verdipapirforetaket helt eller delvis har trådt inn som motpart i avtalen, skal kunden ved sluttseddelen opplyses om dette. Det er antatt at annet (og tredje) ledd gjelder uavhengig av om egenhandelen utføres som ledd i alminnelig kapitalforvaltning eller som ledd i investeringstjenestevirksomheten.[1]

4.4.3 Utvalgets vurdering

Det er etter utvalgets vurdering i all hovedsak samsvar mellom norsk rett og MiFIDs krav om at ordre skal utføres til beste mulige vilkår og at verdipapirforetaket skal være organisert på en måte som sikrer dette, jf. art. 21 nr. 1 og 2.

Direktivet oppstiller imidlertid en rekke detaljerte krav til verdipapirforetakets utforming av retningslinjer for ordreutførelse («order execution policy»), og om informasjon til og aksept fra kundene i forbindelse med ordreutførelse, jf. art. 21 nr. 2 og 3. Videre stilles det krav om at verdipapir-

[1] Jf. kommentarutgaven side 709.

foretaket overvåker at retningslinjene følges, og at foretaket kan påvise overfor kundene at retningslinjene er fulgt, jf. art. 21 nr. 4 og 5. Slike detaljerte krav gjenfinnes ikke i vphl. § 11-2 om verdipapirforetaks forretningsvilkår, og kan neppe utledes for eksempel av § 9-2 første ledd nr. 5 om at verdipapirforetaket på en egnet måte skal gi nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder.

Som en følge av MiFIDs detaljerte regulering, er det utvalgets syn at det bør inntas en egen bestemmelse om ordreutførelse i verdipapirhandelloven. Dette er i tråd med direktivets systematikk, og vil dessuten utgjøre et klargjørende supplement til forslaget til ny bestemmelse om god forretningsskikk og om håndtering av kundeordre, jf. pkt. 4.2 ovenfor og pkt. 4.5 nedenfor. Utvalgets forslag til gjennomføring av art. 21 fremgår at lovutkastet § 10-15 om beste resultat ved utførelse av ordre. Utvalget foreslår at det inntas en hjemmel til å fastsette utfyllende regler i forskrift, jf. lovutkastet § 10-15 syvende ledd. Denne forskriftshjemmelen kan blant annet benyttes for å gjennomføre de utfyllende kommisjonsreglene som henvist til i pkt. 4.4.1 ovenfor.

4.5 Ordrebehandling

4.5.1 EØS-rett

MiFID art. 22 pålegger medlemsstatene å fastsette enkelte nærmere regler om behandling av kunders ordre. Bestemmelsen må ses i sammenheng med kravet om beste resultat ved utførelse av ordre, jf. art. 21.

Det fremgår av art. 22 nr. 1 at verdipapirforetak med konsesjon til å utføre ordre på vegne av kunder skal anvende prosedyrer og ordninger som sikrer øyeblikkelig, redelig og hurtig utføring av kundeordre. Vurderingen av om foretaket har oppfylt sine plikter etter denne bestemmelsen må gjøres i lys av andre kundeordre som er innkommet og utført og verdipapirforetakets handel for egen regning:

> «Member States shall require that investment firms authorised to execute orders on behalf of clients implement procedures and arrangements which provide for the prompt, fair and expeditious execution of client orders, relative to other client orders or the trading interests of the investment firm.
>
> These procedures or arrangements shall allow for the execution of otherwise comparable client orders in accordance with the time of their reception by the investment firm.»

Bestemmelsen krever videre at prosedyrene og ordningene skal gjøre det mulig («shall allow for») å utføre ellers sammenlignbare kundeordre i den samme rekkefølge som ordrene har kommet inn til verdipapirforetaket.

Art. 22 nr. 2 gir enkelte særregler for de tilfeller hvor kunder inngir såkalte limitordre vedrørende aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked. Med limitordre forstås en ordre som gjelder kjøp eller salg av et finansielt instrument i et gitt antall og til en spesifisert pris, eller bedre, jf. art. 4.1 nr. 16. Art. 22 nr. 2 lyder:

> «Member States shall require that, in the case of a client limit order in respect of shares admitted to trading on a regulated market which are not immediately executed under prevailing market conditions, investment firms are, unless the client expressly instructs otherwise, to take measures to facilitate the earliest possible execution of that order by making public immediately that client limit order in a manner which is easily accessible to other market participants. Member States may decide that investment firms comply with this obligation by transmitting the client limit order to a regulated market and/or MTF. Member States shall provide that the competent authorities may waive the obligation to make public a limit order that is large in scale compared with normal market size as determined under Article 44(2).»

Dersom ovennevnte typer limitordre ikke kan utføres øyeblikkelig under de rådende markedsforhold, skal verdipapirforetaket ta skritt for å fremme den hurtigst mulige utførelse av ordren ved straks å offentliggjøre limitordren på en måte som gjør opplysningen lett tilgjengelig for andre markedsaktører. Dersom kunden uttrykkelig bestemmer noe annet, skal slik offentliggjøring likevel ikke skje. Medlemsstatene kan velge å utforme regelen slik at verdipapirforetak anses å overholde offentliggjøringsforpliktelsen når de formidler limitordren til et regulert marked eller en MHF.

De kompetente myndigheter skal kunne gjøre unntak fra forpliktelsen til å offentliggjøre limitordre dersom ordren er stor («large in scale») sammenlignet med normal markedsstørrelse, jf. art. 44 nr. 2 omtalt under pkt. 7.5.

Ifølge art. 22 nr. 3 kan Kommisjonen fastsette utfyllende rettsakter om de reglene som er gjennomgått ovenfor, jf. utkast til kommisjonsdirektiv art. 47 flg.

4.5.2 Norsk rett

I følge reglene om god forretningsskikk skal verdipapirforetaket bestrebe seg på å unngå interesse-

konflikter ved blant annet å sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser, samt at enkelte kunder ikke usaklig tilgodeses på bekostning av andre kunder, jf. vphl. § 9-2 første ledd nr. 6. Videre følger det av § 9-3 første ledd første punktum at verdipapirforetak som utgangspunkt ikke kan foreta egenhandel som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning i finansielle instrumenter det foreligger kundeordre på og der særskilt kurs ikke er angitt i ordren. Verdipapirforetaket skal i henhold til § 9-1 første ledd nr. 5 være oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum. Reglene i § 9-1 og § 9-2 må ses i sammenheng med plikten til å føre oppgaver over mottatte og utførte oppdrag som gir full oversikt over dets forretningsførsel, jf. § 9-7 første ledd og forskrift 26. september 1996 nr. 950 om verdipapirforetaks plikt til å føre oppgaver over mottatte og utførte oppdrag.

4.5.3 Utvalgets vurdering

På samme måte som for reglene om beste resultat ved utførelse av ordre, jf. forrige punkt, foreslår utvalget en egen bestemmelse om verdipapirforetaks håndtering av kundeordre. Det vises til at prinsippene i direktivet i hovedsak må anses å være gjennomført i norsk gjeldende rett, men at EØS-reglenes detaljregulering gjør det hensiktsmessig med en egen bestemmelse om håndtering av kundeordre.

Forslaget utfyller de mer generelle regelforslagene om organisering av virksomheten (lovutkastet § 9-11), håndtering av interessekonflikter (lovutkastet § 10-12) og god forretningsskikk (lovutkastet § 10-13). Bestemmelsen om verdipapirforetaks håndtering av kundeordre foreslås utformet i tråd med direktivet art. 22, med en forskriftshjemmel til å fastsette utfyllende regler blant annet på bakgrunn av kommisjonsreglene. Det vises til lovutkastet § 10-16 og spesialmerknadene til denne bestemmelsen.

4.6 Kvalifiserte motparter

4.6.1 EØS-rett

MiFID art. 24 gir enkelte særlige regler for transaksjoner som inngås med eller på vegne av såkalte kvalifiserte motparter («eligible counterparties»).

I følge art. 24.1 skal verdipapirforetak med konsesjon til (i) å utføre ordre på vegne av kunder, (ii) foreta egenhandel eller (iii) motta og formidle ordre, i nærmere angitte situasjoner ikke behøve å oppfylle kravene i art. 19 («conduct of business»), 21 («best execution») og 22 nr. 1 (en del av «client order handling rules»), jf. ovenfor:

> «Member States shall ensure that investment firms authorised to execute orders on behalf of clients and/or to deal on own account and/or to receive and transmit orders, may bring about or enter into transactions with eligible counterparties without being obliged to comply with the obligations under Articles 19, 21 and 22(1) in respect of those transactions or in respect of any ancillary service directly related to those transactions.»

Unntaket fra de ovennevnte reglene gjelder når verdipapirforetakene bringer til veie eller gjennomfører transaksjoner med kvalifiserte motparter, eller når de yter tilknyttede tjenester i direkte sammenheng med slike transaksjoner.

Art. 24 nr. 2 første ledd gir anvisning på hvem som i utgangspunktet skal anses som kvalifiserte motparter etter bestemmelsen:

> «Member States shall recognise as eligible counterparties for the purposes of this Article investment firms, credit institutions, insurance companies, UCITS and their management companies, pension funds and their management companies, other financial institutions authorised or regulated under Community legislation or the national law of a Member State, undertakings exempted from the application of this Directive under Article 2(1)(k) and (l), national governments and their corresponding offices including public bodies that deal with public debt, central banks and supranational organisations.»

I art. 24 nr. 2 annet ledd gjøres det unntak for denne klassifiseringen for det tilfelle at de opplistede institusjonene selv anmoder om å bli behandlet som alminnelige kunder:

> «Classification as an eligible counterparty under the first subparagraph shall be without prejudice to the right of such entities to request, either on a general form or on a trade-by-trade basis, treatment as clients whose business with the investment firm is subject to Articles 19, 21 and 22.»

I følge art. 24 nr. 3 første ledd kan medlemsstatene ytterligere utvide klassifiseringen av kvalifiserte motparter. Det må være tale om foretak («undertakings»), som oppfyller visse forhåndsbestemte vilkår, herunder kvantitative terskler. Dersom motparten befinner seg i en annen medlemsstat skal klassifiseringen bestemmes på bak-

grunn av denne medlemsstatens regler. Det følger av art. 24 nr. 3 annet ledd at utvidet klassifisering bare kan legges til grunn etter uttrykkelig bekreftelse fra motparten:

> «Member States shall ensure that the investment firm, when it enters into transactions in accordance with paragraph 1 with such undertakings, obtains the express confirmation from the prospective counterparty that it agrees to be treated as an eligible counterparty. Member States shall allow the investment firm to obtain this confirmation either in the form of a general agreement or in respect of each individual transaction.»

Klassifiseringen av foretak hjemmehørende i tredjeland reguleres uttrykkelig i art. 24 nr. 4. I følge bestemmelsen kan medlemsstatene velge å klassifisere slike foretak på samme måte som foretak hjemmehørende i det indre marked.

Det følger av art. 24 nr. 5 at Kommisjonen kan fastsette utfyllende rettsakter om de reglene som er gjennomgått ovenfor. I utkast til kommisjonsdirektiv art. 50 («Eligible counterparties») er det foreslått regler om utvidelse av personkretsen, slik det er adgang til etter MiFID art. 24 nr. 3.

4.6.2 Norsk rett

Det følger blant annet av vphl. § 9-2 om god forretningsskikk at klassifisering av typen kunde har betydning for hvilke begrensninger som gjelder for verdipapirforetakets virksomhet. Etter gjeldende rett opereres det likevel ikke med slike detaljerte regler og skiller som etter MiFID art. 24.

4.6.3 Utvalgets vurdering

Direktivbestemmelsen fastsetter at reglene om god forretningsskikk, beste resultat ved utførelse av ordre og håndtering av kundeordre, ikke skal gjelde for viktige grupper av institusjoner, myndigheter og investorer mv., i direktivet kalt kvalifiserte motparter, jf. art. 24 nr. 1 jf. art. 24 nr. 2. Slike motparter skal imidlertid kunne be om å bli behandlet som alle andre investorer, jf. art. 24 nr. 2 annet ledd.

Utvalget foreslår, i tråd med direktivets krav, en bestemmelse om kvalifiserte motparter i lovutkastet § 10-18[2]. I tråd med direktivet foreslås særbestemmelsen å gjelde når verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i § 2-2 første ledd nr. 1 til 3, bringer i stand eller inngår transaksjoner med kvalifiserte motparter.

De institusjoner mv. som opplistes i definisjonen av kvalifiserte motparter i lovutkastet § 10-18 annet ledd foreslås ikke utelukkende avgrenset til slike institusjoner i EØS-området. Etter utvalgets syn bør institusjoner fra tredjeland som oppfyller de samme kriterier som institusjoner fra EØS-området, behandles på samme måte. Dette er i tråd med MiFID art. 24 nr. 4.

I art. 24 nr. 3 er det åpnet for at medlemsstatene kan bestemme at også andre foretak enn de særskilt oppregnede kan være kvalifiserte motparter. Det er foreslått særlige regler både om hvilke krav som stilles til slike foretak, og hvilke regler som skal gjelde for verdipapirforetaket i slike tilfeller, jf. art. 24 nr. 3 og utkast til kommisjonsdirektiv art. 50.

Utvalget foreslår en forskriftshjemmel som åpner for å utvide kretsen av kvalifiserte motparter i tråd med dette. Utvalget foreslår for øvrig en mer generell hjemmel til å gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen. Det vises til lovutkastet § 10-18 fjerde ledd.

4.7 Verdipapirforetaks bruk av agenter

4.7.1 EØS-rett

I visse tilfeller kan et verdipapirforetak ønske å benytte tilknyttede agenter som del av sitt salgsnett eller som en supplerende kanal for tjenesteyting. I følge MiFID art. 23 nr. 1 kan medlemsstatene tillate at verdipapirforetak utpeker tilknyttede agenter («tied agents») til å utføre visse oppgaver. Det synes forutsatt at agenten i disse tilfellene ikke selv behøver konsesjon som verdipapirforetak. Verdipapirforetaks tjenesteyting via andre verdipapirforetak reguleres særskilt i art. 20, jf. pkt. 4.3 ovenfor.

MiFID art. 23 nr. 1 lyder:

> «Member States may decide to allow an investment firm to appoint tied agents for the purposes of promoting the services of the investment firm, soliciting business or receiving orders from clients or potential clients and transmitting them, placing financial instruments and providing advice in respect of such financial instruments and services offered by that investment firm.»

Slike agenter kan utpekes for å fremme salget av verdipapirforetakets tjenester, verve kunder («soliciting business») eller motta og formidle kun-

[2] Prinsippet bak bestemmelsen kan tilsi at også § 10-14 om god forretningsskikk ved egenhandel omfattes av unntaket, jf. lovutkastet § 10-18 første ledd. Utvalget har imidlertid ikke vurdert dette nærmere.

deordre, plassere finansielle instrumenter samt drive rådgivning om finansielle instrumenter eller om de tjenestene som det tilknyttede verdipapirforetaket kan tilby.

Hva som anses som tilknyttede agenter i direktivets forstand fremgår av art. 4.1 nr. 25:

> ««Tied agent» means a natural or legal person who, under the full and unconditional responsibility of only one investment firm on whose behalf it acts, promotes investment and/or ancillary services to clients or prospective clients, receives and transmits instructions or orders from the client in respect of investment services or financial instruments, places financial instruments and/or provides advice to clients or prospective clients in respect of those financial instruments or services;»

Det er et vilkår for at reglene om tilknyttede agenter skal komme til anvendelse at agenten handler for kun ett verdipapirforetak, og at agenten handler for verdipapirforetakets ubetingede regning og risiko. Videre er det begrensninger på hvilke tjenester agenten kan yte. Dersom agenten utfører andre oppgaver enn det som tillates etter art. 23, jf. art. 4.1 nr. 25, må agenten etter utvalgets syn vurderes som et frittstående foretak i forhold til konsesjonsreglene (uten at dette utelukker at verdipapirforetaket fortsatt er ansvarlig for foretakets handlinger).

Etter utvalgets oppfatning synes art. 23 å sette de ytre rammene for hvilke oppgaver et verdipapirforetak kan sette tilknyttede agenter til å utføre. Begrensningene i bestemmelsen synes videre å gjelde kunderettede oppgaver, og medfører at tilknyttede agenter ikke kan yte andre tjenester enn de som er uttrykkelig nevnt i bestemmelsen. Tilknyttede agenter kan således ikke drive porteføljeforvaltning eller tilby garantistillelse («underwriting»). Det kan imidlertid tenkes at oppgaver kan utkontrakteres til andre verdipapirforetak, men dette følger andre regelsett.

Videre forstår utvalget bestemmelsen slik at medlemsstatene kan velge å tillate bruk av tilknyttede agenter bare for enkelte av de særskilt nevnte aktivitetene, eventuelt at bruk av tilknyttede agenter ikke behøver å tillates overhodet.

Art. 23 nr. 2 flg. gir nærmere anvisning på regler som må gjennomføres dersom den enkelte medlemsstat velger å åpne for bruk av tilknyttede agenter.

I følge art. 23 nr. 2 første ledd skal verdipapirforetaket beholde det fulle og ubetingede ansvar for agentens handlinger eller unnlatelser når han opptrer på verdipapirforetakets vegne:

> «Member States shall require that where an investment firm decides to appoint a tied agent it remains fully and unconditionally responsible for any action or omission on the part of the tied agent when acting on behalf of the firm. Member States shall require the investment firm to ensure that a tied agent discloses the capacity in which he is acting and the firm which he is representing when contacting or before dealing with any client or potential client.»

Verdipapirforetaket må sørge for at agenten opplyser om at han opptrer som agent på vegne av verdipapirforetaket når han kontakter eller før han handler med (potensielle) kunder.

I følge art. 23 nr. 2 annet ledd kan medlemsstatene tillate at tilknyttede agenter som er registrert i denne staten, på nærmere vilkår håndterer kundemidler (penger og finansielle instrumenter) på verdipapirforetakets vegne og ansvar:

> «Member States may allow, in accordance with Article 13(6), (7) and (8), tied agents registered in their territory to handle clients' money and/or financial instruments on behalf and under the full responsibility of the investment firm for which they are acting within their territory or, in the case of a cross-border operation, in the territory of a Member State which allows a tied agent to handle clients' money.»

Utvalget forstår bestemmelsen slik at tilknyttede agenter som håndterer kundemidler, på selvstendig grunnlag må overholde art. 13 nr. 6 - 13 nr. 8. Det betyr at agentene må registrere de tjenester og transaksjoner som de har utført eller medvirket til, holde kundemidler atskilt fra egne midler, og sikre at kundenes eierrettigheter ivaretas i forbindelse med eventuell konkurs mv. Overholdelsen av reglene er i alle tilfelle verdipapirforetakets ansvar, jf. art. 23 nr. 3 tredje ledd, se nedenfor.

Håndtering av kundemidler i forbindelse med grenseoverskridende virksomhet i en annen medlemsstat kan kun tillates dersom denne medlemsstaten tillater at en tilknyttet agent håndterer kunders midler. En tilknyttet agent kan ikke håndtere midler tilhørende kunder fra stater som forbyr slik håndtering, selv om agenten selv er etablert i en stat som tillater håndtering av kundemidler.

Verdipapirforetakene må føre tilsyn med sine tilknyttede agenters virksomhet for å sikre at verdipapirforetakets virksomhet gjennom agentene utføres i henhold til MiFIDs krav, jf. art. 23 nr. 2 tredje ledd. Denne forpliktelsen må ses i sammenheng med at verdipapirforetaket fortsatt skal bære det hele og fulle ansvar for agentens handlinger eller unnlatelser, herunder overholdelse av regelverk.

Det følger av art. 23 nr. 3 første ledd at det må opprettes et offentlig register i de medlemsstater som tillater at verdipapirforetak benytter tilknyttede agenter. Registeret skal inneholde informasjon om alle tilknyttede agenter som er etablert i medlemsstaten. Dersom for eksempel Norge ikke tillater norske verdipapirforetak å benytte tilknyttede agenter, skal det likevel være adgang for andre staters verdipapirforetak å ha tilknyttede agenter som er etablert i Norge. Disse agentene skal i så fall føres inn i registeret i det aktuelle utenlandske verdipapirforetakets hjemstat, jf. art. 23 nr. 3 annet ledd. Art. 23 nr. 3 første og annet ledd lyder:

> «Member States that decide to allow investment firms to appoint tied agents shall establish a public register. Tied agents shall be registered in the public register in the Member State where they are established.
>
> Where the Member State in which the tied agent is established has decided, in accordance with paragraph 1, not to allow the investment firms authorised by their competent authorities to appoint tied agents, those tied agents shall be registered with the competent authority of the home Member State of the investment firm on whose behalf it acts.»

I følge art. 23 nr. 3 tredje ledd skal medlemsstatene sikre at tilknyttede agenter kun registreres dersom det er godtgjort at de har tilstrekkelig godt omdømme og at de besitter den nødvendige allmenne, forretningsmessige og faglige viten til presist å gi alle relevante opplysninger om den tilbudte tjenesteytelse. Det skal med andre ord foretas en egnethetsvurdering i tilknytning til registreringen. Medlemsstatene kan i medhold av art. 23 nr. 3 fjerde ledd bestemme at det skal være tilstrekkelig at verdipapirforetaket selv verifiserer at agenten oppfyller disse vilkårene. Art. 23 nr. 3 tredje og fjerde ledd lyder:

> «Member States shall ensure that tied agents are only admitted to the public register if it has been established that they are of sufficiently good repute and that they possess appropriate general, commercial and professional knowledge so as to be able to communicate accurately all relevant information regarding the proposed service to the client or potential client.
>
> Member States may decide that investment firms can verify whether the tied agents which they have appointed are of sufficiently good repute and possess the knowledge as referred to in the third subparagraph.»

I henhold til art. 23 nr. 3 femte ledd skal registeret oppdateres jevnlig, og være offentlig tilgjengelig.

I følge art. 23 nr. 4 første ledd skal verdipapirforetak ta alle nødvendige forhåndsregler med hensyn til å unngå at den tilknyttede agentens virksomhet på vegne av verdipapirforetaket ikke påvirkes negativt av andre forhold hos agenten:

> «Member States shall require that investment firms appointing tied agents take adequate measures in order to avoid any negative impact that the activities of the tied agent not covered by the scope of this Directive could have on the activities carried out by the tied agent on behalf of the investment firm.»

Art. 23 nr. 4 annet ledd åpner for at registrering og tilsyn med tilknyttede agenter kan drives i samarbeid med verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, deres medlemsorganisasjoner eller andre tilsynsobjekter:

> «Member States may allow competent authorities to collaborate with investment firms and credit institutions, their associations and other entities in registering tied agents and in monitoring compliance of tied agents with the requirements of paragraph 3. In particular, tied agents may be registered by an investment firm, credit institution or their associations and other entities under the supervision of the competent authority.»

Det følger av art. 23 nr. 5 at verdipapirforetak bare skal ha adgang til å benytte tilknyttede agenter som er registrert i det ovennevnte registeret. I art. 23 nr. 6 presiseres at direktivet ikke er til hinder for strengere regler eller ytterligere regler for tilknyttede agenter registrert i den aktuelle jurisdiksjon.

4.7.2 Norsk rett

Verdipapirhandelloven har ingen særbestemmelse om verdipapirforetaks adgang til å benytte tilknyttede agenter. Adgangen til bruk av agenter må vurderes på bakgrunn av de generelle atferds- og virksomhetsreglene som gjelder for verdipapirforetak, herunder reglene om god forretningsskikk i vphl. § 9-2. I følge § 9-2 syvende ledd kan investeringstjenester bare ytes fra fast forretningssted. Bestemmelsen bygger på den tidligere verdipapirhandelloven (1985) § 5 (i 1996 videreført som ny § 1-4). I NOU 1995: 1 side 59 legger utvalget til grunn at kravet om tjenesteyting fra fast forretningssted i vphl. 1985 § 5 ikke er til hinder for at verdipapirforetakene «i rimelig grad» kan benytte agenter. Begrensningen i bruk av agenter synes i hovedsak å relatere seg til at også agentene må operere fra et fast kontor. Omreisende agenter kan ikke benyt-

tes, jf. NOU 1978: 42 side 124 nederst. Kredittilsynet har lagt til grunn at tilknyttede agenter som hovedregel bare kan formidle ordre i tråd med vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3. For øvrig er det gitt en forskrift med hjemmel i vphl. § 9-1 om utkontraktering av bestemte arbeidsoppgaver knyttet til et verdipapirforetaks yting av aktiv forvaltning, jf. forskrift 7. mars 2003 nr. 289 om verdipapirforetaks bruk av oppdragstakere (utkontraktering). Utvalget anser ikke slik utkontraktering som et agentforhold i MiFIDs forstand.

4.7.3 Utvalgets vurdering

MiFID art. 23 setter grenser for verdipapirforetaks bruk av tilknyttede agenter. Begrensningene gjelder blant annet i forhold til hvilke tjenester agenten kan yte på vegne av verdipapirforetaket og verdipapirforetakets plikter i de tilfeller hvor tilknyttede agenter benyttes. Det kan opereres med strengere regler enn etter direktivet i nasjonal rett, eller medlemsstatene kan velge å ikke åpne for bruk av tilknyttede agenter. MiFID art. 23 må ses i sammenheng med adgangen til å gjøre unntak fra direktivet for personer som driver ordreformidling og investeringsrådgivning, uten å forestå oppgjør, jf. art. 3 og pkt. 2.9 ovenfor.

Utvalget har i sin vurdering lagt vekt på at det allerede etter gjeldende rett er en viss adgang for verdipapirforetak å benytte agenter, jf. pkt. 4.7.2 ovenfor. Utvalget mener at det fortsatt bør foreligge slik adgang, særlig i lys av at utvalget i pkt. 2.9 foreslår å oppheve unntaket i § 7-1 tredje ledd nr. 3. Det foreslås således en egen bestemmelse om verdipapirforetaks adgang til å benytte tilknyttede agenter, jf. lovutkastet § 10-20 og forslaget til definisjon i § 2-6 tredje ledd. Kravet i gjeldende vphl. § 9-2 syvende ledd om at investeringstjenester bare kan ytes fra fast forretningssted foreslås i tillegg videreført på generelt grunnlag, jf. lovutkastet § 10-13 ellevte ledd. Dette kravet vil gjelde både for verdipapirforetak og, indirekte, deres eventuelle agenter.

MiFID art. 23 legger føringer for hvordan den foreslåtte bestemmelsen om bruk av agenter må utformes.

For det første fremgår det av MiFID art. 23 nr. 1 at verdipapirforetak bare skal kunne benytte tilknyttede agenter til å markedsføre sine tjenester, inngå avtaler («soliciting business») eller motta og formidle ordre, plassere finansielle instrumenter og gi råd om slike finansielle instrumenter og de tjenester som tilbys av verdipapirforetaket. Utvalget foreslår at denne begrensningen bør fremgå direkte av lovteksten. Utvalget legger til grunn at tilknyttede agenter ikke bør tillates å håndtere klientmidler, altså at utførelse av ordre må forestås av verdipapirforetaket selv. Dette gjelder også ved agenters plassering av finansielle instrumenter.

Et særlig spørsmål er om tilknyttede agenter i følge art. 23 nr. 1 er avgrenset til å yte investeringsråd om finansielle instrumenter som inngår i en plassering som verdipapirforetaket foretar, jf. «placing financial instruments and providing advice in respect of *such* financial instruments» (utvalgets utheving). CESR har berørt denne problemstillingen uten å konkludere i CESR's Draft Technical Advice, 2nd Set of Mandates, October 2004, side 15:

> «Concerning the differentiation between «personal recommendation» and «tied agents» CESR does not see any criteria for a meaningful distinction. The mandate does not ask for an interpretation of Article 23(1) MiFID. Though the formulation of Article 23(1) «providing advice in respect of such financial instruments and services offered by that investment firm» is ambiguous with respect to the question whether the formulation «such financial instruments» refers only to those instruments placed by the principal, CESR has not received a specific mandate on this issue. The statement that an investment advice by a tied agent cannot be considered as independent and impartial, also seems to be beyond the mandate. Since CESR could only state that tied agents may also provide investment advice within the limits of Article 23(1) MiFID, we decided not to provide advice on tied agents.»

Utvalget legger til grunn at tilknyttede agenter bør kunne drive investeringsrådgivning på vegne av verdipapirforetaket i tilknytning til alle finansielle instrumenter, uavhengig av om verdipapirforetaket har et plasseringsoppdrag eller ikke. Utvalget viser særlig til at investeringsrådgivning i tilknytning til plassering i større grad vil ha karakter av å være en del av plasseringsoppdraget. Utvalget kan ikke se at det vil være mer betenkelig å tillate tilknyttede agenter å gi råd om andre finansielle instrumenter, som ikke inngår i et bakenforliggende plasseringsoppdrag.

Utvalget foreslår videre en kodifisering av gjeldende rett om at verdipapirforetaket er ansvarlig overfor kunden når det ytes tjenester gjennom en tilknyttet agent, jf. art. 23 nr. 2 første ledd. Forslaget er ment å gjøre det klart at agentens handlinger og unnlatelser anses som verdipapirforetakets egne i relasjon til verdipapirhandelloven og annen lovgivning. Forslaget betyr videre at verdipapirforetaket i like stor grad er økonomisk ansvarlig for sin virksomhet gjennom agenter, som for sin

øvrige virksomhet. Forslaget skal imidlertid ikke forstås slik at agenten selv er fri fra ansvar. Hvorvidt agenten på selvstendig grunnlag har brutt rettsregler eller er erstatningsansvarlig, må vurderes konkret.

Utvalget finner særlig grunn til å understreke at agenter kun kan yte investeringstjenester *på vegne av* et verdipapirforetak. Det betyr at det må foreligge et formidler-/agentforhold mellom et verdipapirforetak og en agent for at agenten skal kunne yte investeringstjenester uten konsesjon. Det vises til drøftelsen i pkt. 2.9.3 om dette.

Det foreslås i tilknytning til forslaget ovenfor at verdipapirforetaket må sørge for at agenter alltid opplyser om agentforholdet ved kontakt med kunder eller potensielle kunder. Utvalget antar at det er tilstrekkelig å gi generelle opplysninger om hvilke tjenester som ytes for verdipapirforetaket, så fremt det fremstår tilstrekkelig klart for kunden i hvilke tilfeller agenten opptrer i et agentforhold. Det må fremgå hvilket verdipapirforetak agenten representerer. Det foreslås også at det må gis opplysninger om ansvarsforholdet mellom verdipapirforetaket og agenten, for å gjøre kundene bedre kjent med sine rettigheter. Det foreslås at verdipapirforetaket må påse at slike opplysninger gis skriftlig eller over telefon med lydopptak før agenten kan yte tjenester overfor kunden.

Utvalget foreslår videre at det tas inn en utrykkelig plikt for verdipapirforetaket til å føre tilsyn med agentens virksomhet, jf. art. 23 nr. 2, siste ledd. Utvalget antar at denne plikten uansett vil følge av mer generelle bestemmelser om organisering mv., men mener likevel at en uttrykkelig regel skaper større forutberegnelighet.

I følge art. 23 nr. 3 skal det opprettes et offentlig tilgjengelig register over agenter i de medlemsstater hvor det er tillatt for verdipapirforetak å benytte slike. Det betyr at det må opprettes et slikt register i Norge. I følge art. 23 nr. 4 annet ledd kan registeret opprettes og drives i samarbeid mellom de kompetente myndigheter og bransjeaktørene. For oversiktens skyld nevnes at det også stilles krav om etablering av et offentlig tilgjengelig register over verdipapirforetakene selv, jf. art. 5.3 og pkt. 3.1 ovenfor. Utvalget foreslår at Kredittilsynet kan være ansvarlig for slik registerføring, jf. lovutkastet § 10-20 tredje ledd.

Utvalget foreslår at verdipapirforetak bare kan benytte seg av agenter som er registrert i Norge, eller i tilsvarende register i annen EØS-stat. Det foreslås at agenter bare kan bli registrert i Norge dersom det tilknyttede verdipapirforetaket bekrefter at agenten er egnet. Det er i følge art. 23 nr. 3 anledning til å velge om myndighetene skal foreta en slik egnethetsvurdering av hver enkelt agent i tilknytning til opptak til registeret, eller om det skal være tilstrekkelig at det ansvarlige verdipapirforetaket bekrefter at agenten er tilstrekkelig egnet. Utvalget mener at sistnevnte alternativ bør være tilstrekkelig sett i lys av at verdipapirforetaket i alle tilfelle plikter å vurdere agentens egnethet til enhver tid, og også står ansvarlig for agentens atferd. Det foreslås for øvrig lovfestet at verdipapirforetaket må melde fra til Kredittilsynet dersom tilknytningen til en agent opphører, slik at registeret lettere kan holdes oppdatert.

Registeret skal inneholde opplysninger om tilknyttede agenter etablert i Norge, samt om norske verdipapirforetaks tilknyttede agenter etablert i annen stat hvor bruk av tilknyttede agenter ikke er tillatt (og hvor det derfor ikke føres egne register i denne staten).

Det foreslås presisert i lovutkastet § 9-2 annet ledd nr. 8 at tilknyttede agenter for verdipapirforetak, ikke behøver tillatelse som verdipapirforetak. Som nevnt vil en tilknyttet agent bare kunne knytte seg til ett verdipapirforetak, jf. forslaget til § 2-6 tredje ledd.

I pkt. 2.9 foreslår som nevnt utvalget å gjøre formidling av ordre om andeler i verdipapirfond konsesjonsbelagt. På bakgrunn av dette, foreslår utvalget en ny bestemmelse i verdipapirfondloven om at også forvaltningsselskap for verdipapirfond kan benytte tilknyttede agenter, jf. lovutkastet § 19-1 første ledd nr. 1 med forslag til ny § 1-6 i verdipapirfondloven. Det legges til grunn at reguleringen i forhold til tilknyttede agenter vil gjelde tilsvarende for forvaltningsselskap.

4.8 Oppgaveplikt og rapportering av handler

4.8.1 EØS-rett

MiFID avsnitt II kapittel II del 3 gir regler som skal sikre markedets gjennomsiktighet og integritet. Direktivet art. 25 gjelder verdipapirforetaks plikt til å rapportere gjennomførte transaksjoner og føre oppgaver i tilknytning til sin virksomhet.

Art. 25 nr. 1 pålegger medlemsstatene å sørge for at den kompetente myndighet settes i stand til å overvåke at verdipapirforetakene opptrer profesjonelt, ærlig og redelig, og på en måte som støtter opp om markedets integritet. Nr. 1 er en tilsynsregel, men angir sammen med artikkelens overskrift formålet med oppgaveplikten og rapporteringsplikten som er beskrevet i det følgende.

I følge art. 25 nr. 2 skal verdipapirforetak oppbevare relevante data vedrørende alle transaksjoner i finansielle instrumenter som er gjennomført av foretaket. Dette gjelder uavhengig av om transaksjonene er gjennomført for egen regning eller på vegne av kunder. Oppbevaringsplikten gjelder løpende for de 5 siste år, og opplysningene skal kunne gjøres tilgjengelig for den kompetente myndighet:

> «Member States shall require investment firms to keep at the disposal of the competent authority, for at least five years, the relevant data relating to all transactions in financial instruments which they have carried out, whether on own account or on behalf of a client. In the case of transactions carried out on behalf of clients, the records shall contain all the information and details of the identity of the client, and the information required under Council Directive 91/308/EEC of 10 June 1991 on prevention of the use of the financial system for the purpose of money laundering.»

Art. 25 nr. 3 gir regler om rapportering av utførte transaksjoner i finansielle instrumenter som er notert på regulert marked:

> «Member States shall require investment firms which execute transactions in any financial instruments admitted to trading on a regulated market to report details of such transactions to the competent authority as quickly as possible, and no later than the close of the following working day. This obligation shall apply whether or not such transactions were carried out on a regulated market.
>
> The competent authorities shall, in accordance with Article 58, establish the necessary arrangements in order to ensure that the competent authority of the most relevant market in terms of liquidity for those financial instruments also receives this information.»

At rapporteringsordningen skal bidra til myndighetens tilsyn med verdipapirmarkedet følger av artikkelens innledning og overskrift. Det er således ingen regler om at disse opplysningene skal offentliggjøres. Dette i motsetning til plikten til å offentliggjøre ordre- og transaksjoner i art. 27 – 30 og 44 og 45 og som har som formål å bidra til investorenes grunnlag for investeringsbeslutninger.

Som det fremgår, gjelder rapporteringsplikten bare instrumenter notert på regulert marked. Til gjengjeld gjelder den for disse selv om transaksjonen er gjort utenom det regulerte marked. Fordi direktivet er et minimumsdirektiv må medlemsstatene kunne kreve rapportering også av transaksjoner i unoterte instrumenter.

Alle typer finansielle instrumenter er omfattet, i motsetning til plikten til å offentliggjøre transaksjoner i art. 27 – 30 og 44 og 45 som i utgangspunktet bare gjelder aksjer.

Plikten gjelder verdipapirforetak generelt, altså ikke bare foretak som er medlemmer av et regulert marked, eller det marked der instrumentet er notert.

Tidsfristen er, som det fremgår, snarest og senest innen utløpet av neste dag.

Rapportene om utførte transaksjoner skal i følge art. 25 nr. 4 i det minste («in particular») inneholde navn og nummer på de finansielle instrumenter som er kjøpt eller solgt, antall, dato og tidspunkt for utførelsen, transaksjonspriser og samt at de involverte verdipapirforetak skal identifiseres (for eksempel ved en kode eller lignende).

I medhold av art. 25 nr. 7 kan Kommisjonen fastsette utfyllende rettsakter om rapporterings ordninger, rapportenes form og innhold, samt vilkår for hva som anses som et relevant marked. Det vises til utkast til kommisjonsforordning kapittel III.

Art. 25 nr. 5 gir regler om hvordan rapportering kan gjennomføres:

> «Member States shall provide for the reports to be made to the competent authority either by the investment firm itself, a third party acting on its behalf or by a trade-matching or reporting system approved by the competent authority or by the regulated market or MTF through whose systems the transaction was completed. In cases where transactions are reported directly to the competent authority by a regulated market, an MTF, or a trade-matching or reporting system approved by the competent authority, the obligation on the investment firm laid down in paragraph 3 may be waived.»

Det skal etter art. 25 nr. 3 (2) etableres ordninger som gjør at den kompetente myndighet i den stat som har det mest likvide marked i det aktuelle instrumentet også mottar denne informasjonen. Det fremgår av art. 58 nr. 1, som art. 25 nr. 3 annet ledd viser til, at informasjonen skal gis straks («immediately»). I praksis kan dette bety at den myndighet som mottar rapporteringen sender denne videre til myndighetene i det som anses som det aktuelle instrumentets mest likvide marked.

Kommisjonen kan som nevnt i medhold av art. 25 nr. 7 fastsette nærmere regler om hva som er det mest likvide marked. Men det kan også tenkes etablering av felles database for dette.

Art 25 nr. 6 gjelder utveksling av informasjon mellom de kompetente myndigheter i henholdsvis vert- og hjemstat for så vidt gjelder filial etablert i annen medlemsstat, og behandles nærmere i tilknytning til kapittel 9 om verdipapirtilsynet nedenfor.

4.8.2 Norsk rett

Det følger av vphl. § 9-7 første ledd at verdipapirforetak plikter å føre oppgaver over mottatte og utførte oppdrag som gir full oversikt over dets forretningsførsel. Kredittilsynet har med hjemmel i § 9-7 første ledd annet punktum fastsatt forskrift om verdipapirforetakenes oppgaveplikt, jf. forskrift 26. september 1996 nr. 950 om verdipapirforetaks plikt til å føre oppgaver over mottatte og utførte oppdrag. Forskriften gir nærmere regler om føring av en oppdragsoppgave og en omsetningsoppgave. Det følger av forskriften at oppgavene skal oppbevares på betryggende måte hos foretaket i minst 10 år. Verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd nr. 4 krever at verdipapirforetaket har innrettet sin virksomhet slik at foretaket fører lister over utførte transaksjoner, og har liten selvstendig betydning ved siden av de forannevnte reglene.

Oppgaveplikten gjelder både omsetning som meglerforetaket i egenskap av mellommann formidler eller deltar i, og kjøp eller salg for foretakets egen regning. For egenhandel som ledd i verdipapirforetakets alminnelige kapitalforvaltning gjelder særlige regler i forskrift 26. september 1996 nr. 948 om verdipapirforetaks handel for egen regning som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning, herunder om melding av slik handel. Forskriften er fastsatt med hjemmel i vphl. § 8-5 annet ledd. Blant annet stilles det krav om at det kan presenteres separate journaler som viser foretakets og kunders handler i enkelte finansielle instrumenter. Den løpende føringen kan likevel skje i ordre- og omsetningsjournalene etter § 9-7 med forskrifter.

Det følger av vphl. § 9-4 første ledd at verdipapirforetak straks skal melde til børsen transaksjoner i finansielle instrumenter børsnotert i Norge. Denne meldeplikten er en oppfyllelse av rapporteringsplikten etter ISD art. 20 som MiFiD art. 25 nr. 3 -5 er en videreføring av. I forarbeidene til § 9-4 første ledd er det lagt til grunn at denne rapporteringsplikten måtte anses oppfylt gjennom verdipapirforetakenes løpende rapporteringsplikt til børsen etter børsforskriften kapittel 12 og 13, se Ot.prp. nr. 15 (95-96) s 60 og 87. Børsforskriftens formål medfører at bestemmelsen også samtidig oppfyller kravene til gjennomlysning av markedet. Etter børsforskriften og etter børsens handelsregler (Norex Member Rules) skal transaksjoner som ikke er gjort på børsen, rapporteres innen 5 minutter og senest innen børsåpning neste dag hvis handelen er gjort utenom børsens åpningstid. Senere er det innført regler om utsatt rapportering av store transaksjoner på nærmere vilkår. Utover børsforskriften, som igjen henviser til børsens handelsregler, har departementet ikke fastsatt nærmere regler om slik melding. Verdipapirhandelloven § 9-4 eller børsforskriften har ingen spesifikasjoner av innholdet i rapporteringen.

Henvisningen til den allerede eksisterende rapporteringsplikt til børsen omfatter ikke verdipapirforetak som ikke er børsmedlemmer. Bakgrunnen for at det ikke er laget særskilte rapporteringsregler for disse synes å være at alle foretak med konsesjon til fondsmegling også var børsmedlemmer, se Ot.prp. nr. 15 pkt. 4.3.10. I dag er det i følge Kredittilsynet flere verdipapirforetak som ikke er børsmedlemmer. I mangel av forskrift gir likevel loven en selvstendig plikt, men denne er i følge børsen og Kredittilsynet ikke håndhevet særskilt for ikke-medlemmer, og er etter det utvalget har grunn til å tro i begrenset grad etterlevd.

Oslo Børs har lagt til grunn at opplysninger som rapporteres etter vphl. § 9-4 første ledd skal offentliggjøres, fordi dette synes å utgjøre en del av kursnoteringene etter børsloven § 5-3. Dette fordi bestemmelsen både skal oppfylle ISD art. 21 om gjennomlysning av markedet der offentliggjøring kreves og art. 20 om rapportering til myndighetene ut fra tilsynsformål der offentliggjøring ikke kreves.

Departementet har fastsatt forskrift av 26. september 1996 nr. 951 om verdipapirforetaks meldeplikt om transaksjoner i finansielle instrumenter som er gjenstand for omsetning på regulert marked innenfor EØS-området og som er foretatt gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet i en annen EØS-stat. Melding etter denne bestemmelsen skal gis til Kredittilsynet.

Departementet kan fastsette regler om at verdipapirforetak skal gi melding til børsen om handel i ikke-børsnoterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter børsnotert i Norge. Det er oppstilt krav om slik melding i forskrift 20. januar 1999 nr. 26 om verdipapirforetaks plikt til å gi melding til børsen om handel i ikke-børsnoterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter børsnotert i Norge. Børsen har i børssirkulære 1/2003 ansett denne meldeplikten for å gjelde både derivater med fysisk oppgjør og med finansiell avregning. Finansdepartementet har i brev 20. april 2004

sagt seg enig i denne fortolkningen. Børsen har, som for øvrig rapportering etter vphl. § 9-4, lagt til grunn at opplysningene skal offentliggjøres.

4.8.3 Utvalgets vurdering

Utvalget foreslår å videreføre reglene om oppgaveplikt i gjeldende § 9-7 første ledd og § 8-5 annet ledd med forskrifter. Det foreslås likevel at oppgaveplikten fremgår samlet for alle oppdrag og transaksjoner som verdipapirforetaket er involvert i, inkludert foretakets handel for egen regning (uavhengig av om handelen er ledd i investeringstjenesteyting eller egen kapitalforvaltning). Det vises til lovutkastet § 9-11 om oppgaveplikt i bestemmelsen om verdipapirforetaks organisering. For opplysningens skyld nevnes at lovutkastet § 10-21 om lydopptak viderefører gjeldende § 9-7 annet ledd.

Utvalget antar at det er mest hensiktsmessig at eventuelle tilpasninger til de utfyllende kommisjonsrettsaktene foretas i forskriftene om oppgaveplikt. Utvalget har i den forbindelse lagt vekt på at de nærmere reglene om oppgaveplikt også i dag fremgår av forskrift.

I tillegg til at informasjon skal journalføres og lagres i verdipapirforetaket, følger det av art. 25 nr. 3 flg. at transaksjoner også skal rapporteres til de kompetente myndigheter. Utvalget foreslår å erstatte dagens bestemmelse i vphl. § 9-4 første ledd, med en ny bestemmelse som kan gjennomføre direktivet art. 25 nr. 3 til 5. Det vises blant annet til at direktivet krever rapportering av transaksjoner i finansielle instrumenter notert på regulert marked, og ikke kun børsnoterte instrumenter. Videre skiller ikke direktivet mellom transaksjoner i finansielle instrumenter notert på regulert marked i Norge og instrumenter notert i andre land. Dette er også bakgrunnen for kravet om at norske tilsynsmyndigheter på visse vilkår skal sørge for at tilsynsmyndigheter i andre berørte land mottar rapportering, jf. lovutkastet § 15-9 om utveksling av informasjon med andre tilsynsmyndigheter.

Rapporteringen skal etter direktivet gjøres til kompetent myndighet, og ikke til børsen som i dag. Den kompetente myndighet, som i kapittel 9 er foreslått å være Kredittilsynet, må da etablere et system for å motta meldingene fra verdipapirforetakene, samt videresende til og eventuelt motta meldinger fra andre EØS-land. Utvalget viser til at dette vil medføre vesentlige investeringer og driftskostnader som Kredittilsynet ikke har i dag og som må finansieres, se kapittel 23. Utvalget antar at direktivet åpner for en rekke løsninger med hensyn til hvordan Kredittilsynet innretter et system for rapportering. Den tekniske siden av dette må utredes nærmere, men utvalget antar at det både kan tenkes løsninger hvor de tekniske sider av systemet håndteres av en ekstern systemleverandør, og løsninger hvor Kredittilsynet selv etablerer et slikt system.

Systemet vil måtte tilpasses nye krav til rapporteringens innhold, at det skal utveksles opplysninger med utenlandske myndigheter, at rapporteringsordningen må utvides til også omfatte verdipapirforetak som ikke er børsmedlemmer, at det også skal rapporteres inn transaksjoner av instrumenter notert i andre EØS-land gjort av norske foretak, i tillegg til at det vil kunne stilles ytterligere systemkrav.

Direktivets rapporteringsfrist er «så hurtig som mulig» dog senest innen utløpet av neste arbeidsdag. Utvalget antar at dette innebærer at rapportering som hovedregel må skje «straks», jf. ordlyden i vphl. § 9-4, men at det med tanke på unntakstilfellene gir større klarhet dersom den norske gjennomføringsbestemmelsen er i tråd med direktivets ordlyd på dette punktet. Dersom det legges opp til at rapportering kan gjøres samtidig som oversendelse til offentliggjøring som i dag, vil fristen måtte tilsvare fristen for disse reglene, dvs. nær realtid eller mer presis frist foreslått i kommisjonens nivå-2 regler.

Siden den nærmere avgrensning ikke er nærmere avklart før direktivets nivå 2 er endelig fastsatt, og man også bør se hen til ordninger i sammenlignbare land og eventuell nivå 3 reguleringen, antar utvalget at det endelige valget bør fastsettes i forskrift.

Utvalget mener det vil være unødig omfattende å utvide rapporteringsordningen til å gjelde finansielle instrumenter generelt, det vil si uavhengig av om de er notert på et regulert marked. Imidlertid kan det være grunn til å vurdere rapportering for instrumenter som handles på MHF som i sitt virkeområde er svært lik regulerte markeder. Rapporteringsplikten vil da få samme anvendelsesområde som oppgaveplikten for verdipapirforetak.

Utvalget finner for øvrig grunn til å videreføre forskriftshjemmelen som åpner for krav om melding om handel i ikke-noterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter som er notert på regulert marked. Etter utvalgets syn kan slik handel likestilles med handel i de underliggende noterte instrumentene. Det kan likevel være behov for å justere forskriften basert på direktivets krav.

Det vises for øvrig til lovutkastet § 10-22 om rapportering av transaksjoner og til spesialmerknadene til denne bestemmelsen.

4.9 Internalisering - «Pre-trade transparency»

4.9.1 EØS-rett

MiFID art. 27 gjelder for verdipapirforetak som driver såkalt systematisk internalisering («systematic internalisers»). Formålet med bestemmelsen er å forebygge interessekonflikter i verdipapirforetaket, og sikre at kunden oppnår det beste mulige resultat ved utførelsen av en ordre. Definisjonen av «systematic internalisers» fremgår av direktivet art. 4 nr. pkt. 7:

> ««Systematic internaliser» means an investment firm which, on an organised, frequent and systematic basis, deals on own account by executing client orders outside a regulated market or an MTF»

Kommisjonen kan i medhold av art. 27 nr. 6 fastsette en utfyllende definisjon på nivå-2. Kommisjonen har foreslått slike utfyllende definisjoner i utkast til kommisjonsforordning art. 20 flg.

Internalisering innebærer at et verdipapirforetak utfører kundeordre på egen bok utenfor et regulert marked eller en MHF. Med andre ord at verdipapirforetaket foretar egenhandel utenfor regulerte markeders eller MHFers automatiske ordreslutningssystemer. For at det skal foreligge *systematisk* internalisering må verdipapirforetaket drive slik virksomhet på en organisert, hyppig og systematisk måte, slik det er definert nærmere i ovennevnte utkast til kommisjonsforordning.

Art. 27 gjelder kun ved systematisk internalisering i aksjer notert på regulert marked. Direktivforpliktelsen gjelder altså ikke alle finansielle instrumenter, herunder heller ikke unoterte aksjer.

I følge art. 27 nr. 1 første ledd skal verdipapirforetak som bedriver internalisering publisere («publish») forpliktende kurser («firm quotes») dersom det foreligger et likvid marked («liquid market») for de aktuelle aksjene. I tilfeller hvor det ikke finnes et likvid marked for de aktuelle aksjene, skal verdipapirforetaket oppgi («disclose») kurser til kunder etter oppfordring:

> «Member States shall require systematic internalisers in shares to publish a firm quote in those shares admitted to trading on a regulated market for which they are systematic internalisers and for which there is a liquid market. In the case of shares for which there is not a liquid market, systematic internalisers shall disclose quotes to their clients on request.»

Det er lagt opp til nærmere regler om hva som skal anses som likvide aksjer. jf. utkast til kommisjonsforordning art. 21.

I følge art. 27 nr. 1 annet ledd skal reglene om systematisk internalisering gjelde for verdipapirforetak når de internaliserer størrelser opp til standard markedsstørrelse. Verdipapirforetak som bare handler med størrelser over standard markedsstørrelse, skal ikke omfattes av reglene:

> «The provisions of this Article shall be applicable to systematic internalisers when dealing for sizes up to standard market size. Systematic internalisers that only deal in sizes above standard market size shall not be subject to the provisions of this Article.»

Det er lagt opp til nærmere regler om hva som regnes som standard markedsstørrelse («standard market size»), jf. utkast til kommisjonsforordning art. 22.

Det gis i art. 27 nr. 1 tredje til femte ledd nokså tekniske regler om verdipapirforetakenes kursstillelse i de enkelte aksjer:

> «Systematic internalisers may decide the size or sizes at which they will quote. For a particular share each quote shall include a firm bid and/or offer price or prices for a size or sizes which could be up to standard market size for the class of shares to which the share belongs. The price or prices shall also reflect the prevailing market conditions for that share.
>
> Shares shall be grouped in classes on the basis of the arithmetic average value of the orders executed in the market for that share. The standard market size for each class of shares shall be a size representative of the arithmetic average value of the orders executed in the market for the shares included in each class of shares.
>
> The market for each share shall be comprised of all orders executed in the European Union in respect of that share excluding those large in scale compared to normal market size for that share.»

Følgende krav skal stilles til de kompetente myndigheter i henhold til art. 27 nr. 2:

> «The competent authority of the most relevant market in terms of liquidity as defined in Article 25 for each share shall determine at least annually, on the basis of the arithmetic average value of the orders executed in the market in respect of that share, the class of shares to which it belongs. This information shall be made public to all market participants.»

Art. 27 nr. 3 gir regler om verdipapirforetakenes offentliggjøring av bindende kurser og utføring av ordre mv.:

> «Systematic internalisers shall make public their quotes on a regular and continuous basis during normal trading hours. They shall be entitled to update their quotes at any time. They shall also be allowed, under exceptional market conditions, to withdraw their quotes.
>
> The quote shall be made public in a manner which is easily accessible to other market participants on a reasonable commercial basis.
>
> Systematic internalisers shall, while complying with the provisions set down in Article 21, execute the orders they receive from their retail clients in relation to the shares for which they are systematic internalisers at the quoted prices at the time of reception of the order.
>
> Systematic internalisers shall execute the orders they receive from their professional clients in relation to the shares for which they are systematic internalisers at the quoted price at the time of reception of the order. However, they may execute those orders at a better price in justified cases provided that this price falls within a public range close to market conditions and provided that the orders are of a size bigger than the size customarily undertaken by a retail investor.
>
> Furthermore, systematic internalisers may execute orders they receive from their professional clients at prices different than their quoted ones without having to comply with the conditions established in the fourth subparagraph, in respect of transactions where execution in several securities is part of one transaction or in respect of orders that are subject to conditions other than the current market price.
>
> Where a systematic internaliser who quotes only one quote or whose highest quote is lower than the standard market size receives an order from a client of a size bigger than its quotation size, but lower than the standard market size, it may decide to execute that part of the order which exceeds its quotation size, provided that it is executed at the quoted price, except where otherwise permitted under the conditions of the previous two subparagraphs. Where the systematic internaliser is quoting in different sizes and receives an order between those sizes, which it chooses to execute, it shall execute the order at one of the quoted prices in compliance with the provisions of Article 22, except where otherwise permitted under the conditions of the previous two subparagraphs.»

I følge art. 27 nr. 4 skal de kompetente myndigheter sjekke at verdipapirforetakene oppdaterer de kursene som publiseres i tråd med art. 27 nr. 1, og at kursene reflekterer de gjeldende markedsforhold. De kompetente myndighetene skal videre påse at verdipapirforetakene ligger innenfor grensene for prisforbedring («price improvement») etter art. 27 nr. 3 fjerde ledd.

I følge art. 27 nr. 5 kan verdipapirforetaket etter nærmere regler bestemme hvem som skal gis tilgang til de publiserte kursene:

> «Systematic internalisers shall be allowed to decide, on the basis of their commercial policy and in an objective non-discriminatory way, the investors to whom they give access to their quotes. To that end there shall be clear standards for governing access to their quotes. Systematic internalisers may refuse to enter into or discontinue business relationships with investors on the basis of commercial considerations such as the investor credit status, the counterparty risk and the final settlement of the transaction.»

Som det fremgår av siste del av nr. 5, kan verdipapirforetaket nekte adgang til de forpliktende kursene dersom dette er forretningsmessig begrunnet i for eksempel kundens kredittverdighet, motpartsrisiko etc.

Ytterligere tekniske regler for gjennomføringen av systematisk internalisering fremgår av art. 27 nr. 6:

> «In order to limit the risk of being exposed to multiple transactions from the same client systematic internalisers shall be allowed to limit in a non-discriminatory way the number of transactions from the same client which they undertake to enter at the published conditions. They shall also be allowed, in a non-discriminatory way and in accordance with the provisions of Article 22, to limit the total number of transactions from different clients at the same time provided that this is allowable only where the number and/or volume of orders sought by clients considerably exceeds the norm.»

Det er gitt ytterligere utfyllende bestemmelser i utkast til kommisjonsforordning art. 23 til 25. Disse bestemmelsene gjelder (i) hva som anses som kurser som reflekterer gjeldende markedsforhold, (ii) regler om utførelse av ordre, og (iii) hva som skal anses som «retail size».

4.9.2 Norsk rett

Spesialreguleringen i direktivet art. 27 har ikke noe sidestykke i norsk rett. Verdipapirforetaks egenhandel, jf. vphl. § 1-2 første ledd nr. 2, reguleres av verdipapirhandellovens generelle regler om god forretningsskikk (§ 9-2 og § 9-3) mv., uavhen-

gig av omfang og organisering av handelen. Det kan for øvrig vises til vphl. § 8-5 og § 9-7 med forskrifter.

4.9.3 Utvalgets vurdering

Utvalget vil innledningsvis bemerke at det ikke kjenner til noen utstrakt og systematisk egenhandelvirksomhet i Norge i den form som art. 27 betegner som systematisk internalisering. Dette medfører selvsagt likevel ikke at Norge kan velge å unnlate implementering av bestemmelsen.

Art. 27 er blant de mest omfangsrike, detaljerte og kompliserte bestemmelsene i direktivet. Bestemmelsen er dessuten utformet slik at den ikke kan forstås uten å se hen til de utfyllende kommisjonsrettsaktene som det er henvist til, og delvis sitert fra, ovenfor. Utvalget antar at dette blant annet kan ha sammenheng med at art. 27 var en av de bestemmelsene som det var vanskeligst å oppnå enighet om i forbindelse med vedtakelsen av direktivet. Bestemmelsen har visstnok stor praktisk betydning for land som Storbritannia og større stater på kontinentet. Mange av de kontroversielle spørsmålene ble derfor stående uløst.

Etter utvalgets syn er det ikke til å komme bort fra at det må fastsettes forskriftsregler om systematisk internalisering. I lys av dette har utvalget forsøkt å forenkle lovutkastet sammenlignet med art. 27 så langt det lar seg gjøre. Synspunktet er at prinsippene bør fremgå av lov, og de nærmere detaljene av forskrift. Det vises til lovutkastet § 2-6 fjerde ledd og § 10-23 om systematisk internalisering og spesialmerknadene til bestemmelsene, jf. kapittel 24.

4.10 Offentliggjøring av pris og volum - «Post-trade disclosure»

4.10.1 EØS-rett

MiFID art. 25 gir regler om *rapportering* av transaksjoner til de kompetente myndigheter. Denne bestemmelsen er hovedsakelig begrunnet i hensynet til et effektivt verdipapirtilsyn.

Direktivet art. 28 gir regler om *offentliggjøring*, det vil si med innsyn for allmennheten, i etterkant av verdipapirforetaks handler med aksjer notert på regulert marked eller MHF i tilfeller hvor handlene er gjennomført utenfor slike markeder. Bestemmelsen oppstiller minimumskrav.

Art. 28 nr. 1 og 2 lyder som følger:

> «1. Member States shall, at least, require investment firms which, either on own account or on behalf of clients, conclude transactions in shares admitted to trading on a regulated market outside a regulated market or MTF, to make public the volume and price of those transactions and the time at which they were concluded. This information shall be made public as close to real-time as possible, on a reasonable commercial basis, and in a manner which is easily accessible to other market participants.
>
> 2. Member States shall require that the information which is made public in accordance with paragraph 1 and the time-limits within which it is published comply with the requirements adopted pursuant to Article 45. Where the measures adopted pursuant to Article 45 provide for deferred reporting for certain categories of transaction in shares, this possibility shall apply mutatis mutandis to those transactions when undertaken outside regulated markets or MTFs.»

Art. 45, som det vises til i art. 28 nr. 2, gjelder krav til offentliggjøring av utførte transaksjoner for regulerte markeder, se pkt. 7.5 nedenfor.

Det er lagt opp til å gi utfyllende regler til art. 28, jf. utkast til kommisjonsforordning art. 26 flg. De utfyllende reglene vil blant annet gjelde innholdet i den informasjon som skal offentliggjøres.

4.10.2 Norsk rett

Noen offentliggjøringsplikt som i art. 28 eksisterer ikke for verdipapirforetak i norsk rett i dag. Kursinformasjon for handler utenfor regulerte markeder offentliggjøres imidlertid av børsen på bakgrunn av den tvungne rapporteringen etter vphl. § 9-4 første ledd modifisert med børsens handelsregler, jf. pkt. 4.8 ovenfor.

4.10.3 Utvalgets vurdering

Etter utvalgets syn har vi i dag et relativt velfungerende system for offentliggjøring av markedsinformasjon. I den grad det har oppstått problemer med offentliggjøring av slik informasjon, har dette hatt sammenheng med rapporteringsplikten til børsen etter vphl. § 9-4.

Etter direktivet skal det ikke lenger være slik at markedsinformasjon alltid offentliggjøres gjennom de regulerte markedene. Direktivets ordning er nemlig at handler som foretas på regulerte markeder og MHFer skal offentliggjøres av disse etter art. 30 og 45, og at handler som foretas utenfor slike markeder skal publiseres av verdipapirforetakene etter art. 28. Verdipapirforetakene står i så

fall fritt til å velge publiseringsmåten, forutsatt at vilkårene som nevnt i art. 28.1 siste setning er oppfylt («easily accessible» etc.). Etter utvalgets syn må dette også innebære at verdipapirforetakene kan velge å benytte de regulerte markedene som plattform for offentliggjøring, men de har ingen plikt til dette.

Verdipapirforetakenes plikt til offentliggjøring gjelder transaksjoner i aksjer som de utfører for egen regning eller på vegne av kunder utenfor regulert marked eller MHF. Plikten gjelder bare ved transaksjoner i aksjer som er tatt opp til notering på regulert marked eller MHF.

På bakgrunn av direktivets krav foreslår utvalget en ny bestemmelse om offentliggjøring av informasjon om utførte transaksjoner i verdipapirhandelloven i tråd med art. 28, se lovutkastet § 10-24. Det foreslås å åpne for utsatt offentliggjøring på samme måte som etter art. 45. Utvalget foreslår videre en hjemmel til å gi utfyllende forskrifter på bakgrunn av kommisjonsrettsaktene om hvilke transaksjoner som skal offentliggjøres, og om hvilken informasjon som skal fremkomme. Det foreslås også hjemmel til å i forskrift utvide plikten til offentliggjøring av transaksjoner i andre finansielle instrumenter enn aksjer.

Kapittel 5
Verdipapirforetak – rettigheter mv.

5.1 Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

5.1.1 EØS-rett

5.1.1.1 Generelt

Et verdipapirforetak med tillatelse fra én medlemsstat (hjemstaten) har etter art. 6 nr. 3 rett til å yte investeringstjenester i andre EØS-land (vertstater):

> «The authorisation shall be valid for the entire Community and shall allow an investment firm to provide the services or perform the activities, for which it has been authorised, throughout the Community, either through the establishment of a branch or the free provision of services.»

Verdipapirforetak kan, som det fremgår, yte investeringstjenester i andre EØS-land gjennom etablering av en filial, eller direkte fra hjemstaten. Det er vanlig å betegne verdipapirforetaks rettigheter etter art. 6 nr. 3 som en EØS-konsesjon. De nærmere reglene om verdipapirforetakenes rettigheter, herunder om retten til fri utveksling av investeringstjenester, følger av MiFID avsnitt II kapittel III, det vil si art. 31 flg.

Art. 4 nr. 1 pkt. 20 og 21 definerer henholdsvis hjemstat («Home Member Stat») og vertstat («Host Member State»), jf. pkt. 5.1.1.4 nedenfor.

5.1.1.2 Grenseoverskridende virksomhet direkte fra forretningssted

Retten til å tilby investeringstjenester i EØS-området direkte fra forretningssted i annen EØS-stat er regulert i MiFID art. 31. Bestemmelsen tilsvarer ISD art. 14 og 18, med enkelte endringer. Prinsippet om fri utveksling av investeringstjenester er angitt i MiFID art. 31 nr. 1 første ledd:

> «Member States shall ensure that any investment firm authorised and supervised by the competent authorities of another Member State in accordance with this Directive, and in respect of credit institutions in accordance with Directive 2000/12/EC, may freely perform investment services and/or activities as well as ancillary services within their territories, provided that such services and activities are covered by its authorisation. Ancillary services may only be provided together with an investment service and/or activity.»

Art. 31 nr. 1 annet ledd slår fast at medlemsstatene ikke kan stille ytterligere krav på områder som faller inn under dette direktivet;

> «Member States shall not impose any additional requirements on such an investment firm or credit institution in respect of the matters covered by this Directive.»

Områder som ikke er dekket av MiFID kan derved reguleres i vertstatens lovgivning. Det må vurderes konkret hva som ligger i direktivets vilkår «covered», jf. pkt. 5.1.3. Art. 31 nr. 1 gjelder også kredittinstitusjoner når de tilbyr investeringstjenester, jf. art. 2 nr. 2.

MiFID art. 31 nr. 2 første ledd inneholder bestemmelser om at et verdipapirforetak skal sende melding mv. til hjemstatens myndigheter før det yter investeringstjenester i en annen EØS-stat, eller ved endring av de investeringstjenester som allerede ytes. I meldingen skal det fremgå:

a) i hvilken medlemsstat foretaket har til hensikt å drive virksomhet, og
b) en driftsplan der det angis hvilke investeringstjenester som skal ytes, samt hvilke tilleggstjenester som det har til hensikt å yte, og om foretaket har til hensikt å anvende tilknyttede agenter i de medlemsstater hvor det ønsker å yte tjenester.

MiFID art. 31 nr. 2 første ledd svarer til ISD art. 18 nr. 1.

Det er i art. 31 nr. 2 annet ledd gitt nærmere regler om verdipapirforetaks bruk av tilknyttet agent i en vertstat, jf. pkt. 5.1.1.5, samt art. 23 og utredningen kapittel 4, der det er redegjort for tilknyttede agenter på generelt grunnlag.

MiFID art. 31. nr. 3 og 4 inneholder nærmere bestemmelser om hjemstatens oversendelse av melding og informasjon om endringer, herunder tilføyelser i opplysninger som er gitt, til vertstaten. MiFID art. 31 nr. 3 og 4 svarer til ISD art. 18 nr. 2 og 3.

Bestemmelsene i MiFID art. 31 nr. 2 til nr. 4, art. 32 nr. 2 til nr. 6 og nr. 8 til nr. 9 gjelder ifølge art. 1 nr. 2 ikke for kredittinstitusjoner. For kredittinstitusjoner fremgår slike regler av bankdirektivet (direktiv 2000/12/EF) art. 18, jf. art. 21.

5.1.1.3 Grenseoverskridende virksomhet ved etablering av filial

Retten til å etablere filial i annen EØS-stat fremgår av MiFID art. 32 nr. 1 første ledd:

> «Member States shall ensure that investment services and/or activities as well as ancillary services may be provided within their territories in accordance with this Directive and Directive 2000/12/EC through the establishment of a branch provided that those services and activities are covered by the authorisation granted to the investment firm or the credit institution in the home Member State. Ancillary services may only be provided together with an investment service and/or activity.»

Prinsippet om retten til å etablere filial i vertstaten gjelder også for kredittinstitusjoner når de tilbyr investeringstjenester, jf. MiFID art. 1.2.

Medlemsstatene kan ifølge art. 32 nr. 1 annet ledd ikke stille ytterligere krav til organisering og drift av filialer utover det som er tillatt etter art. 32 nr. 7, for så vidt angår områder dekket av dette direktivet:

> «Member States shall not impose any additional requirements save those allowed under paragraph 7, on the organisation and operation of the branch in respect of the matters covered by this Directive.»

Også her må det vurderes konkret hva som ligger i «covered». Det vises til pkt. 5.1.3 nedenfor. Direktivet legger opp til at vertstaten skal ha ansvaret for å håndheve visse forpliktelser som følger av direktivet overfor filialer. Dette er begrunnet slik i fortalen pkt. 32:

> «By way of derogation from the principle of home country authorisation, supervision and enforcement of obligations in respect of the operation of branches, it is appropriate for the competent authority of the host Member State to assume responsibility for enforcing certain obligations specified in this Directive in relation to business conducted through a branch within the territory where the branch is located, since that authority is closest to the branch, and is better placed to detect and intervene in respect of infringements of rules governing the operations of the branch.»

Konkret har vertstaten ifølge art. 32 nr. 7 ansvar for tilsyn med at filialen utøver investeringstjenester i samsvar med reglene i art. 19 (god forretningsskikk), 21-22 («best execution» og håndtering av kundeordre), 25 (rapportering av handler), 27 (offentliggjøring av opplysninger på forhånd), 28 (handelsinformasjon fra MHF) samt nasjonale regler som vedtas i medhold av disse artiklene. Kompetent myndighet i vertstaten skal ha mulighet til å undersøke filialens virksomhet, samt kunne kreve endringer som anses nødvendige («strictly needed») for at myndighetene skal kunne håndheve etterlevelsen av de nevnte artiklene, jf. art. 32 nr. 7 annet ledd.

I MiFID art. 32 nr. 2 kreves at verdipapirforetak, før opprettelse av filial i annen EØS-stat, gir melding til hjemstatens kompetente myndighet om dette og gir følgende opplysninger:

a) i hvilke medlemsstater foretaket har til hensikt å etablere filial,
b) en driftsplan hvor det blant annet angis hvilke investeringstjenester samt hvilke tilleggstjenester som skal ytes, filialens organisatoriske struktur, og om filialen har til hensikt å anvende tilknyttede agenter,
c) adresse i vertstaten der dokumenter kan innhentes, og
d) navnene på filialens ledelse.

Med unntak av kravet om at det skal opplyses om tilknyttede agenter, jf. art. 32. nr. 2 b), svarer bestemmelsen til ISD art. 17 nr. 2.

Dersom et verdipapirforetak benytter tilknyttede agenter som er etablert i en annen EØS-stat, sidestilles den tilknyttede agenten med filialen, og agenten omfattes av direktivets regler om filialer, jf. art. 32 nr. 2 annet ledd.

Ifølge art. 32 nr. 3 skal hjemstatens kompetente myndighet videresende alle opplysninger til vertstatens kompetente myndighet senest tre måneder etter mottakelsen, og underrette det berørte verdipapirforetak, med mindre hjemstatens kompetente myndighet har grunn til å betvile at verdipapirforetakets administrative organisering eller økonomiske stilling er god nok, tatt i betraktning den virksomhet som er planlagt. Endring i informasjonen som er opplyst i melding før filialen ble etablert, jf. art. 32 nr. 2, skal meldes skriftlig til hjemstatens kompetente myndighet minst en måned før endringen foretas. Hjemstatens kompetente myndighet skal ifølge MiFID art. 32 nr. 4 oversende opplysninger om eventuelle erstatningsordninger verdipapirforetaket deltar i, jf. direktiv 97/7/EF. Hjemstatens kompetente myndighet skal underrette vertstatens kompetente myndighet om slike

endringer, jf. art. 32 nr. 9. I tilfelle hjemstatens kompetente myndighet nekter å videresende opplysninger, skal avslaget begrunnes overfor verdipapirforetaket innen tre måneder etter mottakelse av alle opplysningene, jf. art. 32 nr. 5. Når det foreligger meddelelse fra vertstatens kompetente myndighet, eller hvis denne myndighet senest to måneder fra datoen for meddelelse fra hjemstatens kompetente myndighet ikke har gitt noen meddelelse, kan filialen etableres og starte virksomhet, jf. art. 32 nr. 6. Tilsvarende regler fremgår av ISD art. 17.

Etter MiFID art. 32 nr. 8 skal hjemstatens kompetente myndighet kunne utføre kontroll hos den aktuelle filial i vertstaten, etter å ha underrettet vedkommende myndighet i verdipapirforetakets hjemstat. Tilsvarende regel er gitt i ISD art. 24 nr. 1.

Prosessreglene i art. 32 nr. 2 til 32 nr. 6 og art. 32 nr. 8.til 32 nr. 9 gjelder ikke for kredittinstitusjoner, jf. MiFID art. 1 nr. 2. Det vises til regler som fremgår av bankdirektivet (direktiv 2000/12/EF) art. 18, jf. art. 20 og 22.

5.1.1.4 Definisjoner

MiFID art. 4 nr. 20 inneholder følgende definisjon av hjemstat:

> «Home Member State» means:
> (a) in the case of investment firms:
> (i) if the investment firm is a natural person, the Member State in which its head office is situated;
> (ii) if the investment firm is a legal person, the Member State in which its registered office is situated;
> (iii) if the investment firm has, under its national law, no registered office, the Member State in which its head office is situated;
> (b) in the case of a regulated market, the Member State in which the regulated market is registered or, if under the law of that Member State it has no registered office, the Member State in which the head office of the regulated market is situated;»

Definisjonen av hjemstat svarer til ISD art. 1 nr. 7.

I direktivet art. 4 nr. 21 er vertstat definert på følgende måte:

> ««Host Member State» means the Member State, other than the home Member State, in which an investment firm has a branch or performs services and/or activities or the Member State in which a regulated market provides appropriate arrangements so as to facilitate access to trading on its system by remote members or participants established in that same Member State;»

Definisjonen av vertstat er noe endret i forhold til definisjonen av vertstat i ISD art. 1 nr. 7 som lød; ««vertstat»: den medlemsstat der et investeringsforetak har en filial eller yter tjenester».

«Filial» er definert på følgende måte i direktivet art. 4 nr. 1 pkt. 26:

> ««Branch» means a place of business other than the head office which is a part of an investment firm, which has no legal personality and which provides investment services and/or activities and which may also perform ancillary services for which the investment firm has been authorised; all the places of business set up in the same Member State by an investment firm with headquarters in another Member State shall be regarded as a single branch;»

Definisjonen av filial svarer til ISD art. 1 nr. 8.

Når begrepet «filial» benyttes i denne utredningen, menes filial i verdipapirrettslig sammenheng.

5.1.1.5 Tilknyttede agenter

MiFID art. 31 nr. 2 annet ledd omhandler grenseoverskridende virksomhet gjennom bruk av tilknyttede agenter. Bestemmelsen er ny i forhold til ISD. I tilfeller hvor et verdipapirforetak ønsker å benytte tilknyttede agenter skal hjemstatens kompetente myndighet, på forespørsel fra vertstatens kompetente myndighet og innen rimelig tid, meddele identiteten til de tilknyttede agentene som verdipapirforetaket har til hensikt å benytte i medlemsstaten, jf. art. 31 nr. 1 annet ledd. Vertstaten kan offentliggjøre slike opplysninger. Tilknyttede agenter er nærmere omtalt i utredningen pkt. 4.7.

Hjemstatens kompetente myndighet skal innen en måned etter mottakelsen av nevnte opplysninger videresende disse til vedkommende myndighet i vertstaten som er utpekt som kontaktpunkt etter direktivet art. 56 nr. 1, art. 31 nr. 3 og 31 nr. 4. Endringer i tidligere fremsatte opplysninger skal oversendes tilsvarende.

5.1.1.6 MHF

MiFID art. 31 nr. 5 og 31 nr. 6 regulerer grenseoverskridende virksomhet gjennom MHF. Også disse bestemmelsene er nye i forhold til ISD. Etter førstnevnte bestemmelse kan en medlemsstat ikke stille krav for så vidt gjelder sitt lands «users» deltagelse i en MHF som drives (av et verdipapirforetak eller en

markedsoperatør) i et annet EØS-land. Slike brukere omtales som «remote users or participants»:

> «Member States shall, without further legal or administrative requirement, allow investment firms and market operators operating MTFs from other Member States to provide appropriate arrangements on their territory so as to facilitate access to and use of their systems by remote users or participants established in their territory.»

For regulerte markeder følger tilsvarende regel av art. 42 nr. 6, jf. utredningen kapittel 6. Et verdipapirforetak, eller en markedsoperatør som driver en MHF, skal gi sin hjemstats kompetente myndighet beskjed om hvilke andre medlemsland det har til hensikt å tilby sine tjenester i (dvs. hvilke andre EØS-land som «remote users» kan komme fra), jf. art. 31 nr. 6 første punktum. Hjemstatens kompetente myndighet skal innen en måned fra det mottar slik beskjed, gi melding til den kompetente myndigheten i «vertstaten/e» hvor MHF planlegger å tilby sine tjenester, jf. annet punktum. De kompetente myndighetene skal på forespørsel utveksle informasjon om fjernbrukere av en MHF, jf. art. 31 nr. 6 annet ledd.

MiFIDs regler om MHF er nærmere behandlet i utredningen kapittel 8.

5.1.1.7 Samarbeid mellom kompetente myndigheter

Direktivet del IV kapittel II omhandler samarbeid mellom kompetente myndigheter i forskjellige medlemsstater. Art. 61 inneholder bestemmelser om vertstatens myndighet og art. 62 om vertstatens beskyttelsestiltak. Det vises til omtale i utredningen kapittel 9.

5.1.2 Norsk rett

5.1.2.1 Norske verdipapirforetaks virksomhet i annen EØS-stat

Det følger av vphl. § 7-5 annet ledd at norske verdipapirforetak kan yte investeringstjenester i annen EØS-stat etter reglene i vphl. § 7-6 om melding om virksomhet i annen EØS-stat. Reglene bygger på ISD art. 14, 17 og 18. Vphl. § 7-6 angir retten til og kravene for at et norsk verdipapirforetak skal kunne yte investeringstjenester i en annen EØS-stat, jf. prinsippet om EØS-konsesjon («single passport»). Norske verdipapirforetak kan yte investeringstjenester i andre EØS-stater med grunnlag i sin norske tillatelse etter melding til Kredittilsynet. Melding skal gis både ved grenseoverskridende virksomhet direkte fra forretningssted og ved filialetablering. Kredittilsynet har i visse tilfeller plikt til å nekte og oversende en melding om filialetablering til vedkommende myndigheter i vertstaten.

Meldingen til Kredittilsynet skal ifølge vphl. § 7-6 annet ledd inneholde følgende opplysninger:

1. hvor foretaket har til hensikt å utøve virksomhet, og
2. en virksomhetsplan der det særlig angis hvilke investeringstjenester som skal ytes.

Melding om etablering av filial skal ifølge vphl. § 7-6 tredje ledd i tillegg inneholde følgende opplysninger:

a) hvordan filialen skal være organisert,
b) adresse i vertstaten der dokumenter kan innhentes, og
c) navnene på de personer som utgjør filialens ledelse.

Ved melding om utøvelse av virksomhet direkte fra forretningssted i Norge skal Kredittilsynet innen en måned etter å ha mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndigheter i vertstaten og underrette verdipapirforetaket om dette, jf. vphl. § 7-6 fjerde ledd. Verdipapirforetaket kan fra dette tidspunkt yte de aktuelle investeringstjenester i vertstaten.

Ved melding om etablering av filial i annen EØS-stat skal Kredittilsynet innen 3 måneder etter å ha mottatt meldingen oversende den til vedkommende myndigheter i vertstaten og underrette verdipapirforetaket om dette, jf. vphl. § 7-6 femte ledd. Kredittilsynet skal også i disse tilfellene oversende opplysninger om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder. Filialen kan etableres og starte sin virksomhet når vertstatens myndigheter har gitt opplysninger om de vilkår som skal gjelde for foretaket, herunder reglene om god forretningsskikk. Tilsvarende gjelder dersom det ikke er mottatt noen opplysninger fra vertstatens myndigheter innen to måneder etter at de har mottatt melding fra Kredittilsynet.

Ifølge vphl. § 7-6 sjette ledd skal oversendelse til vertstatens myndigheter (etter femte ledd) ikke foretas dersom Kredittilsynet har grunn til å betvile at verdipapirforetakets administrative organisering eller økonomiske stilling er god nok, tatt i betraktning den virksomhet som er planlagt. Kredittilsynets beslutning skal i tilfelle begrunnes overfor verdipapirforetaket innen tre måneder etter at Kredittilsynet har mottatt alle opplysninger i saken.

I tilfelle endring av opplysninger gitt etter første til tredje ledd i vphl. § 7-6, skal verdipapirforetaket gi skriftlig melding om dette til Kredittilsynet, og vedkommende myndigheter i vertstaten, før endringen foretas, jf. vphl. § 7-6 syvende ledd. Der det er etablert filial i annen EØS-stat skal melding gis minst en måned før endring foretas.

Kredittilsynet skal underrette vertstatens myndigheter dersom det foretas endringer i opplysninger som er gitt om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder, jf. vphl. § 7-6 åttende ledd.

Forvaltningsselskap som ønsker å utøve virksomhet i annen EØS-stat, skal også gi tilsynsmyndigheten melding om dette, jf. verdipapirfondloven § 2-8a.

Det følger av vphl. § 7-5 første ledd annet punktum at avdelingskontor i Norge skal ha en leder som oppfyller kravene fastsatt i vphl. § 7-2 annet ledd. Tilsvarende gjelder for filial i utlandet. I tråd med Kredittilsynets praksis skal daglig leder være tilgjengelig i foretaket, hvilket normalt innebærer at leder av filial må ha sin daglige arbeidsplass i filialen, jf. vphl. § 9-1.

Reglene i vphl. § 7-5 gjelder ikke for kredittinstitusjoner, jf. vphl. § 7-5 fjerde ledd. Når det gjelder filialetablering i Norge, vises til regler i forretningsbankloven § 8 og sparebankloven § 3 første ledd. For filialetablering i utlandet, vises til finansieringsvirksomhetsloven § 2a-3, og forskrift av 28. juni 1996 nr. 678 om norske kredittinstitusjoners virksomhet i annen stat i Det Europeiske Økonomiske Samarbeidsområde.

5.1.2.2 Utenlandske foretak med hovedkontor i annen EØS-stat

Vphl. § 7-7 regulerer adgangen for utenlandske foretak med hovedkontor i annen EØS-stat til å utøve investeringstjenester i Norge, dvs. Norges forpliktelser som vertstat. Bestemmelsen bygger på ISD art. 14 nr. og art. 17 og 18. Vphl. § 7-7 gjelder også kredittinstitusjoner som yter investeringstjenester i Norge. Dette innebærer at meldinger om grenseoverskridende investeringstjenestevirksomhet etter bankdirektivet (direktiv 2000/12/EF) skal vurderes i forhold til vphl. § 7-7 for den del av meldingen som gjelder investeringstjenester.

Det følger av vphl. § 7-7 første ledd at reglene i vphl. §§ 7-1 og 7-2 om konsesjon for å yte investeringstjenester ikke er til hinder for at foretak med hovedsete i annen EØS-stat yter investeringstjenester i Norge direkte fra forretningssted i annen EØS-stat eller gjennom filial. Det kreves at slike foretak har tillatelse til å yte investeringstjenester og er underlagt tilsyn i hjemstaten. Dersom foretaket oppretter flere forretningssteder i Norge skal disse regnes som én filial.

Ifølge vphl. § 7-7 annet ledd skal Kredittilsynet innen to måneder etter at Kredittilsynet har mottatt melding fra myndighetene i annen EØS-stat om etablering av filial etter første ledd, forberede tilsynet med foretaket og opplyse foretaket om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk, som gjelder for utøvelsen av virksomhet i Norge. Filialen kan etableres så snart Kredittilsynet har gitt de nevnte opplysninger, eller senest to måneder etter at Kredittilsynet har mottatt meldingen.

Etter vphl. § 7-7 tredje ledd, skal Kredittilsynet opplyse foretaket om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk som gjelder for utøvelsen av virksomhet i Norge, så snart Kredittilsynet har mottatt melding fra myndighetene i annen EØS-stat om utøvelse av grenseoverskridende virksomhet etter vphl. § 7-7 første ledd. Foretaket kan yte de aktuelle investeringstjenester fra det tidspunkt Kredittilsynet har mottatt melding fra hjemstaten. Ved endringer av opplysninger i meldinger Kredittilsynet mottar etter vphl. § 7-7, skal foretaket gi skriftlig melding om dette til Kredittilsynet før endringen foretas, jf. vphl. § 7-7 fjerde ledd.

5.1.2.3 Utenlandske foretak med hovedkontor utenfor EØS-området.

Vphl. § 7-8 inneholder regler om verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området som ønsker å yte investeringstjenester i Norge. Slike foretak kan gis tillatelse til å yte slike tjenester og tilknyttede tjenester gjennom filial (og i særlige tilfeller direkte), jf. § 7-8 første og annet ledd. Det kreves særskilt tillatelse dersom slikt foretak ønsker å yte investeringstjenester i Norge. Slik tillatelse kan bare gis til foretak som har konsesjon fra hjemstaten og er underlagt et betryggende tilsyn der, jf. § 7-8 tredje ledd. Kompetansen til å gi tillatelse etter § 7-8 hviler hos «Kongen». Verdipapirhandelloven gjelder i utgangspunktet fullt ut for verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området som yter investeringstjenester i Norge.

5.1.2.4 Verdipapirhandellovens anvendelse for verdipapirforetak med hovedkontor i annen EØS-stat

Det fremgår av vphl. § 7-9 første ledd at følgende av verdipapirhandellovens bestemmelser får anvendelse på EØS-foretak som utøver virksomhet i Norge:

1. kapittel 1 og 2,
2. §§ 2a-1 til 2a-6 når det gjelder ansatte i norsk filial av verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-stat,
3. kapittel 3 til 7,
4. §§ 8-4, 8-5 fjerde ledd, 8-6, 8-7 og 8-8 forsåvidt gjelder finansielle instrumenter notert på norsk børs eller utstedt av norsk foretak, samt § 8-13,
5. kapittel 9 med unntak av § 9-1 første og femte ledd. § 9-7 annet ledd gjelder ikke for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge direkte fra forretningssted i annen EØS-stat,
6. kapittel 10 og 11,
7. kapittel 13 og
8. kapittel 14.

Etter vphl. § 7-9 tredje ledd kan Kongen gjøre unntak fra § 7-9 der virksomheten er begrenset eller der foretakets virksomhet er regulert av tilsvarende bestemmelser fastsatt av myndighetene i foretakets hjemstat. Kompetansen er delegert til Kredittilsynet i kurante saker, jf. Finansdepartementets brev 26. juni 1996.

5.1.2.5 Verdipapirhandellovens anvendelse for norske verdipapirforetaks filial i utlandet

Det fremgår av vphl. § 7-10 at departementet kan gjøre unntak fra § 8-7 om formidling av salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier for norske verdipapirforetaks filial i utlandet. Unntak kan imidlertid bare gjøres dersom filialen er omfattet av eventuelle tilsvarende regler i vertstaten og under forutsetning av at foretaket har betryggende sikkerhet for oppgjøret. For tillitsvalgtes og ansattes handel for egen regning med finansielle instrumenter gjelder § 2a-1 fjerde ledd.

5.1.2.6 Norske foretaks virksomhet utenfor EØS-området

Etter vphl. § 7-5 tredje ledd må verdipapirforetak ha tillatelse fra Kredittilsynet til å etablere filial eller datterselskap utenfor EØS-området. Bestemmelsen gjelder ikke for kredittinstitusjoner. For slike foretak gjelder forretningsbankloven § 8 og sparebankloven § 3 første ledd.

5.1.2.7 MHF

Norsk rett inneholder ingen særskilte regler om MHF eller tilsvarende systemer.

5.1.2.8 Tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

Vphl. kapittel 13 inneholder regler om tilsynet med verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat. Reglene er gitt til gjennomføring av ISD art. 19 og 24.

Vphl. § 13-1 inneholder regler om opplysningsplikt. Kredittilsynet kan pålegge foretakene å gi rapporter om sin virksomhet til statistisk bruk. Videre kan Kredittilsynet kreve de opplysninger fra verdipapirforetakene som anses nødvendige for å kontrollere at de regler som gjelder for virksomheten her i landet overholdes.

Det er gitt regler om stedlig kontroll i vphl. § 13-2. Etter forutgående melding til Kredittilsynet kan vedkommende myndigheter i verdipapirforetakets hjemstat, i samarbeid med Kredittilsynet, foreta stedlig kontroll i filial etablert iht. § 7-7. Etter anmodning fra vedkommende myndigheter i hjemstaten kan Kredittilsynet foreta nevnte kontroll. Dette er ikke til hinder for at Kredittilsynet kan foreta stedlige kontroll som anses nødvendig for å kontrollere at de regler som gjelder for filialens virksomhet her i landet overholdes.

Etter vphl. § 13-3 kan Kredittilsynet etter nærmere angitte prosedyrer gi verdipapirforetak, som yter investeringstjenester iht. reglene i vphl. § 7-7, pålegg om retting, herunder opphør av virksomhet her i landet, dersom virksomheten drives i strid med lov eller forskrift.

5.1.3 Utvalgets vurdering

5.1.3.1 Generelt

Prinsippene om gjensidig anerkjennelse og tilsyn er grunnleggende hensyn bak MiFID (og ISD). Verdipapirforetak som har fått tillatelse i sin hjemstat har rett til å yte investeringstjenester i hele EØS-området uten å måtte søke om særskilt tillatelse fra kompetent myndighet i den medlemsstaten foretaket ønsker å utføre tjenester (EØS-konsesjon), jf. blant annet direktivets fortale pkt. 23. Slike foretak skal som utgangspunkt være underlagt hjemstatens tilsyn. Et av MiFIDs utgangspunkter er å gi bestemmelser som sikrer den grad av harmonisering som er nødvendig for å beskytte investorer og gjøre det mulig for verdipapirforetakene å yte tjenester i hele EØS-området, basert på hjemstatstilsyn.

I tråd med direktivets definisjon av «hjemstat» i art. 4 nr. 20, jf. art. 6 og 48, vil Norge være hjemstat for et verdipapirforetak som har tillatelse fra norske myndigheter. Et av vilkårene for tillatelse

er at verdipapirforetaket har sitt forretningssted eller hovedkontor i Norge, jf. gjeldende vphl. § 7-2. Norge vil i tillegg anses som hjemstat for norske verdipapirforetak som yter investeringstjenester i andre EØS-stater, enten via etablering av filial eller direkte fra forretningssted i Norge, jf. vphl. § 7-6.

Norge anses som «vertstat» for verdipapirforetak som har hovedsete eller eventuelt forretningskontor i en annen EØS-stat og som yter investeringstjenester i Norge, enten direkte fra forretningssted i annen EØS-stat eller via etablering av filial i Norge, jf. direktivet art. 4 nr. 21.

5.1.3.2 Adgangen for verdipapirforetak med hovedsete i Norge til å drive virksomhet i annen EØS-stat

Etter vphl. § 7-6 har verdipapirforetak med hovedsete i Norge rett til å yte investeringstjenester i annen EØS-stat etter melding til Kredittilsynet. Bestemmelsen gjennomfører ISD art. 14 nr. 1, 17 og 18. MiFID medfører behov for endringer av bestemmelsen, for så vidt gjelder reguleringen av tilknyttede agenter og MHF, jf. nedenfor.

Reguleringen av *tilknyttede agenter* er ny i EØS-rettslig sammenheng, jf. omtale i pkt. 4.7. I meldinger om grenseoverskridende virksomhet eller filialetablering skal det ifølge direktivet opplyses om verdipapirforetaket har til hensikt å benytte tilknyttede agenter, jf. art. 31 nr. 2 bokstav b) og art. 32 nr. 2 bokstav b). Utvalget foreslår i tråd med dette endringer i innholdskravene til meldinger, slik at det skal opplyses om bruk av tilknyttede agenter, jf. lovutkastet § 9-18 femte ledd.

5.1.3.3 Adgangen for MHF fra annen EØS-stat til å etablere ordninger i Norge

Det følger av art. 31 nr. 5 at MHF fra andre EØS-stater skal kunne etablere ordninger i Norge, der det anses nødvendig for å gjøre det enklere for fjernmedlemmer å få adgang til deres system. I fravær av nasjonal regulering vil verdipapirforetak og markedsoperatører fra andre EØS-land ha adgang til å legge til rette for norske «fjernmedlemmer» på MHF, også gjennom «appropriate arrangements» i Norge. Etter utvalgets syn er det derfor ikke nødvendig å særskilt gjennomføre art. 31 nr. 5 i norsk rett. MiFID art. 31 nr. 6, som regulerer norske foretaks «tilrettelegging» for fjernmedlemskap i andre EØS-land, må derimot gjennomføres særskilt. Utvalget foreslår at norske operatører av MHF skal melde til Kredittilsynet hvilke andre medlemsstater det har til hensikt å drive slik virksomhet i. Videre foreslås at Kredittilsynet skal videresende disse opplysningene til vedkommende myndighet i den aktuelle medlemsstat, samt på forespørsel oversende opplysninger om medlemmer og deltakere i MHF. Det foreslås at bestemmelsen tas inn i lovforslaget § 9-18 fjerde ledd (dagens § 7-6). En tilsvarende bestemmelse er foreslått inntatt i børsloven ny § 2-23 sjette ledd. Utvalget bemerker at all den tid drift av MHF er en investeringstjeneste, vil verdipapirforetaks rett til å yte tjenesten i andre EØS-land være videre enn regulerte markeders adgang til å drive sin virksomhet i andre EØS-land. Direktivets del 3 om regulerte markeder har ingen bestemmelse som tilsvarer art. 6 nr. 3.

5.1.3.4 Adgangen for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat til å drive virksomhet i Norge

Etter gjeldende rett har verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat adgang til å yte investeringstjenester i Norge enten gjennom filial eller direkte fra forretningssted etter melding til Kredittilsynet, jf. gjeldende vphl. § 7-7. Bestemmelsen gjennomfører ISD art. 14 nr. 1 og art. 17 og 18, som er videreført i MiFID art. 31 og 32. Utvalget legger til grunn at gjennomføringen av MiFID på dette punktet ikke krever endringer i norsk rett, og foreslår derfor å videreføre vphl. § 7-7 som ny § 9-19.

5.1.3.5 Regulering av virksomheten til verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

Generelt

Et grunnleggende hensyn bak MiFID er som nevnt at foretakene på bakgrunn av sin hjemstatstillatelse skal kunne utøve tjenester i hele EØS. Utgangspunktet etter direktivet er at foretakene skal forholde seg til hjemstatens regulering for så vidt gjelder områder dekket av MiFID, også ved yting av investeringstjenester i andre EØS-stater, jf. artiklene 31 nr. 1 annet ledd og 32 nr. 1 annet ledd.

Verdipapirhandelloven gjelder i utgangspunktet all virksomhet som faller inn under loven og som utøves innen norsk jurisdiksjon, uavhengig av foretakenes nasjonalitet. Direktivregler om grenseoverskridende tjenesteytelser innebærer at verdipapirhandelloven vil gjelde for foretak med hjemstat i Norge, og ikke for foretak med hjemstat i annen EØS-stat, men med Norge som vertstat. Direktivet selv inneholder visse unntak fra dette, og unntakene arter seg noe forskjellig for grense-

overskridende yting av investeringstjenester hhv. direkte fra forretningssted i annen EØS-stat og gjennom etablering av filial i Norge, jf. nærmere om dette nedenfor. Det sentrale spørsmålet er derfor om, og i hvilken grad, norsk verdipapirlovgivning vil få anvendelse for verdipapirforetak fra annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge.

MiFID må suppleres med alminnelige EØS-prinsipper, herunder prinsippene om fri flyt av tjenester og kapital, forbudet mot nasjonal diskriminering og prinsippet om såkalte allmenne hensyn knyttet til virksomhet på dets territorium. Etter dette prinsippet kan vertstatsregulering være lovlig, til tross for at det er gitt direktivregler på området (såkalt sekundærlovgivning). EF-domstolen har trukket opp relevant praksis mht. læren om allmenne hensyn i flere saker (som i C-55/94 Gebhard):

> «Nasjonale regler som er egnet til å hindre eller gjøre mindre attraktivt utøvelsen av de grunnleggende friheter som er garantert av traktaten må oppfylle fire vilkår: de må anvendes på en ikke-diskriminerende måte; de må være nødvendige for å ivareta allmenne hensyn: de må være egnet til å oppnå det formålet de skal ivareta; og de må ikke gå lenger enn det som er nødvendig for å oppnå det formålet de skal ivareta.»

Det sistnevnte vilkåret i sitatet ovenfor angir «proporsjonalitetsprinsippet», og innebærer at det må foretas en konkret vurdering av om en nasjonal regel går lenger enn det som er nødvendig for å oppnå formålet med regelen. Utvalget presiserer at det kun er nødvendig å foreta en vurdering av om det foreligger allmenne hensyn der det finnes nasjonale regler som «er egnet til å hindre eller gjøre mindre attraktiv» grenseoverskridende virksomhet.

Nærmere om hvilke regler i verdipapirhandelloven som vil gjelde der Norge er vertstat

Norsk rett kan fritt regulere grenseoverskridende virksomhet for så vidt gjelder forhold som faller utenfor MiFIDs «områder» («matters»), med de begrensninger som følger av EØS-avtalens alminnelige regler. Innenfor MiFIDs «områder» kan norsk lov i varierende grad gis anvendelse på verdipapirforetak fra annet EØS-land som yter investeringstjenester i Norge.

Når det gjelder yting av investeringstjenester direkte fra forretningssted i annen EØS-stat, følger det av direktivet at vertstaten ikke kan stille ytterligere krav til slike foretak på de «områder» som er omfattet av direktivet, jf. art. 31 nr. 1 annet ledd. For etablering av filial av verdipapirforetak med annen EØS-stat som hjemstat, er direktivets utgangspunkt at vertstaten ikke kan pålegge filialens «organisasjon og drift» («organisation and operation») ytterligere krav utover det som er tillatt etter art. 32 nr. 7, for så vidt angår områder («matters») som er omfattet av direktivet, se nærmere om sistnevnte nedenfor. Som det fremgår, er adgangen til å regulere filialers virksomhet i norsk rett større enn adgangen til å gi loven anvendelse på foretak som yter investeringstjenester direkte fra hjemstaten. Dette er naturlig ettersom filialer vil ha en fysisk tilstedeværelse i Norge. Mer konkret er vertstaten gjennom art. 32 nr. 7 første ledd pålagt ansvaret for å sikre at filialen oppfyller forpliktelsene som fremgår i følgende bestemmelser:

- art. 19 (god forretningsskikk),
- art. 21-22 («best execution» og håndtering av kundeordre),
- art. 25 (rapportering av handler),
- art. 27 (offentliggjøring av opplysninger på forhånd),
- art. 28 (handelsinformasjon fra MHF), og
- tiltak som vedtas i medhold av disse artiklene.

Videre skal vertstatens kompetente myndighet ha mulighet til å undersøke filialens virksomhet, samt kunne kreve endringer som anses påkrevd («strictly needed») for at myndighetene skal kunne håndheve etterlevelsen av de nevnte artiklene, jf. art. 32 nr. 7 annet ledd. Art. 32 nr. 7 innebærer at nasjonale bestemmelser til gjennomføring av de nevnte artiklene om foretakenes virksomhet må gjøres gjeldende for filialer av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat.

Ved vurderingen av nasjonal regelverkskompetanse etter MiFID er ett grunnleggende spørsmål hva som ligger i uttrykket «områder som er omfattet av direktivet». Verdipapirhandelloven regulerer flere områder enn MiFID. Loven gir blant annet regler om gjennomføring av andre EØS-forpliktelser og regler fastsatt med bakgrunn i nasjonale hensyn. Etter utvalgets oppfatning er det naturlig å forstå uttrykket «områder» («matters») slik at direktivet må inneholde regler av et visst omfang og av en viss detaljgrad, før det antas at det er et «område» som er regulert av direktivet. Med dette menes ikke at et forhold må være uttømmende regulert i MiFID for å avskjære nasjonal regelverkskompetanse. For å bestemme det nasjonale handlingsrommet må de enkelte direktivbestemmelsene tolkes, blant annet i lys av direktivets prinsipper og EØS-rettens prinsipper for øvrig. Det legges til grunn at norsk lovgiver vil ha anledning til å

videreføre verdipapirhandellovens anvendelse på verdipapirforetak fra annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge på områder som faller utenfor MiFID. Til illustrasjon synes det klart at norske regler om lydopptak etter vphl. § 9-7 annet ledd er noe annet og mer enn direktivets krav om oppgaveføring for utførte tjenester og transaksjoner i art. 13 nr. 6.

For å ta stilling til om og i hvilken grad verdipapirhandellovens bestemmelser kan videreføres/gis anvendelse på verdipapirforetak fra andre EØS-land som yter investeringstjenester i Norge, er det etter utvalgets syn hensiktsmessig å vurdere gjeldende § 7-9 opp mot MIFIDs regulering. Flere av kapitlene i dagens verdipapirhandellov er gitt til gjennomføring av andre EØS-forpliktelser. For eksempel inneholder kapittel 2 regler basert på markedsmisbruksdirektivet (direktiv 2003/6/EF) og kapittel 5 regler basert på prospektdirektivet (direktiv 2003/71/EF). Kapitlene 1, 2, 3, 4, 5, 6, 10, 11, 12, 13 og 14 i verdipapirhandelloven omfatter områder som ikke er dekket av direktivet. Det legges til grunn at bestemmelser som tilsvarer de nevnte kapitlene kan videreføres for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenestevirksomhet i Norge.[1] Det er ikke foretatt noen nærmere vurdering av nevnte kapitler i det følgende. Det vises til lovutkastet § 9-21 første ledd.

Vphl. kapittel 2a om ansattes egenhandel

Etter vphl. § 7-9 første ledd nr. 2 gjelder visse regler i kapittel 2a om *ansattes egenhandel* for ansatte i norsk filial av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat. De norske egenhandelsreglene for ansatte ble gitt anvendelse for disse med bakgrunn i å «forhindre at ansatte som har en egeninteresse i verdipapirmarkedet som kan medføre at kundenes interesser ikke i tilstrekkelig grad ivaretas», jf. NOU 1995: 1 pkt. 5.4.12 (s. 97). Dette ble ansett som et allment hensyn.

Det kan reises spørsmål om direktivet inneholder regulering av egenhandel som er av en slik art at norsk regelverkskompetanse er avskåret (med andre ord om kapittel 2a er et «område» dekket av MiFID). Direktivet krever i art. 13 nr. 2 at verdipapirforetak skal fastsette regler for foretakets ledere, ansatte og tilknyttede agenters personlige transaksjoner[2]. En tilsvarende regel finnes i vphl. dagens § 9-1 nr. 2, og foreslås videreført i lovutkastet § 9-11 første ledd nr. 6.

Utvalget legger til grunn at gjeldende regulering av egenhandel for ansatte i norsk filial av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat kan videreføres, for så vidt gjelder handel med finansielle instrumenter som er notert på norsk regulert marked eller utstedt av et norsk foretak, og med de endringer som er forslått i utredningen pkt. 10.1 og lovutkastet kapittel 8. Det vises til lovutkastet § 9-21 første ledd nr. 2.

Vphl. kapittel 7 om tillatelse til å yte investeringstjenester

Ifølge vphl. § 7-9 første ledd nr. 3 gjelder blant annet kapittel 7 for verdipapirforetak med hovedsete i andre EØS-land. Kun deler av kapittel 7 om tillatelse til å drive investeringstjenester vil være aktuell for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat. Regler om tillatelse fra norske myndigheter mv. faller åpenbart inn under MiFIDs områder, og slike regler vil derfor ikke kunne gjelde for verdipapirforetak med hovedsete i andre EØS-land som yter investeringstjenester i Norge.

Vphl. kapittel 8 om virksomhetsregler

Etter vphl. § 7-9 første ledd nr. 4 gjelder enkelte bestemmelser i kapittel 8 for verdipapirforetak fra annet EØS-land. Vphl. kapittel 8 inneholder krav til verdipapirforetakenes virksomhet. I utgangspunktet legger utvalget til grunn at det ikke er nødvendig at norske gjennomføringsbestemmelser for MiFID skal gjelde for grenseoverskridende virksomhet innen EØS-området, fordi slik regulering i hovedsak er hjemstatsanliggende. På enkelte punkter er det imidlertid gitt særlige regler i norsk rett, som ikke nødvendigvis faller inn under MiFIDs «områder», og som det blir spørsmål om å videreføre.

Vphl. § 8-4 begrenser adgangen for ansatte i verdipapirforetak til å ha tillitsverv og store eierposisjoner i foretak med finansielle instrumenter som er gjenstand for organisert omsetning, for så vidt gjelder finansielle instrumenter notert på norsk børs eller utstedt av norske foretak. Bestemmelsen ble gjort gjeldende for verdipapirforetak med hovedkontor i annen EØS-stat ut i fra at det var et allment hensyn å forhindre at ansatte har en egeninteresse i verdipapirmarkedet som kan medføre

[1] Hele loven vil som utgangspunkt gjelde for verdipapirforetak med hovedkontor utenfor EØS-området som yter investeringstjenester i Norge, jf. dagens § 7-9 annet ledd omtalt i pkt. 5.4.

[2] Det vil bli fastsatt nivå-2 regler i medhold av bestemmelsen, men disse regulerer (i utkasts form) færre forhold enn de norske reglene, jf. ESC/17/2005 art. 9.

at kundenes interesser ikke i tilstrekkelig grad ivaretas, jf. NOU 1995: 1 pkt. 5.4.12 (s. 97). Bestemmelsen foreslås videreført, jf. lovutkastet § 10-3. Etter utvalgets oppfatning faller regulering av ansattes tillitsverv og eierposisjoner ikke innenfor MiFIDs områder. Bestemmelsen foreslås videreført for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge, jf. lovutkastet § 9-21 første ledd nr. 3.

Vphl. § 8-5 fjerde ledd inneholder krav om at verdipapirforetaket, ved salg av finansielle instrumenter det ikke eier, skal ha tilgang til de finansielle instrumentene slik at rettidig levering er sikret på avtaletidspunktet. Som begrunnelse for å la bestemmelsen gjelde for verdipapirforetak fra annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge, ble det i forarbeidene lagt avgjørende vekt på den betydning reglene om shortsalg har for oppgjøret av finansielle instrumenter i VPS og megleroppgjøret i Norges Bank. Videre ble det lagt vekt på hensynet til at investorene vil ha en sterk interesse i at det i størst mulig grad sikres at handler gjøres opp rettidig (jf. NOU 1995: 1 pkt. 5.4.12 side 97)

Vphl. § 8-7 omhandler formidling av salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier, og vphl. § 8-8 gjelder lån av finansielle instrumenter. Ifølge forarbeidene ble bestemmelsene gjort gjeldende for verdipapirforetak fra annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge ut i fra samme begrunnelse som for vphl. § 8-5 (oppgjørsrutiner og rettidig oppgjør), jf. NOU 1995: 1 side 97).

Utvalget foreslår å videreføre disse bestemmelsene, jf. lovutkastet §§ 10-5 og 10-6. Utvalget foreslår videre at bestemmelsene fortsatt skal gjelde også for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge, jf. lovutkastet § 9-21 første ledd nr. 3.

Vphl. § 8-13[3] krever at verdipapirforetak skal være medlem i Verdipapirforetakenes sikringsfond. Ifølge MiFID art. 11 skal den kompetente myndighet kontrollere at en enhet som søker konsesjon til å utøve virksomhet som verdipapirforetak oppfyller sine forpliktelser i henhold til direktiv 97/9/EF om investorgarantiordninger. Etter forskrift av 4. mars 2005 nr. 202[4] om Verdipapirforetakenes sikringsfond § 2, plikter ikke verdipapirforetak etablert med filial i Norge etter vphl. § 7-7 å være medlem i fondet til dekning for filialens virksomhet i Norge. Slike foretak har imidlertid adgang til å slutte seg til fondet som supplement til sikringsordningen i filialens hjemstat, dersom sistnevnte ordning ikke kan anses å gi filialens kunder like god dekning som den norske ordningen. Tilsvarende vil gjelde forvaltningsselskaper for verdipapirfond som nevnt i verdipapirfondloven § 2-12 etablert med filial i Norge og som har tillatelse fra hjemstatens myndigheter til å yte investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr. 3. På denne bakgrunn foreligger det ikke behov for at vphl. § 8-13 om sikringsordning gis anvendelse for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat.

Vphl. kapittel 9 om organisering av virksomheten m.m.

Etter vphl. § 7-9 første ledd nr. 5 gjelder kapittel 9 som utgangspunkt for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge. Vphl. kapittel 9 inneholder både regler om organisering av virksomheten og materielle regler om utøvelse av virksomheten. Et generelt utgangspunkt etter MiFID er at organisatoriske regler er hjemstatsanliggende. Dagens § 9-1 er det derfor ikke aktuelt å gi anvendelse på verdipapirforetak fra andre EØS-land.

ISD art. 10, 11 og 21 er gjennomført i vphl. kapittel 9. Utvalgets utgangspunkt er at det ikke er adgang til å videreføre bestemmelsene i dagens kapittel 9 på områder som anses for å være regulert av MiFID, jf. ovenfor. I det følgende gjennomgås reglene om god forretningsskikk, handel i børsnoterte finansielle instrumenter, handel i opsjoner og finansielle instrumenter registrert i et verdipapirregister, plikt til oppgave og lydopptak, samt taushetsplikt.

God forretningsskikk

Vertstaten er gjennom MiFID art. 32 nr. 7 pålagt å påse at krav til god forretningsskikk videreføres, for så vidt gjelder *filialer*, jf. MiFID art. 32 nr. 1 annet ledd, jf. art. 32 nr. 7, og henvisningen til MiFID art. 19, som inneholder regler om god forretningsskikk. Det foreslås at gjennomføringsbestemmelser til MiFID art. 19 (jf. lovutkastet § 10-13), gjelder for *filialer av* verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat, jf. lovutkastet § 9-21 første ledd nr. 4.

På bakgrunn av at MIFID inneholder regler om god forretningsskikk, jf. art. 19, legges det til grunn at det i vertstatstilfeller ikke vil være adgang til å gjøre nasjonale regler om god forretningsskikk mv. gjeldende overfor foretak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenes-

[3] Endret ved lov 4. mars 2005 nr. 11, i kraft fra 1. juli 2006
[4] I kraft fra 1. juli 2006

ter *direkte* fra forretningssted i annen EØS-stat. I slike tilfeller gjelder hjemstatsregulering.

Handel i børsnoterte finansielle instrumenter

I utredningen pkt. 4.8.3 foreslås ny bestemmelse til erstatning for vphl. § 9-4 første ledd, blant annet med bakgrunn i gjennomføring av direktivet art. 25 nr. 3 til 5, jf. lovutkastet § 10-22. Bestemmelsen anses derfor for å høre inn under de områder som reguleres av MiFID, og foreslås derfor ikke gjort gjeldende for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat.

Verdipapirforetaks handel i opsjoner mv. og om registrering av handel i finansielle instrumenter som er registrert i et verdipapirregister

MiFID inneholder ikke regler som tilsvarer dagens vphl. §§ 9-5 og 9-6 om verdipapirforetaks handel i opsjoner mv. og om registrering av handel i finansielle instrumenter som er registrert i et verdipapirregister. Bestemmelsene foreslås videreført, jf. lovutkastet §§ 10-7 og 10-8. Utvalget antar at bestemmelsene, som i dag, kan gis anvendelse på verdipapirforetak med hovedsete i andre EØS-land som yter investeringstjenester i Norge, jf. lovutkastet § 9-21 første ledd nr. 4.

Oppdragsoversikt

Utvalget foreslår i utredningen pkt. 4.8 å erstatte dagens § 9-7 første ledd med en ny § 9-11 første ledd bokstav g). Bakgrunnen for forslaget er MiFID art. 13 nr. 6. Det legges til grunn at det ikke er adgang til å videreføre den norske bestemmelsen på verdipapirforetak fra annet EØS-land. Utvalget legger til grunn at forskrift av 26. september 1996 nr. 950 om oppgave over mottatte og utførte oppdrag heller ikke kan videreføres for slike foretak.

Lydopptak og oppbevaring av lydopptak mv.

Gjeldende vphl. § 9-7 annet ledd om hjemmel til å fastsette regler om å foreta og oppbevare lydopptak og annen dokumentasjon ved yting av investeringstjenester mv. gjelder for filialer i Norge av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat. Bestemmelse foreslås videreført, jf. lovutkastet § 10-21. Med hjemmel i vphl. § 9-7 annet ledd har departementet fastsatt forskrift av 7. november 2003 nr. 1322 om verdipapirforetaks plikt til å foreta lydopptak av mottatte oppdrag og til oppbevaring av dokumentasjon vedrørende ordremottak. I Ot.prp. nr. 68 (2002-2003) kapittel 16 drøftet departementet reglenes anvendelse for utenlandske foretak og uttalte blant annet følgende om dette:

> «Et særlig spørsmål er i hvilken grad utenlandske verdipapirforetak vil omfattes av reglene om lydopptak mv. Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat er, etter gjeldende regler i vphl. § 7-9 første ledd nr. 5, underlagt bestemmelsene i kapittel 9 , med unntak av § 9-1 første og femte ledd. Departementet viser til at lydopptak mv. etter omstendighetene vil kunne utgjøre et viktig hjelpemiddel ved undersøkelser av for eksempel mulig innsidehandel, markedsmisbruk eller brudd på egenhandelsreglene. Adferdsreglene i verdipapirhandelloven gjelder i prinsippet enhver i det norske markedet, herunder verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat. Etter departementets syn bør derfor reglene om lydopptak mv. også omfatte norske filialer av slike verdipapirforetak. En slik løsning antas å være i tråd med investeringstjenestedirektivet art. 10 og 11 , som regulerer kompetanseforholdet mellom hjemstat og vertstat. Det foreslås imidlertid å avgrense mot verdipapirforetak som ikke er etablert i Norge, og som kun yter grensekryssende tjenester inn i Norge, jf. også tilsvarende avgrensning i egenhandelsregelverket. Det foreslås endringer i vphl. § 7-9 første ledd nr. 5 i tråd med dette. For verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS skal reglene gjelde fullt ut. Det foreslås derfor ingen endringer i vphl. § 7-9 annet ledd . Det vises for øvrig til at Kongen kan gjøre unntak fra vphl. § 7-9 der virksomheten er begrenset eller der foretakets virksomhet er regulert av tilsvarende bestemmelser fastsatt av myndighetene i foretakets hjemstat.»

Utvalget viser til at reglene om lydopptaks anvendelse for filial av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat ble drøftet i forbindelse med innføringen av forskriftshjemmelen. Utvalget slutter seg til vurderingen av at lydopptak mv. etter omstendighetene vil kunne utgjøre et viktig hjelpemiddel ved undersøkelser av for eksempel mulig innsidehandel, markedsmisbruk eller brudd på egenhandelsreglene. Adferdsreglene i verdipapirhandelloven gjelder i prinsippet enhver i det norske markedet, herunder verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat. Utvalget legger til grunn at direktivet ikke tilsier endringer på dette punktet. Så vidt utvalget er kjent med vil også Sverige videreføre kravet om lydopptak for filialer av verdipapirforetak fra andre EØS-land.

For å oppsummere legger utvalget til grunn at dagens §§ 2a-1 til 2a-6 (for så vidt gjelder ansatte i filial), 8-4, 8-5 fjerde ledd, 8-7, 8-8, 9-5, 9-6 og 9-7

annet ledd (for så vidt gjelder filialer) kan gis anvendelse på verdipapirforetak fra andre EØS-land som yter investeringstjenester i Norge. I tillegg vil de norske gjennomføringsbestemmelsene til:

- art. 19 (god forretningskikk)
- art. 21-22 («best execution» og håndtering av kundeordre)
- art. 25 (rapportering av handler)
- art. 27 (offentliggjøring av opplysninger på forhånd)
- art. 28 (handelsinformasjon fra MHF), og
- tiltak som vedtas i medhold av disse artiklene

gjelde for *filialer* av EØS-verdipapirforetak som driver virksomhet i Norge, jf. art. 32 nr. 7. Det vises til lovutkastet § 9-21 første ledd.

5.2 Adgang til markeder

5.2.1 EØS-rett

Etter art. 33 skal verdipapirforetak fra andre medlemsstater som har tillatelse til utførelse av ordre på vegne av kunder, eller til å drive egenhandel, sikres tilgang til regulerte markeder etablert i andre medlemsstater direkte gjennom filial i vertstatene eller som fjernmedlemmer. Fjernmedlemskap forutsetter at det regulerte markedet ikke er konstruert slik at det krever fysisk tilstedeværelse for at transaksjoner skal kunne gjennomføres. Medlemsstatene kan ikke pålegge verdipapirforetak som benytter seg av rettighetene i art. 33 nr.1 ytterligere lovregler eller administrative krav, for så vidt gjelder forhold som faller inn under direktivet, jf. art. 33 nr. 2. Tilsvarende regler fremgår av ISD art. 15.

5.2.2 Norsk rett

Det følger av børsloven § 5-4 tredje ledd at børs skal gi foretak med hovedkontor i annen EØS-stat som i sin hjemstat har tillatelse til å yte investeringstjenester, som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr. 1 til 4, adgang til å delta i handel og kursnotering på like vilkår som andre børsmedlemmer.

5.2.3 Utvalgets vurdering

MiFID art. 33 er i det vesentligste en videreføring av ISD art. 15, som er gjennomført ved børsloven § 5-4. Bestemmelsen åpner for fjernmedlemskap ved at børs skal gi verdipapirforetak med hovedkontor i annen EØS-stat adgang til å delta i handelen og kursnotering på like vilkår som andre børsmedlemmer, jf. Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) pkt. 8.2.8.4. Utvalget foreslår at denne bestemmelsen videreføres som lov om regulerte markeder (børsloven) ny § 2-23 femte ledd. Etter forslaget vil plikten gjelde generelt for regulerte markeder, herunder børser, jf. utredningen kapittel 6. Utvalget legger med dette til grunn at MiFID art. 33 er tilstrekkelig gjennomført i norsk rett.

5.3 Adgang til oppgjørssystemer mv.

5.3.1 EØS-rett

Etter MiFID art. 34 nr. 1 skal verdipapirforetak fra andre medlemsstater ha adgang til sentral motpart eller et clearing- og oppgjørssystem («central counter party, clearing and settlement system») i vertstaten på samme ikke-diskriminerende, transparente og objektige kriterier som gjelder for innenlandske deltakere. Medlemsstatene har ikke adgang til å begrense anvendelsen av slike fasiliteter til kun å omfatte clearing og oppgjør med transaksjoner i finansielle instrumenter som gjennomføres på et regulert marked eller en MHF på deres område. MiFID bygger på ISD art. 15 nr.1.

Ifølge MiFID art. 34 nr. 2 skal regulerte markeder gi alle medlemmer og deltakere rett til å velge oppgjørssystem for transaksjoner i finansielle instrumenter, under følgende forutsetninger;

> «(a) such links and arrangements between the designated settlement system and any other system or facility as are necessary to ensure the efficient and economic settlement of the transaction in question; and
>
> (b) agreement by the competent authority responsible for the supervision of the regulated market that technical conditions for settlement of transactions concluded on the regulated market through a settlement system other than that designated by the regulated market are such as to allow the smooth and orderly functioning of financial markets.«

Vurderingen som den kompetente myndighet for det regulerte markedet foretar, foregriper ikke de nasjonale sentralbankers rolle som overvåkere av oppgjørsvirksomhet eller eventuelt andre tilsynsmyndigheter som har en rolle i denne forbindelse, jf. art. 34 nr. 2 annet ledd. Den kompetente myndighet skal ta hensyn til den overvåkingen/tilsynet som disse institusjonene utfører, for å hindre unødvendig overlapping av kontroll.

Operatører av sentrale motparter, clearing- eller oppgjørssystemer skal fremdeles ha adgang til å nekte og yte tjenester på grunn av forretningsmessige forhold, jf. art. 34 nr. 3.

Regler om sentral motpart eller et clearing- og oppgjørssystem for MHF

Etter direktivet art. 35 nr. 1 kan en medlemsstat ikke hindre et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en MHF å inngå hensiktsmessige avtaler («appropriate arrangements») med en sentral motpart eller et clearing- og oppgjørssystem («clearing house and a settlement system») i en annen medlemsstat, forutsatt at disse «arrangements» har til hensikt å sørge for clearing og/eller oppgjør av enkelte eller alle transaksjonene som er gjennomført av deltagerne i fasilitetens systemer. I følge art. 35 nr. 2 kan en kompetent myndighet motsette seg en slik clearing/oppgjørsfunksjon, forutsatt at det er nødvendig («demonstrably necessary») med tanke på å opprettholde «the orderly functioning» av fasiliteten, sett hen til reguleringen for oppgjørssystemer i art. 34 nr. 2. Følgende er presisert med hensyn til slike situasjoner, jf. annet ledd i nr. 2:

> «In order to avoid undue duplication of control, the competent authority shall take into account the oversight/supervision of the clearing and settlement system already exercised by the national central banks as overseers of clearing and settlement systems or by other supervisory authorities with a competence in such systems.»

Den kompetente myndigheten skal ta hensyn til sentralbankenes tilsyn med clearing- og oppgjørsfunksjonen, eventuelt andre tilsynsmyndigheter som har en rolle i denne forbindelse.

5.3.2 Norsk rett

Med oppgjørsvirksomhet (clearing) menes yrkesmessig virksomhet som består i å tre inn som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder handel med finansielle instrumenter som nevnt i vphl. § 1-2 annet ledd og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter, jf. vphl. § 1-5. Det er fastsatt nærmere vilkår for å drive oppgjørsvirksomhet mv. i vphl. kapittel 6. Det følger av vphl. § 6-6 at deltakelse i oppgjørsordning på vegne av kunder kan bare forestås av verdipapirforetak eller kredittinstitusjon.

Ifølge verdipapirregisterloven § 6-5 fastsetter verdipapirregisteret selv regler om organiseringen av registreringsvirksomheten, bruk av eksterne registerførere, adgang til å foreta registreringer direkte i registeret, krav til dokumentasjon av identitet og fullmaktsforhold. Reglene skal godkjennes av Kredittilsynet, jf. verdipapirregisterloven § 1-2.

Norsk rett har ingen særskilte regler om MHF eller tilsvarende systemer.

Clearing- og oppgjørsfunksjonene i det norske markedet utføres av NOS Clearing ASA, Verdipapirsentralen ASA og Norges Bank.

5.3.3 Utvalgets vurdering

MiFID art. 34 er, med unntak av regulering av MHF, i stor grad en videreføring av ISD art. 15 nr. 1, som er gjennomført i norsk rett ved vphl. § 6-6. Etter vphl. § 6-6 vil foretak med hovedsete i annen EØS-stat ha rett til å bli medlemmer av eller tiltre clearing- og oppgjørssystemer i Norge, for så vidt gjelder de investeringstjenester de yter i Norge. Tilsvarende gjelder adgang til de oppgjørssystemer som forestås av Verdipapirsentralen og Norges Bank. Det vises til omtale i NOU 1996: 2 pkt. 15.5.6.6 der det blant annet uttales:

> «Etter utvalgets syn bør det være opp til oppgjørssentralen å vurdere om det skal stilles særskilte krav for at verdipapirforetak skal kunne delta i oppgjørsordningen. Det vises imidlertid til at det følger av ISD art. 15 at investeringsforetak med hovedsete i EØS-land skal gis rett til å bli medlemmer av eller tiltre nasjonale clearing- og oppgjørssystemer. Utvalget legger til grunn at foretak med tillatelse til å drive virksomhet som oppgjørssentral ikke på bakgrunn av nasjonalitet kan nekte verdipapirforetak som etter vphl. kan yte investeringstjenester i Norge, adgang til oppgjørsordningen.»

Departementet la i likhet med verdipapirhandellovutvalget til grunn at oppgjørssentralen i utgangspunktet ikke kan forskjellsbehandle investorer på grunnlag av nasjonalitet, jf. EØS-avtalens art. 4, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-96) pkt. 11.2.5.4.

Utvalget kan ikke se at gjeldende rett inneholder begrensning med hensyn til foretak eller personer som kan inngå kontraktsforhold og kundeforhold med oppgjørssentralen. Utvalget legger etter dette til grunn at MiFID art. 34 på dette punktet er tilstrekkelig gjennomført i norsk rett, og foreslår ingen endringer. Det vises til lovutkastet kapittel 13 om oppgjørssentral som videreforer gjeldende vphl. kapittel 6.

Norsk rett inneholder ingen regulering av tilgangen til clearing- og oppgjørssystemer for en MHF. Etter art. 35 nr. 1 skal et norsk verdipapirforetak eller regulert marked som driver en MHF ha adgang til å inngå avtale med en oppgjørssentral i et annet EØS-land. Utvalget kan i utgangspunktet ikke se at denne adgangen bør begrenses, og foreslår derfor ingen lovbestemmelse. Utvalget antar at det i fremtiden vil kunne være behov for å regulere norske verdipapirforetak eller regulerte mar-

keders adgang til utenlandske oppgjørs- og clearingsystemer. Utvalget foreslår derfor forskriftshjemmel for nærmere regler om dette. En slik forskrift vil i utgangspunktet måtte ligge innenfor rammene av art. 35 nr. 2 (jf. «demonstrably necessary in order to maintain the orderly function of that MTF»). Det vises til lovutkastet § 13-6 annet ledd.

5.4 Forholdet til tredjeland og verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området

5.4.1 Verdipapirhandellovens anvendelse for verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området

5.4.1.1 EØS-rett

Forholdet mellom EØS-tillatelse og filialer av verdipapirforetak med tillatelse i tredjeland omtales slik i fortalen pkt. 28:

> «The procedures for the authorisation, within the Community, of branches of investment firms authorised in third countries should continue to apply to such firms. Those branches should not enjoy the freedom to provide services under the second paragraph of Article 49 of the Treaty or the right of establishment in Member States other than those in which they are established. In view of cases where the Community is not bound by any bilateral or multilateral obligations it is appropriate to provide for a procedure intended to ensure that Community investment firms receive reciprocal treatment in the third countries concerned.«

5.4.1.2 Norsk rett

Utenlandske foretak med hovedkontor utenfor EØS-området

Det følger av vphl. § 7-8 første ledd at utenlandske foretak med hovedkontor utenfor EØS-området kan gis tillatelse til å yte investeringstjenester i Norge. Slik tillatelse kan gis ved filialetablering. I særlige tilfelle kan slike foretak gis tillatelse til å yte tjenester i Norge direkte fra forretningssted utenfor EØS. For søknad om tillatelse fra slike foretak, gjelder § 7-3 første og annet ledd (om innholdet i søknaden) tilsvarende, jf. vphl. § 7-8 siste ledd.

Etter vphl. § 7-8 annet ledd kan slike foretak gis tillatelse til å yte tilknyttede tjenester etter § 8-1 dersom det kan drive tilsvarende virksomhet i sin hjemstat. Tillatelse etter første og annet ledd kan kun gis foretak som har tillatelse til å yte investeringstjenester og er underlagt betryggende tilsyn i hjemstaten, jf. vphl. § 7-8 tredje ledd.

For verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området og tillatelse etter vphl. § 7-8 gjelder alle bestemmelsene i verdipapirhandelloven, med unntak av:

1. § 7-4 dersom dette er bestemt av Kredittilsynet og tilvarende regler følger av hjemlandets rett,
2. §§ 7-5 annet og tredje ledd, 7-6 og 7-7 samt kapittel 13
3. kapittel 12 dersom dette er bestemt av Kredittilsynet på bakgrunn av tilsynsavtale med hjemstatens myndigheter.

Det fremgår av vphl. § 7-9 tredje ledd at Kongen kan gjøre unntak fra denne paragraf der virksomheten er begrenset eller der foretakets virksomhet er regulert av tilsvarende bestemmelser fastsatt av myndighetene i foretakets hjemstat. Kompetansen er delegert til Kredittilsynet.

5.4.1.3 Utvalgets vurdering

Utvalget legger til grunn at MiFID ikke setter begrensninger for norsk regulering av verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området. Det vises til vurderingen av adgangen for utenlandske foretak med hovedkontor utenfor EØS-området til etablering i Norge i NOU 1995: 1 pkt. 4.4.9 (s. 71-72). Utvalget mener det fortsatt bør kreves tillatelse for at verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området skal kunne yte investeringstjenester i Norge og foreslår å videreføre krav til slik tillatelse, jf. lovutkastet § 9-20, som viderefører gjeldende vphl. § 7-8.

Utvalget legger i likhet med gjeldende rett til grunn at filialer av verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området med enkelte unntak skal følge samme regulering som norske foretak for sin virksomhet i Norge, jf. gjeldende vphl. § 7-9 annet ledd, og omtale i NOU 1995: 1 pkt. 5.4.12 (s. 97 flg). Lovteknisk sett foreslår utvalget å videreføre løsningen med å liste opp hvilke bestemmelser i vphl. som skal gjelde for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat, jf. lovutkastet § 9-21 annet ledd.

5.4.2 Underretning om vanskeligheter mht. tredjeland

5.4.2.1 EØS-rett

Det fremgår av MiFID art. 15.1 at medlemsstatene skal underrette Kommisjonen om alle generelle vanskeligheter som deres verdipapirforetak møter

i forbindelse med etablering og utøvelse av investeringstjenester i et tredje land. I art. 15.2 og 15.3 gis Kommisjonen kompetanse til å iverksette forhandlingstiltak dersom verdipapirforetak fra EØS-området ikke får lik markedsadgang eller samme konkurransevilkår som innenlandske selskaper i tredjeland. Bestemmelsene angir videre Kommisjonens kompetanse til og prosedyrer for forhandlinger og tiltak. Ifølge art. 15.4 skal medlemsstatene på forespørsel fra Kommisjonen rapportere om enhver søknad om tillatelse til direkte eller indirekte datterselskap av morselskap som faller inn under det aktuelle tredjelandets lovgivning, og opplysninger som de får forelagt i tråd med art. 10 nr. 3 om et morselskaps erverv av kapitalandeler i et verdipapirforetak i EØS-området som medfører at verdipapirforetaket blir et datterselskap av. Rapporteringsplikten bortfaller når det er inngått avtale med det aktuelle tredjeland, og når det ikke lenger treffes tiltak som nevnt i art. 15.3 annet og tredje ledd.

MiFID art. 15 er en videreføring av ISD art. 7. MiFID art. 15 gjelder for Norge med de tilpasninger som følger av EØS-avtalen vedlegg IX pkt. 30ca. Tilpasningene sikrer blant annet at Norge får ta del i informasjonsutvekslingen som beskrevet i art. 15.1 og 15.4, at det skal holdes samråd om saker nevnt i art. 15.2 og 15.3 i EØS-komiteen, og at Fellesskapet i forhandlinger med tredjestat for å oppnå nasjonal behandling og reell markedsadgang for Fellesskapets investeringsforetak, skal søke å oppnå samme behandling for EFTA-statenes investeringsforetak. Tilsvarende tilpasninger gjaldt i forhold til ISD art. 7.

5.4.2.2 Utvalgets vurdering

Etter utvalgets oppfatning regulerer MiFID art. 15 utelukkende forholdet mellom norske myndigheter og Kommisjonen. Utvalget anser det derfor ikke hensiktsmessig å innta særlige regler om dette i verdipapirhandelloven.

Kapittel 6
Regulerte markeder – regulering og organisering

6.1 Regulering

6.1.1 EØS-rett

Direktivet har i del 3, artiklene 36 til 47, bestemmelser om regulerte markeder. Det skal i medhold av art. 40, 44 og 45 fastsettes utfyllende nivå-2 regler av EU-kommisjonen, jf. omtalen i kapittel 7. Direktivets del 3 utgjør en utvidelse i forhold til reguleringen av regulerte markeder i ISD, jf. dens art. 20 og 21.

En rekke EU-direktiver på verdipapirområdet gjelder bare for omsetning av finansielle instrumenter på regulerte markeder, for eksempel direktiv 2003/6/EF om markedsmisbruk, direktiv 2003/71/EF om prospekter og 2004/109/EF om gjennomsiktighet/rapportering. Sistnevnte direktiv er omhandlet i utredningen del 2.

For regulerte markeder der omsettelige verdipapirer opptas til «offisiell notering på fondsbørs», gjelder direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet), jf. pkt. 6.2.1. For slike regulerte markeder gjelder derved både MiFID del 3 og opptaksdirektivet. [1] Reglene i opptaksdirektivet og MiFID del 3 er delvis overlappende, men opptaksdirektivet er mer detaljert blant annet med tanke på opptaksvilkårene. Det vises til omtalen av forslaget til ny § 3-3 i kapittel 7. For regulerte markeder for øvrig (dvs. de som ikke er «official stock exchange») gjelder bare MiFID del 3.

6.1.2 Norsk rett

Børsloven regulerer virksomhet som børs og autorisert markedsplass, jf. lovens del 1. Det er fastsatt fire forskrifter i medhold av børsloven:

- børsforskriften av 17. januar 1994 nr. 30
- forskrift om markedsovervåkning av 30. mars 2001 nr. 319
- forskrift om habilitetskrav for ansatte ved børsen mv. av 30. mars 2001 nr. 324
- forskrift om unntak fra børsers og autoriserte markedsplassers taushetsplikt av 30. mars 2001 nr. 325

Det er i tillegg gitt regler om internkontroll i forskrift av 20. juni 1997 nr. 1057. Denne forskriften er fastsatt i medhold av kredittilsynsloven § 4 og børsloven § 3-4. Børsloven og børsforskriften gjennomfører som utgangspunkt ISDs regler om regulerte markeder og direktiv 2001/34/EF i norsk rett (opptaksdirektivet), jf. NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 12.2.3.

6.1.3 Utvalgets vurderinger

6.1.3.1 Lovmessig plassering av gjennomføringsreglene

Direktivets bestemmelser om regulerte markeder må gjennomføres i norsk rett. Det foreligger etter utvalgets vurdering to realistiske alternativer med hensyn til den lovmessige plasseringen av gjennomføringsreglene. Direktivets bestemmelser kan for det første inntas i børsloven. Med dette vil dagens skille mellom børs- og verdipapirhandellov opprettholdes. Det andre alternativet er å innta reguleringen av børser og andre regulerte markeder i samme lov som MiFIDs øvrige regler, dvs. verdipapirhandelloven. Børsloven vil ved en slik tilnærming oppheves.

Utvalget antar at én lov med all børs- og verdipapirmarkedsregulering vil kunne bli uhensiktsmessig omfattende. Etter utvalgets syn bør børsloven derfor videreføres. All den tid børser er en type regulerte markeder foreslår utvalget imidlertid at børslovens navn endres til lov om regulerte markeder. I det følgende omtales loven for enkelhets skyld som «børsloven».

6.1.3.2 Systematikk ved gjennomføringen av direktivets del 3

Børsloven inneholder i dag regler om virksomhet som børs og autorisert markedsplass. Loven er delt i fire deler:

- Del 1. Innledende bestemmelser
- Del 2. Børs
- Del 3. Autoriserte markedsplasser
- Del 4. Fellesbestemmelser

[1] Som vil si verdipapirbørs, altså Oslo Børs, i Norge.

Del 1 inneholder regler om virkeområde, tillatelse mv. I lovens del 3 (om autoriserte markedsplasser) vises det i stor grad til reguleringen i del 2 (om børser), jf. § 6-8. I tillegg innholder del 3 enkelte særregler for autoriserte markedsplasser. Den fullstendige reguleringen for autoriserte markedsplasser fremkommer derved når en sammenholder del 2 og 3. I del 4 er det gitt fellesregler for børser og autoriserte markedsplasser om tilsyn, klage, sanksjoner mv.

Utvalget har vurdert hvordan direktivets del 3 systematisk bør gjennomføres i norsk rett. Et alternativ er å videreføre børslovens system. En annen tilnæring er å gi fellesregler for begge typer regulerte markeder (dvs. børser og autoriserte markedsplasser) først, og til slutt i børsloven innta særbestemmelsene for børser etter følgende mønster:

- Del 1. Innledende bestemmelser
- Del 2. Fellesregler for begge typer regulerte markeder
- Del 3. Tilleggs/spesialregler for børser
- Del 4. Tilsyn og sanksjoner (fellesbestemmelser)

Fellesreglene i del 2 vil, foruten gjennomføringsbestemmelsene, inneholde dagens regler for børser og autoriserte markedsplasser som synes hensiktsmessig å videreføre. Tilsvarende vil del 3 om børser inneholde gjeldende regler som det synes hensiktsmessig å videreføre, samt bestemmelsene som gjennomfører direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet).[2]

Det er etter utvalgets syn flere fordeler med sistnevnte tilnærming. For det første vil reguleringen av regulerte markeder fremstå som mer ryddig, blant annet ved at bestemmelsene i del 2 som utgangspunkt også vil gjelde for børser. Børslovens utgangspunkt er det motsatte, jf. § 6-8. Videre vil en ved gjennomføringen kunne benytte seg av direktivets systematikk i større grad, noe som kan være en fordel når nivå-2 reguleringen skal gjennomføres, trolig i det vesentligste i forskrift.

6.1.3.3 Forskrifter gitt i medhold av børsloven

Utvalget legger til grunn at forskriftene gitt i medhold av børsloven videreføres. På bakgrunn av EU-kommisjonens nivå-2 regler og andre direktiver (særlig transparencydirektivet, jf. utredningen del 2) vil det i nødvendig grad måtte foretas endringer (herunder navneendringer) i disse på et senere tidspunkt. Det vil i denne forbindelse særlig måtte foretas endringer i børsforskriften.

6.2 Definisjon, virkeområde og tillatelse

6.2.1 EØS-rett

Etter MiFID art. 36 nr. 1 skal medlemslandene forbeholde tillatelse som regulert marked til systemer som etterkommer vilkårene i direktivets del 3:

> «1. Member States shall reserve authorisation as a regulated market to those systems which comply with the provisions of this Title.»

Bestemmelsen stiller krav om tillatelse i nasjonal rett for utøvelse av virksomhet som regulert marked. Definisjonen av et regulert marked følger av art. 4 nr. 1 pkt. 14:

> «Regulated market» means a multilateral system operated and/or managed by a market operator, which brings together or facilitates the bringing together of multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with its non-discretionary rules - in a way that results in a contract, in respect of the financial instruments admitted to trading under its rules and/or systems, and which is authorised and functions regularly and in accordance with the provisions of Title III;»

Et regulert marked er etter definisjonen et multilateralt system for matching av kjøps- og salgsinteresser for finansielle instrumenter. Etter fortalen skal «buying and selling interest» forstås vidt, jf. pkt. 6. Begrepet «system» er utdypet i fortalen til direktivet, jf. samme referanse:

> «The term «system» encompasses all those markets that are composed of a set of rules and a trading platform as well as those that only function on the basis of a set of rules.»

Etter definisjonen i art. 4 nr. 1 pkt. 14 skal ordrematchingen på et regulert marked skje «in the system» og «in accordance with its non-discretionary rules». Begrepene er utdypet i fortalen pkt. 6 (det som er sagt om MHF gjelder tilsvarende for regulert marked):

> «The requirement that the interests be brought together in the system by means of non-discretionary rules set by the system operator means that they are brought together under the system's rules or by means of the system's protocols or internal operating procedures (inclu-

[2] Ved vurderingen av hva som er hensiktsmessig i denne forbindelse har det rimeligvis blitt lagt stor vekt på utvalgets mandat. Utvalget er i utgangspunktet bedt om å foreslå tiltak for å gjennomføre direktivet, jf. utredningen kapittel 1.

ding procedures embodied in computer software). The term «non-discretionary rules» means that these rules leave the investment firm operating an MTF with no discretion as to how interests may interact. The definitions require that interests be brought together in such a way as to result in a contract, meaning that execution takes place under the system's rules or by means of the system's protocols or internal operating procedures.»

Det er etter direktivet ikke noe krav om at det regulerte markedet driver systemet for ordrematching, jf. fortalen pkt. 6. Et regulert markeds ordrematchingssystem skal være multilateralt, noe som betyr at bilaterale ordninger faller utenfor, jf. fortalen pkt. 6:

«The definitions should exclude bilateral systems where an investment firm enters into every trade on own account and not as a riskless counterparty interposed between the buyer and seller.»

Definisjonen av regulert marked er relativt lik definisjonen av MHF, jf. pkt. 6.2.3.1. På et regulert marked vil likevel finansielle instrumenter være «admitted to trading», jf. definisjonen og art. 40 omtalt i kapittel 7. Omsetningen på et regulert marked skal videre fungere regelmessig. Det fastsettes derved en nedre grense for leilighetsvis markedsplassvirksomhet, for eksempel enkeltauksjoner. Det vises til pkt. 6.2.3.1 for en nærmere drøftelse av begrepene «regulert marked» og «MHF».

Etter MiFID skilles det mellom markedsoperatør og regulert marked, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 13 og 14. En markedsoperatør er en person/personer som «manages and/or operates the business of a regulated market». Det er presisert at denne/disse personene kan være det regulerte markedet, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 13. Dersom markedsoperatøren og det regulerte markedet er to atskilte juridiske personer, skal det i nasjonal rett fastsettes regler om ansvaret til henholdsvis markedsoperatøren og det regulerte markedet når det gjelder etterlevelse av direktivets bestemmelser, jf. 36 nr. 1 tredje ledd. Medlemsstatene skal etter art. 36 nr. 3 første ledd sikre at en markedsoperatør er ansvarlig for at sitt/sine regulerte marked/er etterlever sine forpliktelser. Rettighetene som tilkommer operatøren skal videre kunne utøves av denne, jf. annet ledd.

Det er ved MiFID ikke gjort endringer i direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) som etter vedtagelsen av direktiv 2004/109/EF (transparency), gjelder «official stock exchange listing», jf. fortalen pkt. 57 første setning:[3] [4]

«The provisions of this Directive concerning the admission of instruments to trading under the rules enforced by the regulated market should be without prejudice to the application of Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities(14).»

Regulerte markeder er etter MiFID underlagt tilsyn. Tillatelse som regulert marked skal etter art. 36 nr. 1 annet ledd kun gis der den kompetente tilsynsmyndigheten er tilfreds («satisfied») med hensyn til at markedsoperatøren og systemene til det regulerte markedet i det minste er i overensstemmelse med kravene i direktivets del 3. Vilkårene i del 3 er minimumskrav for så vidt gjelder utstederforetakets forpliktelser vis-à-vis et regulert marked, jf. kapittel 7 og fortalens pkt. 57 annen setning:

«A regulated market should not be prevented from applying more demanding requirements in respect of the issuers of securities or instruments which it is considering for admission to trading than are imposed pursuant to this Directive.»

Markedsoperatøren/det regulerte markedet skal gi tilsynsmyndigheten all relevant informasjon som er nødvendig for å avgjøre om konsesjon skal gis, jf. art. 36 nr. 1 fjerde ledd:

«The operator of the regulated market shall provide all information, including a programme of operations setting out inter alia the types of business envisaged and the organisational structure, necessary to enable the competent authority to satisfy itself that the regulated market has established, at the time of initial authorisation, all the necessary arrangements to meet its obligations under the provisions of this Title.»

I følge art. 36 nr. 2 skal medlemsstatene kreve at markedsoperatøren/det regulerte markedet,

[3] Direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) er omtalt i bl.a. NOU 1999: 3 pkt. 12.2.3. Bestemmelsene gjelder opptak til notering av verdipapirer på «stock exchange», men dette begrepet er ikke nærmere definert, jf. art. 2 nr. 1. Kravene til opptak som følger av art. 42 flg. er gjennomført i norsk rett ved børsloven § 5-6 og børsforskriften, jf. pkt. 6.1.2.

[4] I NOU 1999: 3 (børsloven) omtales forskjellen mellom «fondsbørs» og «regulert marked» slik på side 228: «EU-direktivene sondrer mellom fondsbørser (Stock Exchanges) og det videre begrepet «regulert marked». Sistnevnte begrep er definert i investeringstjenestedirektivet (ISD) Det er ingen egentlig definisjon av «fondsbørser». Avgrensningen antas å måtte knyttes til faktisk navnebruk, om verdipapirene er opptatt til «offisiell notering», og om børsdirektivene rent faktisk er ansett å få anvendelse.»

utfører de oppgaver som er forbundet med dets organisering og drift under den kompetente myndighetens tilsyn, jf. første punktum. Videre skal medlemsstatene kreve at tilsynsmyndigheten jevnlig vurderer/kontrollerer etterlevelsen av bestemmelsene som gjennomfører direktivets del 3, samt at vilkårene for den opprinnelige tillatelsen blir overholdt, jf. annet og tredje punktum.

Etter direktivet art. 36 nr. 4 skal norsk rett gjelde for omsetningen på «norske» regulerte markeder, hensyntatt lovvalgsreglene som følger av direktiv 2003/6/EF (markedsmisbruksdirektivet), jf. vphl. dagens § 2-1.

Det er i art. 36 nr. 5 gitt regler om tilbakekall av tillatelse. Bestemmelsen tilsvarer langt på vei art. 8 som gjelder for verdipapirforetak. Art. 36 nr. 5 lyder:

> «The competent authority may withdraw the authorisation issued to a regulated market where it:
> (a) does not make use of the authorisation within 12 months, expressly renounces the authorisation or has not operated for the preceding six months, unless the Member State concerned has provided for authorisation to lapse in such cases;
> (b) has obtained the authorisation by making false statements or by any other irregular means;
> (c) no longer meets the conditions under which authorisation was granted;
> (d) has seriously and systematically infringed the provisions adopted pursuant to this Directive;
> (e) falls within any of the cases where national law provides for withdrawal.»

Det er, som det fremgår, anledning til å fastsette andre bortfallsgrunner i nasjonal rett, jf. bokstav e).

Etter art. 47 skal en medlemsstat nedtegne (og oppdatere) en liste over de regulerte markeder som den er hjemland for. Listen skal sendes til andre medlemsland og kommisjonen. Minst en gang i året vil kommisjonen offentliggjøre en liste over alle regulerte markeder i EØS-området i Den Europeiske Unions Tidende. En tilsvarende plikt fulgte av ISD.

MiFID del 3 inneholder ikke særskilte regler om grenseoverskridende virksomhet, jf. art. 31 flg. som gjelder for verdipapirforetak. Dette innebærer at det er de alminnelige EØS-reglene om diskriminering, etableringsrett mv. som gjelder for regulerte markeder og markedsoperatører.

6.2.2 Norsk rett

Med «regulert marked» menes etter norsk rett foretak med tillatelse som børs eller autorisert markedsplass, jf. børsloven § 2-1 fjerde ledd. Det nærmere innholdet i begrepet «regulert marked» er ikke definert i børsloven eller vphl. (jf. dog vphl. § 2-1 tredje ledd siste punktum som viser til ISD art. 1 nr. 13, samt verdipapirfondloven § 4-6). Inntil vedtagelsen av børsloven inneholdt vphl. § 1-3 en definisjon av regulert marked som tilsvarte ISD art. 1 nr. 13. Denne ble erstattet av definisjonene av hhv. børs og autorisert markedsplass i børsloven.[5]

Den nærmere reguleringen av børser og autoriserte markedsplasser følger av børsloven med forskrifter. Formålet til børsloven er å legge til rette for «effektive, velordnede og tillitsvekkende markeder for finansielle instrumenter», jf. § 1-1. Loven gjelder for virksomhet som børs eller autorisert markedsplass i Norge, herunder slik virksomhet som drives i utlandet gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet, jf. § 1-2.

Børs og autorisert markedsplass er definert i børsloven § 1-3:

> «Med autorisert markedsplass menes foretak som organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter.
> Med børs menes foretak som organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering og opptak av finansielle instrumenter til børsnotering i overensstemmelse med kravene i § 5-6 med forskrifter.»

Kravene til kursnotering og opptak av finansielle instrumenter til notering følger av børsloven §§ § 5-3 og 5-6, samt børsforskriften, jf. kapittel 7. Det nærmere innholdet av definisjonen av «børs» og «autorisert markedsplass» er drøftet i NOU 1999: 3 (børsloven) kapittel 16 og 22.

Etter børsloven § 2-1 første ledd kreves det tillatelse fra departementet for å drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass. De nærmere kravene til søknaden fremkommer av § 2-2. Børs- og autorisert markedsplassvirksomhet kan kun drives av «foretak», nærmere bestemt allmennaksjeselskap, jf. §§ 3-1 og 6-1. Det er kun foretak med tillatelse etter børsloven som kan benytte betegnelsene «børs» og «autorisert markedsplass», jf. § 2-1 tredje ledd. Etter bestemmelsens fjerde ledd kan ikke foretak uten tillatelse som børs eller autorisert

[5] Jf. NOU 1999: 3 (børsloven) kapittel 16.

markedsplass, benytte betegnelsen «regulert marked», dersom dette er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har konsesjon etter børsloven.

Tillatelsen til å drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass kan trekkes tilbake etter bestemmelsen i børsloven § 2-3. Tilsyn med børs og autorisert markedsplass forestås av Kredittilsynet, jf. børsloven kapittel 8 og kredittilsynsloven § 1. Det vises til omtalen av tilsynsmyndigheten i kapittel 9.

Det er i børsloven § 2-4 gitt regler om sammenslåing og deling av børs mv. Etter bestemmelsens første ledd første punktum skal vedtak om fusjon/fisjon meldes «departementet minst tre måneder før vedtaket gjennomføres». Tilsvarende gjelder ved vesentlige avhendelser av børsens konsesjonspliktige virksomhet, jf. annet punktum. Kongen skal i tvilstilfeller avgjøre om en avhendelse omfatter en vesentlig del av virksomheten. Innen tre måneder fra den dag melding er mottatt, kan departementet nekte en sammenslåing, deling eller avhendelse, eventuelt sette vilkår for transaksjonen eller endre den konsesjon som foreligger, jf. fjerde punktum. Børsloven § 2-4 er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) kapittel 19.4.

Etter børsloven § 2-5 kreves tillatelse fra departementet der norsk børs eller autorisert markedsplass skal drive virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial, jf. § 1-2 annet ledd. Det vises til NOU 1999: 3 (børsloven) side 260.

6.2.3 Utvalgets vurderinger

6.2.3.1 Virkeområde

Direktivet har ingen eksplisitt regel om virkeområdet til bestemmelsene i del 3. Etter art. 36 nr. 1 skal hver medlemsstat forbeholde tillatelse som regulert marked til visse systemer. Det kan reises spørsmål om hva som ligger i direktivets vilkår på dette punktet. Trolig må det i nasjonal rett kunne oppstilles et krav om konsesjon slik som etter dagens børslov, jf. pkt. 6.2.3.3 under. Videre skal nasjonal rett gjelde for transaksjoner på regulerte markeder, jf. art. 36 nr. 4. Det synes derved klart at et medlemslands rett skal gjelde der landet er «home Member State». En medlemsstat vil være hjemstat for de foretak som har sitt vedtektsfestede sete/forretningskontor i staten. Utvalget antar på denne bakgrunn at børslovens virkeområde kan videreføres ved gjennomføringen av direktivet jf. lovutkastet § 1-2 første ledd:

> «Loven gjelder virksomhet som regulert marked, herunder børs, i Norge. Lovens del 3 gjelder kun for børser.»

I forslaget er det presisert at lovens del 3 kun kommer til anvendelse på børser. Utgangspunktet blir derved at børsloven gjelder for virksomhet som regulert marked i Norge, samt i utlandet gjennom filial eller datterselskap (jf. ny § 1-2 annet ledd om sistnevnte). For øvrig vil EØS-avtalens alminnelige bestemmelser om etableringsrett mv. gjelde for regulerte markeder i EØS-området (med de spesialreglene som gjelder for fjernmedlemskap, jf. kapittel 7).

6.2.3.2 Definisjonen av regulert marked

Utvalget foreslår at definisjonen av regulert marked i MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 14, gjennomføres i børsloven ny § 1-3 første ledd:

> «Med regulert marked menes foretak som organiserer eller driver et multilateralt system der det legges til rette for regelmessig omsetning og opptak til handel av finansielle instrumenter i samsvar med markedets ufravikelige regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter.»

Forslaget gjentar de vesentligste elementene av direktivets definisjon under hensyn til dagens terminologi i børsloven.

Etter forslaget til definisjon er et regulert marked et «foretak». Dette samsvarer med børsloven i dag hvorved børs og autorisert markedsplass er «foretak». Skillet mellom regulert marked og markedsoperatør bør etter utvalgets syn ikke innføres i norsk rett, jf. pkt. 6.2.3.4 under. Et regulert marked skal etter forslaget «organisere og drive et multilateralt system». Dette er i tråd med direktivets definisjon i art. 4 nr. 1 pkt. 14. Begrepet «system» skal etter pkt. 6 i fortalen til direktivet forstås vidt:

> «The term «system“ encompasses all those markets that are composed of a set of rules and a trading platform as well as those that only function on the basis of a set of rules.»

Det er etter definisjonen ikke noe krav om at det regulerte markedet driver handelssystemet som benyttes for å gjennomføre omsetningen. I handelssystemet skal kjøps- og salgsinteresser matches i rettslig bindende kontrakter, jf. pkt. 6 i fortalen:

> «The definitions require that interests be brought together in such a way as to result in a contract, meaning that execution takes place under the system's rules or by means of the system's protocols or internal operating procedures.»

Utvalget foreslår at regulerte markeder «organiserer eller driver» systemet for omsetning. Dette er en videreføring av gjeldende rett. Vilkåret er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 16.2.2.:

> «At lovutkastets definisjon av børsvirksomhet omfatter organisering eller drift av marked er ikke til hinder for at deler av virksomheten rent faktisk kan utføres av andre enn børsen på børsens vegne. En forutsetning for dette er at det er børsen som har kontroll over og ansvaret for også denne del av børsvirksomheten. For eksempel må en børs kunne engasjere andre foretak til å utføre teknisk driftsstøtte til handelssystemet, eller utarbeide rapporter om aksjeselskaper som søker notering på børsen. Noe krav om at børsen eier de handelssystem noteringene drives i, er det heller ikke så lenge den har avtaler som sikrer oppfyllelse av og kontroll med konsesjonsvilkårene.»

Når det gjelder kjøp og salg av finansielle instrumenter i regulerte markeders handelssystemer, foreslår utvalget at børslovens terminologi «legges til rette for» omsetning videreføres. Direktivet er på dette punktet noe mer utførlig, men rettslig sett antas det ikke å være noen forskjell. Etter definisjonen skal omsetningen være «regelmessig», jf. direktivets «functions regularly». Dette er også et vilkår etter gjeldende rett. All den tid det etter den norske definisjonen skal finne sted «omsetning», er det ikke nødvendig å innta direktivets vilkår om «third-party buying and selling interest».

Et regulert marked vil etter definisjonen ha opptaks- og handelsregler. Disse skal være ikkediskresjonære/ufravikelige, noe som blant annet betyr at en utsteder (eller annen person som søker om opptak til handel) tilfredsstiller søknadsvilkårene skal ha rett til opptak. Videre skal ordre som legges inn i systemet i tråd med handelsreglene, som utgangspunkt effektueres uten nærmere kontroll/innflytelse fra markedet. Dette betyr imidlertid ikke at et regulert marked er forhindret fra å ha opptaksregler med skjønnsmessige vilkår. Nærmere krav til opptaksreglene vil følge av børsloven med forskrifter, jf. art. 40. Et regulert markeds handelsregler vil som utgangspunkt fastsettes av markedet selv, jf. art. 39 bokstav d).

Utvalget foreslår at børsloven skal sondre mellom regulerte markeder og børser.[6] En børs vil alltid være et regulert marked, men et regulert marked vil ikke nødvendigvis være en børs. Den nærmere definisjonen av børs bør etter utvalgets vurdering lyde, jf. annet ledd i ny § 1-3:

> «Med børs menes regulert marked med tillatelse etter denne lovs § 3-1.»

Etter forslaget vil en børs være et regulert marked med tillatelse som børs i medhold av børsloven § 3-1. På bakgrunn av ovennevnte foreslår utvalget at dagens definisjon av børs utgår. Direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) gjelder for «official stock exchange» (oversatt «fondsbørs» i NOU 1999: 3 (børsloven)), dvs. for verdipapirbørs, noe som pr. i dag vil si Oslo Børs.[7] Utvalget antar at skillet mellom børser og andre regulerte markeder vil kunne tydeliggjøre dette.

Utvalget har vurdert, men ikke funnet grunn til å videreføre betegnelsen «autorisert markedsplass». Begrepet benyttes ikke i fellesskapsretten og ved gjennomføring av direktivet, taler gode grunner for å operere med regulerte marker på den ene siden og andre markeder (MHF, systematisk internalisere og uregulerte markeder) på den annen. Utvalget foreslår derfor at børsloven skal operere med begrepene «regulert marked» og «børs».

Etter forslaget til børsloven ny § 2-1 kan virksomhet som regulert marked bare drives etter tillatelse fra departementet, jf. dagens § 2-1. Det bør i verdipapirhandelloven vises til definisjonen av regulert marked ettersom en rekke av bestemmelsene i loven gjelder for omsetning på slik marked. Det vises til forslaget til ny § 2-4 i vphl.

6.2.3.3 Forskjellen mellom regulert marked og MHF

Et av målene med MiFID er å etablere felles minimumsregler for ulike typer «organiserte» markedsplasser. Det er i denne forbindelse viktig å anerkjenne en ny generasjon «organised trading systems alongside regulated markets», det vil si multilaterale handelsfasiliteter (MHF), jf. fortalens pkt. 5.

Definisjonene av regulert marked og MHF er relativt like, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 14 og 15. Bakgrunnen for dette er at regulerte markeder og MHF representerer den samme «organised trading functionality», jf. pkt. 6 i fortalen. I vphl. ny § 2-5 første ledd foreslår utvalget MHF definert som følger:

> «Med multilateral handelsfasilitet (MHF) menes et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter

[6] Dagens regulerte markeder er Oslo Børs og Nord Pool (som er børser) og IMAREX (som er autorisert markedsplass). Etter gjennomføringen av MiFID vil sistnevnte bli et regulert marked.

[7] Direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) gjelder ikke for Nord Pool ASA ettersom det her omsettes derivater.

i samsvar med ufravikelige regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter»

Definisjonen er omtalt i utredningen pkt. 8.1.3.1.

Både investeringstjenesten drift av MHF og virksomhet som regulert marked, vil kreve tillatelse, jf. forslag til vphl. § 9-1 og børsloven §§ 2-1 og 3-1. Et regulert marked vil derved skille seg fra en MHF ved at tillatelsen vil bli gitt i medhold av ulike regler, og ved at kravene som lovgiver stiller til virksomheten vil være forskjellige.

Etter forslaget til definisjon av henholdsvis regulert marked og MHF vil førstnevnte fungere «regelmessig». I tillegg vil et regulert marked ha regler om «opptak til handel av finansielle instrumenter». På den ene siden er det klart at en MHF ikke behøver å fungere regelmessig eller ha regler om opptak til handel. På den annen side oppstiller ikke direktivet noe forbud mot at en MHF oppfyller vilkårene. Utvalget antar på denne bakgrunn at en MHF kan bedrive den samme virksomheten som et regulert marked. Rettsvirkningene av å inneha den ene eller den andre tillatelsen, vil derimot være ulik. Det vises til omtale i utredningen pkt. 8.1.3.2.

Etter direktivet art. 36 nr. 1 skal medlemsstatene «reserve authorisation as a regulated market to those systems which comply with the provisions of this Title». Den danske versjonen av art. 36 nr. 1 lyder

«1. Medlemsstaterne meddeler alene de systemer på deres område, som opfylder bestemmelserne i dette afsnit, tilladelse til at udøve virksomhed som et reguleret marked.»

Art. 36 nr. 1, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 16, innebærer at et system/foretak som bedriver virksomhet som regulert marked, må ha tillatelse som sådan. Bestemmelsen er foreslått gjennomført i børsloven ny § 2-1 første ledd. Art. 36 nr. 1 og børsloven ny § 2-1 første ledd kan imidlertid ikke leses som et forbud for MHF til å drive samme virksomheten som et regulert marked. Den som driver MHF vil imidlertid ikke gis tillatelse som regulert marked uten å søke om konsesjon etter børsloven.

6.2.3.4 Skillet mellom markedsoperatør og regulert marked

MiFID opererer med et skille mellom markedsoperatør og regulert marked, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 13 og 14. Norsk rett inneholder ikke tilsvarende sondring, jf. børsloven § 1-3. Direktivet krever ikke at det innføres et skille mellom markedsoperatør og regulert marked, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 13. Utvalget ser ikke behov for å endre gjeldende rett på dette punktet. Dagens ordning er enkel og synes å ha fungert godt i praksis. Med dette vil et regulert marked være et multilateralt system organisert eller drevet av et «foretak», jf. forslaget til ny § 1-3. En børs vil tilsvarende være et regulert marked med særskilt tillatelse som børs. Det presiseres at en eier (holdingselskap) til en børs eller et regulert marked, ikke kan anses som en markedsoperatør etter MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 13. All den tid gjeldende markedsforhold kan endre seg, foreslår imidlertid utvalget at det til siste ledd i § 1-3 inntas forskriftshjemmel hvoretter departementet kan fastsette nærmere regler om «definisjonen, organiseringen og driften» av regulerte markeder.

6.2.3.5 Tillatelse som regulert marked

Utvalget foreslår at gjeldende regler om tillatelse i børsloven § 2-1 videreføres med enkelte endringer. Som i dag bør kompetansen etter bestemmelsen ligge hos departementet, jf. art. 36 nr. 1 annet ledd og art. 50 som åpner for at det kan være flere «competent authorities». Etter første ledd i forslaget kan virksomhet som regulert marked bare drives av foretak som har tillatelse fra departementet. Gitt innføringen av begrepet «regulert marked» må dagens tredje ledd i § 2-1 endres noe. Utvalget foreslår at bestemmelsen flyttes til § 1-3 tredje ledd, samt at betegnelsene «regulert marked» og «børs» beskyttes, jf. forslaget. Bruk av betegnelsene «regulert marked» og «børs» vil derved være forbeholdt foretak med tillatelse som sådan. På bakgrunn av den nye definisjonen av regulert marked i § 1-3 første ledd, foreslår utvalget at dagens § 2-1 fjerde ledd strykes.

Reglene om søknad om tillatelse som regulert marked bør, som i dag, følge av § 2-2. Utvalget foreslår her kun små endringer. Det presiseres for ordens skyld at bestemmelsen også vil gjelde ved søknad om tillatelse som børs, jf. forslaget til ny § 3-1 første ledd. Børsloven § 2-3 om bortfall, endring og tilbakekall av tillatelse bør etter utvalgets vurdering også videreføres. Bestemmelsen oppfyller art. 36 nr. 5, og angir to ytterligere grunner for endring/tilbakekall mv., jf. annet ledd bokstav e) og f).

6.2.3.6 Sammenslåing av børs, virksomhet i utlandet mv.

Gjeldende børslov § 2-4 inneholder regler om sammenslåing og deling av børs. I NOU 1999: 3 (børsloven) drøftes det om tilsvarende krav bør gjelde for autoriserte markedsplasser, jf. side 231:

«Utvalget har vurdert, og kommet til at det ikke bør fastsettes krav om myndighetsgodkjenning ved sammenslåing og deling av foretak som driver virksomhet i henhold til konsesjon som autorisert markedsplass. Regulerte markedsplasser kan ikke antas å få tilsvarende samfunnsmessige betydning som børser. Utvalget viser til at verdipapirforetak ikke er underlagt slike godkjenningskrav I det regulerte markedsplasser ikke foreslås underlagt konsesjonsplikt, vil det heller ikke være like avgjørende å overvåke oppfyllelsen av konsesjonsvilkår i en slik overgangsprosess, slik tilfellet vil være ved deling og sammenslåing av et børsforetak.»

I NOU 1999: 3 ble det ikke foreslått å stille krav om tillatelse for virksomhet som autorisert markedsplass. Etter det utvalget kan se var dette en av begrunnelsene for at gjeldende § 2-4 ble foreslått å komme til anvendelse på autoriserte markedsplasser. All den tid børsloven oppstiller et vilkår om tillatelse for autoriserte markedsplasser, antar utvalget at § 2-4 bør gjelde generelt for regulerte markeder, jf. forslaget. [8]. Utvalget kan ikke se at spørsmålet er nærmere vurdert i Ot.prp. nr. 73 (1999-2000), jf. pkt. 5.4.4.

Etter børsloven § 2-5 kreves tillatelse fra departementet der norsk børs eller autorisert markedsplass skal drive virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial, jf. § 1-2 annet ledd. Det vises til NOU 1999: 3 side 260. Utvalget foreslår at børsloven § 2-5 i det vesentligste videreføres, jf. lovutkastet.

6.2.3.7 Liste over regulerte markeder og lovvalg

Det må opprettes og distribueres en liste over regulerte markeder i samsvar med art. 40. Tilsvarende forpliktelse fulgte av ISD. All den tid forpliktelsen retter seg mot Norge, antar utvalget at det ikke er nødvendig å gjennomføre noen bestemmelse om dette særskilt i norsk rett.[9] Det samme gjelder lovvalgsregelen i art. 36 nr. 4.

6.3 Organisasjonsform, eierforhold mv.

6.3.1 EØS-rett

6.3.1.1 Organisasjonsform

Det er i direktivet ikke stilt krav med hensyn til et regulert markeds organisasjonsform. Et regulert marked er et «system», men denne kan være en «legal person», jf. artiklene 4 nr. 1 pkt. 14 og 36 nr. 1 tredje ledd. En markedsoperatør kan etter art. 4 nr. 1 pkt. 13 være «person or persons».

6.3.1.2 Krav til ledelsen

Art. 37 inneholder krav til den faktiske ledelsen av et regulert marked. Det er i art. 37 nr. 1 stilt vilkår for de personene som forestår den reelle driften av virksomheten:

«Member States shall require the persons who effectively direct the business and the operations of the regulated market to be of sufficiently good repute and sufficiently experienced as to ensure the sound and prudent management and operation of the regulated market. Member States shall also require the operator of the regulated market to inform the competent authority of the identity and any other subsequent changes of the persons who effectively direct the business and the operations of the regulated market.»

Personer som faktisk leder et regulert marked skal være «sufficiently good repute and sufficiently experienced». Det stilles således både krav om omdømme og erfaring. Hensynet bak kravet er å sikre «the sound and prudent management and operation of the regulated market». Den kompetente myndigheten skal, som det fremgår, orienteres om tiltenkte endringer i ledelsen. I den grad det foreligger klar («objective and demonstrable») grunn til å anta at en ledelsesendring medfører en «material threat» til virksomhetsstyringen, kan den kompetente myndigheten nekte å godkjenne endringen, jf. annet ledd av nr. 1:

«The competent authority shall refuse to approve proposed changes where there are objective and demonstrable grounds for believing that they pose a material threat to the sound and prudent management and operation of the regulated market.»

Personer som allerede står for den faktiske ledelsen av et regulert marked, skal som utgangspunkt ansees som skikket til å lede et annet regulert marked, jf. art. 37 nr. 2:

«Member States shall ensure that, in the process of authorisation of a regulated market, the person or persons who effectively direct the business and the operations of an already authorised regulated market in accordance with the conditions of this Directive are deemed to comply with the requirements laid down in paragraph 1.»

[8] Jf. Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) side 36 for en nærmere begrunnelse av konsesjonskravet.
[9] Listen vil i praksis utarbeides av Finansdepartementet.

6.3.1.3 Krav til eiere

Direktivet art. 38 stiller krav til personer som øver en betydelig innflytelse («significant influence») på ledelsen til et regulert marked. Grunnkravet som stilles til slike personer er at de skal være egnede («suitable»), jf. nr. 1:

> «Member States shall require the persons who are in a position to exercise, directly or indirectly, significant influence over the management of the regulated market to be suitable.»

Art. 10 gir regler om eierinnflytelse i verdipapirforetak. Bestemmelsene i art. 10 er mer detaljerte enn bestemmelsene i art. 38, men også for regulerte markeder inneholder direktivet regler om meldeplikt ved eierskifte, jf. art. 38 nr. 2:

> «(a) to provide the competent authority with, and to make public, information regarding the ownership of the regulated market and/or the market operator, and in particular, the identity and scale of interests of any parties in a position to exercise significant influence over the management;
>
> (b) to inform the competent authority of and to make public any transfer of ownership which gives rise to a change in the identity of the persons exercising significant influence over the operation of the regulated market.»

Kravene i art. 38 nr. 2 retter seg mot «the operator of the regulated market». Vilkårene må gis tilsvarende anvendelse på selve markedsplassen i den grad det ikke sondres mellom operatør og regulert marked i nasjonal rett. Utgangspunktet i bokstav a) er at opplysninger om et regulert markeds eiere skal offentliggjøres. Det er etter direktivet ikke tilstrekkelig at denne informasjonen er offentlig tilgjengelig, jf. «make public». I tillegg skal den kompetente myndigheten gis opplysninger om eierne. Det er presisert at informasjonen i det minste skal omfatte identiteten til eierne, samt omfanget av eierskapet til enhver person som kan utøve en betydelig innflytelse («significant influence») på virksomheten til det regulerte markedet. Kravet om offentliggjøring og melding til tilsynsmyndigheten gjelder også for planlagte overdragelser av eierandel som vil kunne endre identiteten til personene som kan utøve en slik betydelig innflytelse på virksomheten, jf. bokstav b).

Tilsynsmyndigheten skal etter art. 38 nr. 3 nekte endringer i «the controlling interest» hvis det foreligger klare («objective and demonstrable») grunner til å tro at de nye eierne vil utgjøre en «threat» mot en hensiktsmessig og aktsom («sound and prudent») virksomhetsstyring:

> «The competent authority shall refuse to approve proposed changes to the controlling interests of the regulated market and/or the market operator where there are objective and demonstrable grounds for believing that they would pose a threat to the sound and prudent management of the regulated market.»

Direktivet benytter i art. 37 nr. 1 annet ledd «material threat» som vilkår for at tilsynsmyndigheten skal kunne nekte en endring i den faktiske ledelsen. Kravet når det gjelder eierskifte er, som det fremgår, noe lempeligere, jf. «threat» i art. 38 nr. 3.

6.3.1.4 Stemmerettsbegrensninger, konsolidering og notering av egne utstedte aksjer

Direktivet har ingen regler om stemmerettsbegrensninger, konsolidering eller notering av egne utstedte aksjer, jf. børsloven §§ 4-2 til 4-4.

6.3.1.5 Ansvarlig kapital og likviditetskrav

Etter direktivet art. 39 bokstav f) stilles følgende krav til kapital/likviditet:

> «Member States shall require the regulated marked to have available, at the time of authorisation and on an ongoing basis, sufficient financial resources to facilitate its orderly functioning, having regard to the nature and extent of the transactions concluded on the market and the range and degree of the risks to which it is exposed.»

Kravet til kapital er relativt i den forstand at det skal sees hen til «the nature and extent» av transaksjonene som foretas på markedet, samt de risikoene som markedet er utsatt for. Vilkåret om tilstrekkelige finansielle ressurser etter art. 39 bokstav f), gjelder på tillatelsestidspunktet og løpende, jf. pkt. 6.4.1.6.

6.3.2 Norsk rett

6.3.2.1 Organisasjonsform

Det følger av børsloven §§ 3-1 og 6-1 at børs og autorisert markedsplass skal være organisert som allmennaksjeselskap. For børser er det i § 3-1 annet og tredje ledd gitt regler om hhv. vedtektsgodkjennelse og avhendelse av vesentlig deler av virksomheten:

> «Vedtektene og endringer i disse skal forelegges departementet til godkjennelse. Departementet kan gi forskrift om innhold og godkjenning av børsers vedtekter.

Vedtak om avhendelse av en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring.»

Kravet om organisering som allmennaksjeselskap er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) kapittel 18.

6.3.2.2 *Krav til styret og ledelsen mv.*

Etter børsloven § 3-2 første ledd skal styret i en børs ha minst fem medlemmer. Daglig leder (børsdirektøren) kan ikke være medlem av styret. Bestemmelsene i allmennaksjeloven kapittel 6 vil gjelde for styret i en børs, med de tilleggene som følger av børsloven. Det er i § 3-2 annet ledd stilt vilkår om styret og ledelsens kvalifikasjoner (egnethetsvurdering):

> «Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av børs skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, ha ført en hederlig vandel, og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig adferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte.»

Hovedvilkåret for styrets medlemmer, daglig leder og andre personer som deltar i den faktiske ledelsen av børs er relevante kvalifikasjoner og hederlig vandel. I tillegg kan ikke disse personene ha utvist «utilbørlig adferd» som må antas å påvirke deres stilling eller verv. Kravene til styret og daglig leder er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 18 nr. 5 og 18 nr. 6. Etter § 3-2 tredje ledd skal melding gis til Kredittilsynet ved endringer i styret og skifte av daglig leder. Kredittilsynet kan gi pålegg om at en endring ikke kan iverksettes så fremt endringen kan antas å medføre at sammensetnings- eller egnethetsvilkårene i § 3-2 første og annet ledd, ikke oppfylles.

Børsloven § 3-2 er gitt tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-8.

En børs skal etter børsloven § 3-3 ha en kontrollkomité på minst tre medlemmer:

> «Børs skal ha en kontrollkomité på minst tre medlemmer valgt av generalforsamlingen. Kontrollkomiteen skal føre tilsyn med at børsen følger lover, forskrifter og konsesjonsvilkår, samt vedtekter og vedtak truffet av børsens organer, og herunder vurdere sikkerhetsmessige forhold ved virksomheten. Generalforsamlingen skal fastsette instruks for kontrollkomiteen. Instruksen skal godkjennes av Kredittilsynet. Kontrollkomiteen skal hvert år gi melding til generalforsamlingen og Kredittilsynet om sitt arbeid. Kredittilsynet kan gi nærmere regler om sammensetningen av og virksomheten til børsers kontrollkomité.»

Den nærmere begrunnelsen for kravet til kontrollkomité er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 18.7. Børslovens regler om internkontroll, taushetsplikt, habilitet og adgangen til å eie finansielle instrumenter i §§ 3-4, 3-6, 3-7 og 3-8 er omtalt under pkt. 6.4 i tilknytning til direktivets krav til rutiner mv. i art. 39. En børs' årsregnskap skal revideres etter reglene i revisorloven. Etter børsloven § 3-5 kan Kredittilsynet gi nærmere regler om revisors arbeidsoppgaver i børs. Slike regler er ikke fastsatt.

6.3.2.3 *Krav til eiere mv.*

6.3.2.3.1 *Børs*

Børsloven § 4-1 inneholder regler om eierkontroll for børs. Bestemmelsen er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) kapittel 19. Etter første ledd kan ingen eie aksjer som representerer mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs. Likt med aksjer regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som et «reelt erverv», jf. annet ledd første punktum. Departementet kan dispensere fra eierbegrensingen i «særlige tilfelle», jf. annet ledd annet punktum.

Etter annet ledd i § 4-1 er eierbegrensningen på 10 prosent mv. ikke til hinder for at en børs eies i sin helhet av et foretak (holdingselskap) med hovedkontor i Norge. Holdingselskapet kan ikke drive annen virksomhet enn å forvalte eierinteressen i datterselskapet (børsen) og datterselskapet må etterleve bestemmelsen om virksomhetsbegrensning som følger av børsloven § 5-2. Eierbegrensningsregelen på 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene (herunder rett til å bli eier), gjelder tilsvarende for et holdingselskap. Oslo Børs ASA er i dag eid 100 prosent av Oslo Børs Holding ASA.

Børsloven § 4-4 tredje ledd inneholder regler om dispensasjon fra eierbegrensningen som følger av første og annet ledd:

> «Departementet kan gi tillatelse til at norsk eller utenlandsk børs eller annet foretak kan ha eierandeler svarende til inntil 25 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs som ledd i en strategisk samarbeidsavtale mellom foretakene vedrørende børsvirksomheten, når dette er vedtatt av generalforsamlingen i den eide børsen med flertall som for vedtektsendring, så lenge avtalen gjelder.»

Det er et vilkår for dispensasjon etter tredje ledd at ervervet skjer som ledd i en strategisk sam-

arbeidsavtale. Det har etter det utvalget er kjent med ikke vært søkt om dispensasjon til slikt erverv siden børsloven ble vedtatt.

Hvis aksjer i en børs erverves i strid med reglene i børsloven § 4-1 første til tredje ledd, kan departementet fastsette en frist for å rette forholdet, dvs. selge og/eller søke om dispensasjon, jf. fjerde ledd første punktum. Oversittes fristen kan aksjene tvangsselges etter særskilte regler. En aksjonærs aksjer som overstiger nivåene i § 4-1 første til tredje ledd, mister sine organisatoriske rettigheter knyttet til aksjene, jf. femte ledd. Aksjonæren vil derimot beholde retten til utbytte og fortrinnsrett ved tegning.

6.3.2.3.2 Autorisert markedsplass

Krav til eierne av autoriserte markedsplasser følger av børsloven § 6-2. Etter første ledd kan erverv av en betydelig eierandel bare gjennomføres etter at melding om dette er sendt Kredittilsynet. Betydelig eierandel er definert i annet ledd:

> «Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Likt med vedkommende aksjeeiers egne aksjer regnes i denne sammenheng aksjer som eies av aksjeeiere som nevnt i § 6-3 nedenfor.»

Etter tredje ledd i § 6-2 skal Kredittilsynet innen tre måneder fra de mottar melding, nekte et erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.[10] Tilsvarende bestemmelse finnes i vphl. § 7-4 fjerde ledd for så vidt gjelder verdipapirforetak. Det er i børsloven kapittel 4 ikke gitt bestemmelser om egnethetsvurdering ettersom ingen, som utgangspunkt, skal besitte en betydelig eierandel i en børs.[11] Det skal også gis melding til Kredittilsynet ved avhendelse av eierandel som medfører at grensen i § 6-2 annet ledd passeres, jf. § 6-2 fjerde ledd.

6.3.2.4 Stemmerettsbegrensninger og konsolidering

Børsloven §§ 4-2 og 4-3 regulerer hhv. stemmerettsbegrensninger og konsolidering av eierandeler i en børs. Etter førstnevnte bestemmelse kan ingen stemme for mer enn 10 prosent av stemmene i foretaket eller for mer enn 20 prosent av stemmene som er representert på generalforsamling.[12] Begrensningen i retten til å stemme på generalforsamling er sentral for å sikre at ikke en eier gis for stor innflytelse der ikke alle aksjonærer er representert. Flere eieres aksjeposter vil ses under ett i forhold til stemmebegrensningen i den grad det er snakk om parter som skal konsolideres etter § 4-3. Det er i § 4-2 annet ledd gjort unntak fra nevnte stemmerettsbegrensninger for børser der det er dispensert fra eierbegrensningen i § 4-1.

Konsolideringsbestemmelsen for børser i § 4-3 fastsetter at likt med en aksjeeiers egne aksjer regnes i forhold til eierskapsreglene i § 4-1 og stemmerettsreglen i § 4-2, aksjer som eies eller overtas av:

> «a) aksjeeierens ektefelle og en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
> b) aksjeeierens mindreårige barn samt mindreårige barn til en person som nevnt i bokstav a) som aksjeeieren bor sammen med,
> c) selskap hvor aksjeeieren har slik innflytelse som nevnt i allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd,
> d) selskap innen samme konsern som aksjeeieren, og
> e) noen som det må antas aksjeeieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær.»

Departementet er i § 4-3 siste ledd gitt kompetanse til å avgjøre tvilstilfelle for så vidt gjelder konsolidering. Reglene om konsolidering er gitt for å hindre omgåelse av eierbegrensningsreglen, jf. NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 19.2.5.

Det er i børsloven kapittel 6 om autoriserte markedsplasser ikke gitt regler om stemmerettsbegrensning. Av § 6-3 følger derimot bestemmelser om konsolidering. Disse tilsvarer § 4-3 i børsloven kapittel 4, og det vises til omtalen i det foregående.

6.3.2.5 Notering av egne aksjer

Etter gjeldende rett kan børs (og autorisert markedsplass, jf. § 6-8) ikke oppta til notering omsettelige verdipapirer utstedt av børsen, jf. børsloven § 4-4 første ledd.[13] Heller ikke finansielle instrumenter knyttet til aksjer utstedt av en børs kan tas opp til notering. I følge annet ledd i § 4-4 kan omset-

[10] Jf. NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 22.4.

[11] Der det skal dispenseres etter børsloven § 4-1 vil egnethetsvurderingen inngå som del av spørsmålet om tillatelse skal gis.

[12] Jf. NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 19.3

[13] Det samme gjelder for autoriserte markedsplasser, jf. børsloven § 6-8.

telige verdipapirer utstedt av foretak i samme konsern, på visse vilkår, noteres:

> «Departementet kan gi samtykke til at en børs opptar til notering omsettelige verdipapirer som er utstedt av et foretak som inngår i konsernforhold med vedkommende børs eller finansielle instrumenter knyttet til slike. Det kan stilles vilkår for slikt samtykke, herunder at slikt foretak skal underlegges særlig tilsyn fra Kredittilsynet, samt at foretaket skal ha opplysningsplikt overfor Kredittilsynet.»

Etter samtykke fra departementet kan derved en børs oppta til notering for eksempel aksjer i en børs' holdingselskap. Det kan etter tredje ledd i § 4-4 fastsettes nærmere regler om slik notering.

I forarbeidene til børsloven (NOU 1999: 3) begrunnes forbudet mot notering av egne utstedte omsettelige verdipapirer slik, jf. side 193:

> «Etter utvalgets oppfatning vil det være uforenlig med børsens uavhengighet, integritet og tillit i markedet, dersom børsens egne aksjer skulle kunne noteres på egen børs. Det samme gjelder lån eller andre finansielle instrumenter børsen måtte utstede som ledd i egen- eller fremmedkapitalfinansiering, samt finansielle instrumenter knyttet til slike. Det vises blant annet til at beslutninger om opptak, sanksjoner ved brudd på informasjonsplikt, strykning m v vil tilligge børsen selv. Det foreslås derfor et lovforbud mot dette.»

6.3.2.6 Ansvarlig kapital og likviditetskrav

Børsloven har i §§ 4-5 og 4-6 krav om hhv. ansvarlig kapital og likviditet for en børs.[14] Førstnevnte bestemmelse lyder:

> «Børs skal til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i foretaket.
>
> Ved vurderingen av foretakets risiko skal det blant annet tas hensyn til virksomhetsrisiko, kontraktsrisiko, operasjonell risiko og annen særlig risiko som foretakets virksomhet er eksponert for.
>
> Departementet kan gi nærmere regler om hva som skal regnes som foretakets ansvarlige kapital, samt om minstekrav til ansvarlig kapital.»

Første ledd tilsvarer et stykke på vei vphl. § 8-10 om kapitaldekningskrav for verdipapirforetak. Børsloven § 4-5 er imidlertid mindre detaljert og det er ikke fastsatt forskrift i medhold av bestemmelsen.[15] De alminnelige kapitalkravene i allmennaksjeloven vil supplere børslovens regler. Kravet til ansvarlig kapital er i NOU 1999: 3 (børsloven) begrunnet ut fra risikoene ved børsvirksomhet, jf. side 202 og bestemmelsens annet ledd. Det er ikke fastsatt noen forskrift med nærmere bestemmelser om hva som skal regnes som ansvarlig kapital.

Etter børsloven § 4-6 første punktum skal børs ha en «beholding av likvide midler, eller tilgang på slike» som anses betryggende sett hen til foretakets virksomhet og situasjon. Departementet kan fastsette nærmere regler om beregning av likvide midler mv. etter annet punktum. Bestemmelsen er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) side 204.

Børsloven §§ 4-5 og 4-6 gjelder tilsvarende for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-8.

6.3.3 Utvalgets vurderinger

6.3.3.1 Organisasjonsform mv.

Direktivet stiller ingen krav med hensyn til regulerte markeders organisasjonsform. Utvalget foreslår at gjeldene rett videreføres og at norske regulerte markeder skal være organisert om allmennaksjeselskap, jf. lovutkastet § 2-6.

Etter gjeldende rett skal en børs forelegge sine vedtekter (og endringer i disse) for departementet for godkjennelse, jf. § 3-1 annet ledd. Videre skal vedtak om avhendelse av vesentlige deler av den konsesjonspliktige virksomheten treffes av generalforsamlingen med 2/3 flertall, jf. § 3-1 tredje ledd. Bestemmelsene er i tråd med forslaget i NOU 1999: 3 (børsloven), ikke gitt tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-1. Utvalget kan ikke se at spørsmålet om godkjennelse av en autorisert markedsplass' vedtekter (og endringer i disse) er særskilt vurdert i Ot.prp. nr. 73 (1999-2000), jf. side 57. Det foreslås likevel ikke å fravike gjeldende rett på dette punktet, jf. lovutkastet § 3-1 tredje og fjerde ledd.

6.3.3.2 Krav til ledelsen mv.

Utvalget legger til grunn at børsloven § 3-2 tilfredsstiller kravene i direktivet art. 37. Den norske bestemmelsen synes å ha fungert godt i praksis og utvalget har ikke registrert noe ønske om endring. Det foreslås på denne bakgrunn at gjeldende rett videreføres i form av en ny § 2-7. Kravet til ledelsen vil, som i dag, gjelde for alle regulerte markeder,

[14] Jf. direktivet art. 39 bokstav f).

[15] I forarbeidene til børsloven (NOU 1999: 3) vises det til forskrift av 1. juni 1990 nr. 435 om beregning av ansvarlig kapital for finansinstitusjoner mv. Det er på side 203 lagt til grunn at forskriften vil kunne være «veiledende».

uavhengig av om det er snakk om en børs eller et annet regulert marked.

Når det gjelder særbestemmelsene i børsloven § 3-5 (krav om revisor), slutter utvalget seg i det vesentligste til vurderingene i NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 18.9. Heller ikke på dette punktet foreslås det derved noen endring, jf. forslaget til ny § 2-9. Børsloven § 3-3 er drøftet i pkt. 6.3.3.7 under, mens §§ 3-4, 3-6, 3-7 og 3-8 er drøftet under pkt. 6.4 i tilknytning til MiFID art. 39.

6.3.3.3 Krav til eiere mv.

6.3.3.3.1 Generell regel

Børsloven har i dagens §§ 4-1 og 6-2 bestemmelser om eierkontroll mv. for børser og autoriserte markedsplasser. Utvalget foreslår at det i § 2-14 inntas en generell eierkontrollregel for regulerte markeder som gjennomfører art. 38. Denne bestemmelsen kan langt på vei baseres på dagens § 6-2. Utvalget foreslår å videreføre gjeldende konsolideringsregel i form av en ny § 2-15. Av hensynet til enkelhet foreslår utvalget at det i denne henvises til definisjonen av nærstående i verdipapirhandelloven, jf. forslaget. Tilsvarende er lagt til grunn i lovutkastet § 3-5 (konsolidering for børser). I tillegg foreslår utvalget at det inntas enkelte særregler for børser i lovutkastet §§ 3-3 til 3-6, jf. pkt. 6.3.3.4.1.

Art. 38 nr. 1 har et generelt egnethetskrav for personer med vesentlig påvirkningsmulighet på et regulert markeds ledelse. Det er etter utvalgets vurdering ikke nødvendig å gjennomføre kravet, forutsatt at § 6-2 tredje ledd om eierkontroll ved erverv videreføres. Det vises til lovutkastet § 2-14 tredje ledd om Kredittilsynets kompetanse.

Etter art. 38 nr. 2 bokstav a) skal opplysninger om et regulert markeds eiere offentliggjøres og gis tilsynsmyndigheten. Det regulerte markedet skal «in particular» gi opplysninger om «the identity and scale of interests of any parties in a position to exercise significant influence over the management». Norske aksjeeierregistre er offentlig tilgjengelige, jf. allmennaksjeloven § 4-5. Definisjonen av betydelig eierandel er foreslått inntatt i børsloven § 2-14 annet ledd. Det er etter utvalgets vurdering ikke nødvendig å gjennomføre art. 38 nr. 2 bokstav a) særskilt.

Kravet om opplysninger ved eierskifte mv. i art. 38 nr. 2 bokstav b), har sitt motstykke i børsloven § 6-2 første ledd. Utvalget foreslår at bestemmelsen videreføres. Det samme gjelder art. 38 nr. 3 hvoretter overdragelse på visse vilkår skal nektes av tilsynsmyndigheten. Også her har norsk rett regler som tilfredsstiller direktivet. Det er følgelig ikke foreslått noen endring.

Utvalget foreslår for øvrig at dagens definisjon av betydelig eierandel i § 6-2 annet ledd videreføres. Etter bestemmelsen er en direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, å anse som betydelig. Børsloven § 6-2 annet ledd ble inntatt som følge av kravene til eierbegrensning i verdipapirforetak, jf. NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 22.4. Ettersom «kvalifisert eierandel» i et verdipapirforetak etter MiFID skal anses som en direkte eller indirekte eierandel på 10 % eller mer, antar utvalget at gjeldende rett bør videreføres, jf. art. 4 pkt. 27. Utvalget foreslår også at børsloven § 6-2 fjerde ledd videreføres i § 2-14 fjerde ledd.

Det er i dagens § 6-2 annet ledd annet punktum vist til konsolideringsregelen i § 6-3. Utvalget foreslår at denne videreføres som ny § 2-15, jf. omtalen av denne ovenfor.

6.3.3.3.2 Tilleggskrav for børser

Norsk rett har i børsloven § 4-1 mer detaljerte eierbegrensningsregler enn MiFID. Bestemmelsen skulle i hht vurderingene i NOU 1999: 3 (børsloven) kapittel 19 ivareta sentrale hensyn. Utvalget er kjent med EFTA Surveillance Authority (ESA) begrunnede oppfatning 2. juni 2004 om at eierbegrensningene for børser, verdipapirregistre og oppgjørssentraler er i strid med EØS-avtalen. Finansdepartementet har i svarbrev anført at dette ikke er tilfelle. Utvalget anser det ikke som del av mandatet å vurdere disse spørsmålene nærmere, og foreslår derfor at dagens § 4-1 videreføres i en ny § 3-3.

Børsloven § 4-2 inneholder bestemmelser om stemmerettsbegrensninger. Utvalget foreslår at bestemmelsen videreføres som ny § 3-4 som en konsekvens av videreføringen av bestemmelsen om eierkontroll. Stemmerettsbegrensningen gjelder etter forslaget kun for børser, slik tilfellet er i dag. Bestemmelsen i børsloven § 4-3 om konsolidering bør etter utvalgets syn videreføres som ny § 3-5.

6.3.3.4 Notering av egne utstedte aksjer mv.

Direktivet har ingen regler om notering av egne aksjer, men krever i art. 39 bokstav a) arrangementer for å identifisere og håndtere interessekonflikter. Utgangspunktet i børsloven er at slik «egennotering» ikke er tillatt, jf. § 4-4 som etter § 6-8 er gitt tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser. Etter det utvalget er kjent med er det i de øvrige nordiske landene i varierende grad anledning for børser til å notere egne aksjer. Utval-

get finner ikke grunn til å foreslå endringer i gjeldende rett all den tid MiFID ikke inneholder regler om «egennotering». Det legges således til grunn at børsloven § 4-4 videreføres i form av en ny § 2-16. Bestemmelsen vil etter forslaget gjelde generelt, dvs. for alle regulerte markeder, herunder børser.

6.3.3.5 Kapital- og likviditetskrav

Etter direktivet art. 39 bokstav f) skal et regulert marked til enhver tid ha «sufficient financial resources». Børsloven §§ 4-5 (om krav til ansvarlig kapital) og 4-6 (om likviditetskrav) regulerer disse forholdene i norsk rett. Etter utvalgets syn bør bestemmelsene videreføres i ny §§ 2-17 og 2-18. Utvalget er kjent med at det i enkelte andre EØS-land er stilt spesifikke krav med hensyn til regulerte markeders kapital, men foreslår likevel ikke å endre gjeldende rett. Kravene til kapital og likviditet vil etter forslaget gjelde generelt, dvs. både for børser og andre regulerte markeder.

6.3.3.6 Kontrollkomité

MiFID pålegger ikke regulerte markeder å ha kontrollkomiteer eller tilsvarende organ. I følge dagens børslov § 3-3 skal børs ha kontrollkomité på minst tre medlemmer valgt av generalforsamlingen. I NOU 1999: 3 (børsloven) begrunnes kravet om kontrollkomité blant annet som følger, jf. side 189:

> «Utvalgets flertall (alle unntatt Bech, Frønsdal og Wilson) foreslår at børser skal ha kontrollkomite valgt av generalforsamlingen. Utvalget viser til at de lovbestemte kontrollkomitéene for henholdsvis Verdipapirsentralen og Norsk Oppgjørssentral ASA synes å fungere bra. På samme måte som disse institusjonene har børsen en særpreget og egenartet virksomhet og risiko. Særlig gjelder dette de tekniske risikoelementer med hensyn til elektroniske handelssystem, samt ansvar for levering av markeds- og kursinformasjon. Svikt i de tekniske systemer til en børs vil kunne få stor betydning for verdipapirmarkedet generelt. På den annen side har børsen ikke risiko knyttet til forvaltning av kundemidler, og fyller ikke en monopolfunksjon slik for eksempel Verdipapirsentralen gjør, i den forstand at omsetningen av finansielle instrumenter kan finne sted utenom børs eller på andre markedsplasser. Utvalgets flertall finner at børsens egenart og avhengighet av tekniske systemer tilsier at børser bør ha kontrollkomité. Dette kan også bidra til børsens tillit i markedet.»

Banklovkommisjonen har i NOU 1998: 4 foreslått å gjøre kontrollkomiteen til et frivillig organ for finansforetak på viss forutsetninger. Forslaget er ikke behandlet. Det vises for øvrig til vurderingene i Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) (børsloven).

Etter utvalgets syn må det ved direktivgjennomføringen vurderes om ordningen med kontrollkomité skal gjøres generell (dvs. gjelde for alle regulerte markeder), eventuelt om dagens system skal videreføres eller om lovkravet for børser skal oppheves.

Gjennomføringen av MiFID medfører en i utgangspunktet ny regulatorisk situasjon for regulerte markeder og de andre aktørene i verdipapirmarkedet. Med MiFID reduseres den konsesjonsmessige beskyttelse børser og regulerte markeder har i dag. En MHF eller et verdipapirforetak som foretar systematisk internalisering kan konkurrere med det regulerte markedet både for så vidt gjelder handel i de finansielle instrumenter som er notert på det regulerte marked, og tiltrekke seg nye selskaper. Et regulert marked som ikke er børs kan drive nøyaktig samme virksomhet som børs i konkurranse med børsen. Et viktig formål med direktivet er nettopp å legge til rette for økt konkurranse mellom ulike måter å organisere handel og kursnotering på. Dessuten skal det legges til rette for økt konkurranse over landegrensene. Motstykket til dette er imidlertid at vilkårene for å drive de ulike av disse typer virksomhet blir likere, det vil si at det etableres en såkalt «level playing field».

For tilliten til verdipapirmarkedet er det viktig at norske institusjoner er underlagt regler som sikrer betryggende ledelse og organisering. Direktivet stiller i denne forbindelse en rekke spesifikke krav, jf. gjennomgangen i blant annet pkt. 6.4 og kapittel 7. Børser og regulerte markeder skal være underlagt myndighetenes tilsyn. Kredittilsynet utfører dette tilsynet dels ved en viss løpende kontroll, ulike godkjennelsesordninger og ved stedlige tilsyn, og har en rekke rettslige virkemidler i henhold til børsloven og kredittilsynsloven. Der børsen er delegert myndighet gjelder særskilte bestemmelser, jf. for eksempel forskrift 9. desember 2005 nr. 1423 om gjennomføring av prospektkontrollen.

Børser og autoriserte markedsplasser skal i henhold til børsloven § 3-4 jf. § 6-8 ha internkontroll etablert av styret som skal være i tråd med Kredittilsynets internkontrollforskrift.[16] Forskrif-

[16] Forskrift av 20. juni 1997 nr. 1057 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse av den internkontroll.

ten stiller krav til styre og ledelses kontrollansvar. Det stilles krav til at det for alle vesentlige deler av foretakets virksomhetsområder skal være ajourholdt dokumentasjon over kontrolltiltak med henvisning til instrukser, fullmakter og arbeidsbeskrivelser. Minst en gang årlig skal det foretas og dokumenteres en gjennomgang av vesenlige risikoer og internkontrolltiltak som sikrer mot disse. I 2003 ble det innført et krav om at blant annet børser og autoriserte markedsplasser skal etablere internrevisjon i henhold til anerkjente standarder. Internrevisor velges av-, rapporterer til, og får sin instruks og økonomiske rammer av selskapets styre.

I tillegg til at børser er underlagt alminnelige regler om finansiell revisjon kan Kredittilsynet gi nærmere regler om revisors arbeidsoppgaver, jf. børsloven § 3-5.[17] Revisor har en plikt til straks å rapportere til Kredittilsynet ethvert forhold vedrørende virksomheten som han får kjennskap til under utøvelsen av sin revisjonsvirksomhet som kan innebære en overtredelse av bestemmelser som regulerer institusjonens virksomhet i den utstrekning overtredelsen kan medføre tilbakekall av konsesjon, skade den fortsatte drift av institusjonen, eller medføre at regnskapene ikke godkjennes eller at det tas forbehold, jf. kredittilsynsloven § 3a.

Med direktivet som bakteppe, er det etter utvalgets syn naturlig å vurdere spørsmålet om kontrollkomité på nytt. Komiteen fyller på mange måter samme funksjoner som Kredittilsynets tilsyn og internrevisjonen. Spørsmålet er ikke om en kontrollkomité kan bidra i tilsynet og kontroll, men om lovkravet sett i sammenheng med de mange tilsyns- og kontrollordningene som børser er underlagt forsvarer en særordning som ikke gjelder for utenlandske konkurrenter. Etter utvalgets syn må dette som utgangspunkt besvares benektende. På denne bakgrunn foreslås at det for børser og andre regulerte markeder ikke stilles krav om kontrollkomité. Gitt at markeds- og tilsynsforholdene kan endre seg, foreslår utvalget likevel en forskriftshjemmel hvoretter det kan fastsettes regler om slik komité. Utvalget antar at forskriftshjemmelen særlig kan bli aktuell hvis Kredittilsynet ser et tydelig behov for kontrollkomité som et supplement til sitt tilsyn. Det vises til utkast til børsloven ny § 3-6.

[17] Særbestemmelsen gjelder ikke for autoriserte markedsplasser, jf. børsloven 6-8

6.4 Krav til rutiner med hensyn til organisering mv.

6.4.1 EØS-rett

6.4.1.1 Interessekonflikter

Direktivet har i art. 39 regler om rutiner for og organisering av regulerte markeder. Medlemsstatene skal etter bestemmelsen kreve at regulerte markeder:

> «(a) to have arrangements to identify clearly and manage the potential adverse consequences, for the operation of the regulated market or for its participants, of any conflict of interest between the interest of the regulated market, its owners or its operator and the sound functioning of the regulated market, and in particular where such conflicts of interest might prove prejudicial to the accomplishment of any functions delegated to the regulated market by the competent authority»

Etter bokstav a) skal et regulert marked treffe foranstaltninger («arrangements») som:

- På en klar måte identifiserer interessekonflikter mellom markedet, dets eiere og operator på den ene siden, og virksomheten som markedsplass («the sound functioning of the regulated market») på den annen.
- Håndterer de potensielt uheldige konsekvensene av slike interessekonflikter for det regulerte markedet eller dets deltagere.

Foranstaltningene er særlig viktige der et regulert marked har fått delegert tilsynsoppgaver fra den kompetente myndigheten.

6.4.1.2 Risikoer

Etter art. 39 bokstav b) skal medlemsstatene kreve at et regulert marked er «adequately equippet» med hensyn til å håndtere de risikoene som markedet utsettes for. Videre skal et regulert marked treffe nødvendige foranstaltninger og ha nødvendige systemer for å identifisere all signifikant operasjonell risiko. Det regulerte markedet skal treffe de tiltak som er påkrevet for å avhjelpe den operasjonelle risikoen:

> «(b) to be adequately equipped to manage the risks to which it is exposed, to implement appropriate arrangements and systems to identify all significant risks to its operation, and to put in place effective measures to mitigate those risks;»

Det må rimeligvis vurderes konkret hva som er «adequate measures» og «significant risks to its

operations». Tilsvarende vil det variere hva som kan anses som «appropriate measures and systems».

6.4.1.3 Tekniske systemer

I art. 39 bokstav c) stilles det krav til et regulert markeds tekniske systemer. Dette skal være robust og det skal finnes et reservesystem i tilfelle uforutsette hendelser («disruptions»):

> «(c) to have arrangements for the sound management of the technical operations of the system, including the establishment of effective contingency arrangements to cope with risks of systems disruptions;»

De tekniske systemene det siktes til i art. 39 bokstav c) vil i det alt vesentligste være datasystemene som benyttes for handel, offentliggjøring av informasjon mv.

6.4.1.4 Handelsregler

Etter art. 39 lita d) skal medlemsstatene kreve at et regulert marked har gjennomsiktige og ikke-diskresjonære regler og prosedyrer som legger til rette for rettferdig og ordnet handel. Reglene og prosedyrene skal videre ha objektive kriterier for en effektiv gjennomføring av ordre:

> «(d) to have transparent and non-discretionary rules and procedures that provide for fair and orderly trading and establish objective criteria for the efficient execution of orders;»

6.4.1.5 Gjennomføring av transaksjoner

I følge art. 39 bokstav e) skal et regulert marked ha «effective arrangements» for å legge til rette for en effektiv og tidsmessig gjennomføring («finalisation») av gjennomførte transaksjoner:

> «(e) to have effective arrangements to facilitate the efficient and timely finalisation of the transactions executed under its systems;»

Bestemmelsen regulerer ikke oppgjør («clearing») av handler i finansielle instrumenter, men pålegger markedsplassen å legge forholdene til rette slik at transaksjoner kan gjennomføres. Art. 46 omhandler grenseoverskridende «clearing». Det vises til omtalen i utredningen pkt. 7.6.

6.4.1.6 Finansielle ressurser

Et regulert marked skal etter art. 39 bokstav f) ha tilstrekkelige finansielle ressurser slik at markedet fungerer hensiktsmessig («orderly»):

> «(f) to have available, at the time of authorisation and on an ongoing basis, sufficient financial resources to facilitate its orderly functioning, having regard to the nature and extent of the transactions concluded on the market and the range and degree of the risks to which it is exposed.»

Kravet etter bokstav f) gjelder på tidspunktet for tillatelse, og løpende. Det skal etter bestemmelsen sees hen til virksomheten på markedet («the nature and extent of the transactions concluded»), samt typen og omfangen av risikoene som markedet er utsatt for. Det må derved vurderes konkret hva som er tilstrekkelig finansielle ressurser.

6.4.2 Norsk rett

6.4.2.1 Interessekonflikter

Børsloven har ingen eksplisitte bestemmelser om identifisering og håndtering av interessekonflikter. Etter § 5-1 første ledd skal børsvirksomhet drives med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling. Det er i § 6-1 første ledd gitt en tilsvarende regel for virksomhet som autorisert markedsplass. Etter børsloven § 3-4 skal en børs' styre fastsette retningslinjer for internkontroll. Bestemmelsen er ikke gitt tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser. Det er i børsloven § 3-7 (som også gjelder for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-8) gitt regler om habilitet som lyder:

> «Tillitsvalgte og ansatte ved børs må ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål som har slik særlig betydning for egen del eller for noen nærstående at vedkommende må anses for å ha en fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken. Vedkommende må heller ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av noe spørsmål som har fremtredende økonomisk særinteresse for selskap, forening eller annen offentlig eller privat institusjon som vedkommende er knyttet til.
>
> Departementet kan i forskrift fastsette begrensninger i ansatte og tillitsvalgtes adgang til å ha styreverv eller bierverv i selskap hvis finansielle instrumenter er opptatt til notering og handel på vedkommende børs. Departementet kan fastsette tilsvarende begrensning for ansatte og tillitsvalgte i foretak som inngår i samme konsern som børs.»

De alminnelige bestemmelsene i allmennaksjeloven § 6-27 om habilitet mv. vil supplere børslovens regler på dette punktet. Reglene om habilitet har en side til børslovens virksomhetsbegrensning i den forstand at børsansattes habilitetskonflikter

reduseres ved at børs kun kan drive virksomhet med en naturlig sammenheng med børsvirksomheten, jf. § 5-2 første ledd. Hensynet til å unngå interessekonflikter begrunner også reglene om «egennotering» i § 4-4 og reglene om adgang til å eie finansielle instrumenter i § 3-8, jf. forskrift 30. mars 2001 nr. 324 om habilitetskrav for ansatte ved børs og autorisert markedsplass, samt om ansattes, tillitsvalgtes og deres nærståendes handel med finansielle instrumenter.

6.4.2.2 Risikoer

Det er i børsloven ingen eksplisitte regler om håndtering mv. av risikoene for børser og autoriserte markedsplasser. Allmennaksjelovens bestemmelser i kapittel 6 om forsvarlig forvaltning mv. av selskapet gjelder for børser og autoriserte markedsplasser.

6.4.2.3 Tekniske systemer

Etter børsloven § 5-1 annet ledd skal børs ha de systemer for gjennomføring av handel, kursnotering, gjennomsiktighet og markedsovervåking som er nødvendige i forhold til den måten virksomheten drives på. Tilsvarende gjelder for autoriserte markedsplasser etter § 6-4 annet ledd. Bestemmelsen er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven), jf. pkt. 20.4.2:

> «Opptak av verdipapirer og organisering og gjennomføring av kursnotering vil fortsatt være kjernen i børsens virksomhet. Om selve opptakskravene vises til kapittel 20.4.5 nedenfor. Dette innebærer blant annet at børsen må sørge for å ha tilstrekkelig infrastruktur, herunder ressurser og tekniske systemer for å organisere og drive handelen på en hensiktsmessig måte i forhold til den handelsløsning som velges Det sier seg selv at et teknologisk sammenbrudd i handelssystem, med fare for smitte til oppgjørssystemer og verdipapirregistreringsordninger, må søkes avverget. Det må derfor stilles strenge krav til igangsetting, drift og kontroll av den teknologi som benyttes i kursnoteringen på en børs.»

6.4.2.4 Handelsregler

Etter børsloven § 5-3 første ledd foregår kursnotering gjennom de kjøps- og salgsordene som legges inn i børsens handelssystemer, samt de avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til vedkommende børs. Børs skal i følge lovens § 5-1 tredje ledd fastsette nærmere regler om blant annet «kursnotering». Både Oslo Børs og Nord Pool har fastsatt detaljerte handelsregler i sine egne forretningsvilkår.[18] Etter børsloven § 5-3 annet ledd skal kursnoteringen offentliggjøres på en måte som sikrer god gjennomsiktighet.

6.4.2.5 Gjennomføring av transaksjoner

Det er i børsloven ingen regler som tilsvarer direktivet art. 39 bokstav e). Aksjer i norske allmennaksjeselskaper vil være registrert i et verdipapirregister, jf. allmennaksjeloven § 4-4 og verdipapirregisterloven § 2-1. Oslo Børs vil etter sine forretningsvilkår kun ta opp verdipapirer til handel så fremt disse er innført i et eierregister. Den nærmere gjennomføring av transaksjoner i finansielle instrumenter kan finne sted på flere måter. Mest typisk ved kunde/meglerhandler er det såkalte «VPO» oppgjøret (verdipapir- og forvalteroppgjøret i VPS og Norges Bank), jf. verdipapirregisterloven og lov om betalingstjenester kapittel 4. Verdipapirforetak skal etter vphl. § 9-6 melde handler i finansielle instrumenter i et verdipapirregister «samme dag» som avtale om handel inngås. I derivatmarkedet finnes ulike oppgjørssystemer. For eksempel «cleares» handelen på IMAREX i fraktderivater av NOS Clearing ASA (her «cleares» også derivater som handles på Oslo Børs). I kraftmarkedet «cleares» handler med finansielle instrumenter (varederivatkontrakter) av Nord Pool Clearing (samt handler i disse som finner sted OTC, det vil si utenfor børs).

6.4.2.6 Finansielle ressurser

Børsloven §§ 4-5 og 4-6 stiller vilkår om hhv. ansvarlig kapital og likviditet. Det vises til gjennomgangen i pkt. 6.3.2.6.

6.4.3 Utvalgets vurderinger

6.4.3.1 Generelt

Norsk rett tilfredsstiller direktivets krav til organisering et stykke på vei. Utvalget foreslår at det fastsettes en ny § 2-10 i børsloven til gjennomføring av art. 39. Bestemmelsen bør etter utvalgets syn stille krav om interne regler og nødvendige tiltak for å sikre etterlevelsen av de aktuelle kravene. Det enkelte regulerte marked kan gjennom selvregule-

[18] Handelsreglene til Oslo Børs og Nord Pool følger av hhv. NOREX Member Rules og Nord Pool Trading Rules, jf. http://www.norex.com/first.asp og http://www.nordpool.com/.

ring stille strengere krav til organisering mv. enn de som oppstilles i loven.

6.4.3.2 Interessekonflikter

Børsloven har ingen eksplisitte regler om interessekonflikter. I sum antar utvalget likevel at dagens regler langt på vei ivaretar de hensynene som art. 39 bokstav a) bygger på. Utvalget foreslår at det i § 2-10 inntas en bokstav a) hvoretter et regulert marked pålegges å treffe nødvendige tiltak for:

> «identifisering og håndtering av interessekonflikter mellom det regulerte markedet eller dets eiere på den ene siden og markedets oppgaver og funksjon på den annen»

Bestemmelsen er nødvendigvis noe skjønnsmessig utformet ettersom det springende punkt vil være forholdet mellom markedet (eller eierne) på den ene siden og «the sound functioning of the market» på den annen. Utvalget presiserer at et regulert marked både skal identifisere og håndtere interessekonflikter. Hensynet til markedets oppgaver og funksjoner må i nødvendig grad gis forrang foran det regulerte markedet/eiernes interesser, i tilfelle interessemotstrid. Det må vurderes konkret hvilke foranstaltninger som må treffes i tilfelle det oppstår en interessekonflikt mellom markedet/dets eiere på den ene siden og markedets oppgaver/funksjon på den annen. Det kan reises spørsmål om det er nødvendig å innta presiseringen til slutt i bokstav a) i den norske lovbestemmelsen, jf. «in particular where such conflicts might prove prejudicial ». Utvalget antar at dette kan besvares benektende, ettersom kravene som stilles til identifisering og håndtering av interessekonflikter vil gjelde generelt. Det foreslås på denne bakgrunn at presiseringen til slutt i bokstav a) ikke inntas i § 2-10.

Utvalget foreslår for øvrig at habilitetsbestemmelsen i dagens børslov § 3-7 videreføres i en ny § 2-12. Bestemmelsen krever at tillitsvalgte og ansatte ikke «deltar i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål », som rimeligvis er noe annet enn et krav om å betryggende rutiner.

6.4.3.3 Risikoer

Etter art. 39 bokstav b) skal et regulert marked være «adequately equipped» for å håndtere risikoene som markedet utsettes for. Det skal videre treffes nødvendige tiltak med hensyn til å identifisere og håndtere operasjonell risiko. Utvalget antar at norsk rett oppfyller kravene i bokstav b) gjennom de alminnelige kravene som stilles til en børs og autorisert markedsplass virksomhet, jf. børsloven §§ 5-1 og 6-4, samt kravet for børs` internkontroll i § og 3-4.[19] Utvalget foreslår langt på vei at gjeldende virksomhetsregler videreføres, jf. pkt. 2.19. I tillegg foreslås det en egen bestemmelse om gjennomføring av art. 39 bokstav b), nærmere bestemt om identifisering og håndtering av signifikante risikoer som virksomheten utsettes for. Det vises til forslaget til § 2-10 bokstav b) og omtalen i de spesielle motivene.

6.4.3.4 Tekniske systemer

Krav til regulerte markeders tekniske systemer, herunder sikkerhetssystemer følger av art. 39 bokstav c). Etter børsloven § 5-1 annet ledd skal børs ha «de systemer for gjennomføring av handel som er nødvendige i forhold til den måten virksomheten er organisert på». Tilsvarende gjelder for autoriserte markedsplasser etter børsloven § 6-4 annet ledd. Konsesjon som børs eller autoriser markedsplass vil ikke bli gitt med mindre de tekniske systemene er robuste og sikre. Både Oslo Børs og Nord Pool har såkalte «disaster sites» som skal sikre at handelen kan opprettholdes selv om en uforutsett begivenhet skulle ramme børsen. Utvalget kan ikke se behov for å endre gjeldende rett i lys av art. 39 bokstav d). Det vises til forslaget til ny § 2-19 der de generelle kravene til et regulert markeds virksomhet fremkommer. I nødvendig grad kan Kredittilsynet gi pålegg om retting dersom et regulert markeds tekniske systemer ikke oppfyller kravene i § 2-19, jf. lovutkastet § 4-4.

6.4.3.5 Handelsregler

Direktivets krav til regulerte markeders handelsregler følger av art. 39 bokstav d). Bestemmelsen stiller vilkår om ikke-diskresjonære «rules and procedures» som sørger for rettferdig («fair») og ordnet handel, og som etablerer objektive kriterier for en effektiv gjennomføring av ordre. Børsloven har regler om kursnotering og handel i §§ 5-1 og 5-3 (sistnevnte gjelder også for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-8). Oslo Børs, Nord Pool og IMAREX har alle handelsregler som tilfredsstiller vilkårene i art. 39 bokstav d). Det kan likevel reises spørsmål om norsk rett fullt ut er på linje med direktivreguleringen på dette punktet, all den tid lovkravene som stilles er beskjedne. Utvalget foreslår følgelig at det i ny § 2-10 i bokstav c) inntas en bestemmelse

[19] De alminnelige kravet til forsvarlig forvaltning av selskapet etter allmennaksjeloven kapittel 6 er også relevante.

som gjennomfører bokstav d). Etter forslaget skal regulerte markeder fastsette interne regler og treffe nødvendige tiltak som sikrer:

> «gjennomsiktige og faste handelsregler og prosedyrer, herunder etablering av objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre, jf. § 2-21»

Etter forslaget skal regulerte markeders handelsregler være gjennomsiktige og «faste». Sistnevnte vilkår gjennomfører direktivets «non-discretionary». Vilkåret medfører ikke at enhver ordre skal kunne gjennomføres (åpenbart gale ordre må for eksempel kunne trekkes av markedsplassen), men at det skal finnes forutsigbare og tydelige regler om handel. Direktivet stiller krav om at handelsreglene skal være «fair» og legge til rette for «orderly» handel. Utvalget antar ikke at det er nødvendig å eksplisitt innta disse vilkårene i den norske lovbestemmelsen. Kravene vil følge av de generelle virksomhetsbestemmelsene i ny § 2-19. Det kan uansett i lys av den nye regulatoriske konkurransesituasjonen vanskelig tenkes et regulert marked som ikke har handelsregler som tilfredsstiler direktivet på dette punktet. De nærmere handelsreglene vil fastsettes av markedet selv. Det er i forslaget inntatt en henvisning til ny § 2-21 for å tydeliggjøre dette.

6.4.3.6 Gjennomføring av transaksjoner

Etter art. 39 bokstav e) skal en medlemsstat kreve at et regulert marked har effektive ordninger «to facilitate» en effektiv og tidsmessig gjennomføring av transaksjoner. Bestemmelsen innebærer ikke noe krav om å forestå selve oppgjøret. Utvalget antar at direktivet typisk vil kunne tilfredsstilles ved at det regulerte markedet stiller krav om at verdipapirene som skal noteres, må være registrert i et verdipapirregister.[20] For norske allmennaksjeselskapers vedkommende følger dette av allmennaksjeloven og verdipapirregisterloven. Utvalget foreslår at art. 39 bokstav e) gjennomføres som ny § 2-10 bokstav d) i børsloven. Det foreslås ikke å innta noen mer presis angivelse av hva slike effektive foranstaltninger vil være. Det enkelte regulerte marked må derved, som i dag, vurdere konkret hvilke vilkår som skal stilles for opptak, sett i lys av behovet for en effektiv gjennomføring av transaksjoner.

6.4.3.7 Finansielle ressurser

Børsloven §§ 4-5 og 4-6 tilfredsstiller MiFID art. 39 bokstav f). Utvalget foreslår at gjeldende rett videreføres i form av nye §§ 2-17 og 2-18, jf. pkt. 6.3.3.6.

[20] Jf. Oslo Børs' regler for opptak av aksjer og grunnfondsbevis mv. pkt. 2.4.7.

Kapittel 7
Regulerte markeder – operasjonelle krav

7.1 Opptak til handel

7.1.1 EØS-rett

7.1.1.1 Generelt

Direktivet art. 40 har regler om opptak av finansielle instrumenter til handel («admission of financial instruments to trading»).[1] MiFIDs utgangspunkt er at regulerte markeder selv skal fastsette sine opptaksregler på bakgrunn av føringene som er lagt for medlemsstatene i direktivet, jf. «Member States shall require». Et regulert marked har adgang til å stille strengere vilkår om opptak til handel enn de som følger av direktivet, jf. fortalen pkt. 57 annet punktum:

> «A regulated market should not be prevented from applying more demanding requirements in respect of the issuers of securities or instruments which it is considering for admission to trading than are imposed pursuant to this Directive.»

Reglene i art. 40 om opptak av finansielle instrumenter til handel gjelder generelt for regulerte markeder. For de regulerte markedene som er «stock exchanges» gjelder det tilleggskrav om opptak til «official listing», jf. direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) og fortalen til MiFID pkt. 57 første punktum. I tilfelle motstrid mellom MiFID og opptaksdirektivet skal sistnevnte gis forrang, jf. samme referanse.

Etter art. 40 nr. 6 skal det fastsettes utfyllende bestemmelser om opptaket til handel mv. Det vises til omtalen under pkt. 7.1.1.2.

7.1.1.2 Krav til opptaksreglene

I følge art. 40 nr. 1 første ledd skal medlemsstatene stille vilkår om klare og gjennomsiktige opptaksregler:

> «Member States shall require that regulated markets have clear and transparent rules regarding the admission of financial instruments to trading»

Etter annet ledd i bestemmelsen skal reglene sikre at ethvert finansielt instrument som er tatt opp til handel på et regulert marked, kan omsettes på en rettmessig, ordet og effektiv måte. Reglene skal videre stille vilkår om at omsettelige verdipapirer er fritt omsettelig:

> «Those rules shall ensure that any financial instruments admitted to trading in a regulated market are capable of being traded in a fair, orderly and efficient manner and, in the case of transferable securities, are freely negotiable.»

Det kan reises spørsmål om opptaksreglene kun skal stille krav om at de aktuelle instrumentene skal kunne omsettes på en rettmessig, ordnet og effektiv måte, eller om det også skal stilles vilkår om et visst minimumsnivå for så vidt gjelder forventet omsetning. Ordlyden kan sies å tale for første alternativ.

Etter art. 40 nr. 6 bokstav a) skal det fastsettes nærmere regler om opptaksvilkårene:

> «(a) specify the characteristics of different classes of instruments to be taken into account by the regulated market when assessing whether an instrument is issued in a manner consistent with the conditions laid down in the second subparagraph of paragraph 1 for admission to trading on the different market segments which it operates;»

Etter art. 40 nr. 2 skal det regulerte markedets regler stille visse tilleggsvilkår med hensyn til opptak av derivater til handel:

> «In the case of derivatives, the rules shall ensure in particular that the design of the derivative contract allows for its orderly pricing as well as for the existence of effective settlement conditions.»

Som det fremgår, skal det regulerte markedets opptaksregelverk sikre at utformingen av derivatkontraktene er slik at det kan finne sted en ordnet prising/prisdannelse. Det er etter ordlyden ikke stilt krav om et velfungerende marked for det underliggende. I tillegg skal regelverket sikre at det finnes effektive oppgjørsforhold, jf. «existence of effektive settlement conditions». Det er i art. 40 nr. 2 ikke stilt krav om at det regulerte markedet selv skal forestå oppgjøret av transaksjoner.

[1] Det er i art. 42 forutsatt at det skal fastsettes egne, mer spesifikke handelsregler, jf. nr. 2 bokstav b).

7.1.1.3 Tilleggskrav for regulerte markeder ved opptak av finansielle instrumenter til handel

Etter art. 40 nr. 3 skal regulerte markeder forsikre seg om at utstedere av omsettelige verdipapirer etterlever sine løpende og periodiske informasjonsforpliktelser, herunder prospektreglene ved opptak:

> «In addition to the obligations set out in paragraphs 1 and 2, Member States shall require the regulated market to establish and maintain effective arrangements to verify that issuers of transferable securities that are admitted to trading on the regulated market comply with their obligations under Community law in respect of initial, ongoing or ad hoc disclosure obligations.»

Det kan reises spørsmål om hva som ligger i «establish and maintain effective arrangements». Det synes riktig å legge til grunn at det regulerte markedet kun skal forsikre seg om («verify», «kontrollere» i den danske versjonen) at utstederne etterlever sine forpliktelser. Slik forsikring kan formentlig søkes på flere måter. Bestemmelsen er trolig mest praktisk for EØS-land der samme finansielle instrument er opptatt til handel på flere regulerte markeder og/eller flere tilsynsmyndigheter som skal påse at utstederforetaket etterlever sine forpliktelser. De nærmere fellesskapsreglene om kontroll med utstedernes periodiske og løpende rapportering følger av direktiv 2003/6/EF (markedsmisbruk) og 2004/19/EF (transparency). Kravene til prospekt ved opptak til handel følger av direktiv 2003/71/EF (prospekter). De nærmere vilkårene for et regulert markeds «arrangements» i denne forbindelse skal fastsettes i form av nivå-2 lovgivning, jf. art. 40 nr. 6 bokstav b):

> «(b) clarify the arrangements that the regulated market is to implement so as to be considered to have fulfilled its obligation to verify that the issuer of a transferable security complies with its obligations under Community law in respect of initial, ongoing or ad hoc disclosure obligations;»

Etter art. 40 nr. 3 annet ledd skal medlemmer på regulerte markeder gis tilgang på opplysninger som offentliggjøres som følge av fellesskapsretten:

> «Member States shall ensure that the regulated market establishes arrangements which facilitate its members or participants in obtaining access to information which has been made public under Community law.»

Det kan også her stilles spørsmål om hva som ligger i kravet om «arrangements». Bestemmelsen er trolig mest relevant der det er flere regulerte markeder der de samme finansielle instrumentene er opptatt til handel, og/eller flere mekanismer for periodisk og løpende offentliggjøring av informasjon. Hensynet bak bestemmelsen er presumptivt å sørge for at medlemmer har relevante opplysninger slik at deres kunder kan gis best mulig service i forbindelse med sine investeringsbeslutninger. Også her skal det fastsettes nærmere regler, jf. art. 40 nr. 6 bokstav c) som lyder:

> «(c) clarify the arrangements that the regulated market has to establish pursuant to paragraph 3 in order to facilitate its members or participants in obtaining access to information which has been made public under the conditions established by Community law.»

Det vises til utredningen del 2 med hensyn til reglene om periodisk og løpende offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger.

Etter art. 40 nr. 4 skal regulerte markeder «regulary» påse at vilkårene for opptak av finansielle instrumenter til handel etterleves:

> «Member States shall ensure that regulated markets have established the necessary arrangements to review regularly the compliance with the admission requirements of the financial instruments which they admit to trading.»

Art. 40 nr. 4 stiller krav om at det regulerte markedet kontrollerer at opptaksvilkårene blir fulgt. De nærmere kravene til slike «necessary arrangements» fremgår derimot ikke av bestemmelsen. Det må rimeligvis vurderes konkret hvilke foranstaltninger et regulert marked må treffe i denne forbindelse, jf. pkt. 7.1.3 under.

7.1.1.4 Opptak til handel uten utsteders samtykke

Art. 40 nr. 5 inneholder regler om opptak til handel uten utsteders samtykke av omsettelige verdipapirer som allerede er tatt opp til handel på et annet regulert marked (såkalt «unsponsored listing»). Det er i bestemmelsen forutsatt at slik notering skal kunne skje:

> «A transferable security that has been admitted to trading on a regulated market can subsequently be admitted to trading on other regulated markets, even without the consent of the issuer and in compliance with the relevant provisions of Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of... on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC(23). The issuer shall be informed by the regulated market of the fact

that its securities are traded on that regulated market. The issuer shall not be subject to any obligation to provide information required under paragraph 3 directly to any regulated market which has admitted the issuer's securities to trading without its consent.»

Notering uten utsteders samtykke forutsetter etter bestemmelsen at de finansielle instrumentene er tatt opp til handel på et annet regulert marked, samt at kravene til utarbeidelse av prospekt oppfylles. Direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet) er gjennomført i norsk rett i dagens kapittel 5 (med forskrifter) i vphl.

En utsteder hvis omsettelige verdipapirer blir tatt opp til handel uten å ha samtykket skal etter art. 40 nr. 5 siste punktum ikke underlegges noen informasjonsforpliktelser overfor andre regulerte markeder enn «primærnoteringsstedet».

7.1.2 Norsk rett

7.1.2.1 Generelt

Børsloven har regler om opptak til handel på henholdsvis børs og autoriserte markedsplasser i §§ 5-6 og 6-7. Det er i medhold av børsloven gitt nærmere regler om børsnotering av aksjer, obligasjoner mv. i børsforskriften. Oslo Børs, Nord Pool og IMAREX har alle fastsatt utfyllende bestemmelser om notering i sine vilkår, jf. for eksempel Oslo Børs' børsregler og Nord Pools opptaksregler (jf. også børsloven §§ 5-1 tredje ledd og 6-4 tredje ledd som forutsetter at slike regler skal gis). Det er etter norsk lov som utgangspunkt ingen plikt til å bruke oppgjørssentral ved handler av noterte finansielle instrumenter, jf. likevel vphl. §§ 9-4 tredje ledd og 11-1.[2]

7.1.2.2 Børsnotering

Hovedregelen om børsnotering følger av børsloven § 5-6 første ledd første og annet punktum:

> «Finansielle instrumenter kan opptas til børsnotering dersom vedkommende børs finner at de finansielle instrumentene er egnet for dette og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Opptak til børsnotering av omsettelige verdipapirer kan bare skje etter søknad fra utstederen.»

Det er i bestemmelsen stilt tre grunnvilkår for børsnotering. For det første må et finansielt instrument anses «egnet» for notering. Det er den enkelte børs som skal foreta denne vurderingen (likevel slik at de nærmere vilkårene for notering også må være tilstede). Videre må et finansielt instrument som skal noteres «forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning». Ved avgjørelsen av om et omsettelig verdipapir skal anses egnet for børsnotering skal det blant annet legges vekt på utstederforetakets økonomi, jf. tredje punktum. Vilkåret om regelmessig omsetning er etter ordlyden ikke et «løpende» vilkår, og et finansielt instrument kan i utgangspunktet forbli notert selv om det er svært lav likviditet i instrumentet. Til slutt forutsetter børsnotering en søknad fra utsteder. Det er følgelig ikke adgang til såkalt «unsponsored listing» etter børsloven § 5-6.

Nærmere krav til børsnotering av visse derivater følger av børsloven § 5-6 første ledd femte punktum:

> «Opptak til børsnotering av finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 annet ledd nr. 4 til 7, kan skje dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i det eller de underliggende finansielle instrumentene eller dersom det av et prospekt etter annet ledd i paragrafen her eller etter verdipapirhandelloven § 5-1 fremgår at slik handel må forventes å skje innen seks måneder fra tidspunktet fra offentliggjøring av prospektet.»

Bestemmelsen er i forarbeidene omtalt slik, jf. NOU 1999: 3 (børsloven) side 262:

> «Det understrekes at dette ikke skal innebære et krav om at nevnte handel og kursfastsettelse må skje ved samme børs, dersom børsen anser at markedet og børsmedlemmene har forsvarlig informasjonsgrunnlag om slik handel og kursnotering ved en annen børs eller markedsplass.»

I den grad det ikke finner sted omsetning av det underliggende, kan notering likevel finne sted, forutsatt at det utarbeides prospekt hvor det fremgår at slik omsetning må forventes innen seks måneder.

Børsnotering av varederivater er regulert i børsloven § 5-6 første ledd sjette punktum. Her fremkommer det at børsnotering kun kan skje dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende prisfastsettelse i den eller de underliggende varer eller tjenester. Til illustrasjon omsettes fysisk kraft på Nord Pools spotmarked, mens forward- og future kontrakter på kraften er notert på det finansielle markedet.

[2] Plikt til bruk av oppgjørssentral kan derimot følge av den enkelte børs/markedsplass regler. Til illustrasjon skal kraftderivater som omsettes på Nord Pool, cleares hos Nord Pool Clearing.

Børsloven § 5-6 annet ledd inneholder regler om utarbeidelse av prospekt ved børsnotering. Utgangspunktet er at prospekt skal offentliggjøres før kursnoteringen starter. De nærmere kravene til slikt prospekt følger etter gjennomføringen av direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet) av vphl. kapittel 5 med forskrifter. Hjemmel for fastsettelse av nærmere regler om børsnotering følger av § 5-6 tredje ledd:

> «Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om vilkår for å oppta finansielle instrumenter til børsnotering, herunder om utsteders løpende forpliktelser, om utarbeidelse og offentliggjøring av prospekt eller andre opplysninger. Departementet kan i forskrift fastsette unntak fra kravet i første ledd om søknad fra utsteder av omsettelige verdipapirer som er børsnotert ved annen børs, samt fra reglene om utsteders opplysningsplikt i § 5-7 for omsettelige verdipapirer som er børsnotert.»

Det kan i forskrift fastsettes unntak fra kravet om søknad fra utsteder ved børsnotering av omsettelig verdipapir som er notert på annen børs. I tilfelle kan det også gis unntak fra utsteders opplysningsplikt etter § 5-7.

Nærmere regler om vilkår for og søknad om børsnotering av aksjer, obligasjoner, tegningsretter mv. følger av børsforskriften.

7.1.2.3 Notering på autoriserte markedsplasser

Børslovens utgangspunkt er at autorisert markedsplass selv skal fastsette regler om opptak til notering, jf. § 6-4 tredje ledd:

> «Til utfylling av denne lov med forskrifter skal markedsplassen fastsette regler og forretningsvilkår om opptak til notering og handel, kursnotering, samt om rettigheter og plikter for utsteder av finansielle instrumenter som er opptatt til notering og handel og for markedsplassens medlemmer. Markedsplassens regler og forretningsvilkår, og endringer i disse skal innsendes til Kredittilsynet. Kredittilsynet kan kreve disse endret dersom de ikke oppfyller lov eller forskrift. Kredittilsynet kan fastsette frist for innsending av endring og tillegg i regler og forretningsvilkår før endringen eller tillegget settes i verk.»

Hovedregelen blir derved at det er opp til markedsplassen å avgjøre hva slags instrumenter som skal noteres, og på hvilke vilkår noteringen skal finne sted, jf. Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) om ny børslov pkt. 8.3.11.3:

> «Departementet slutter seg til utvalgets forslag om ikke å fastsette vilkår i børsloven for opptak av finansielle instrumenter til notering og handel på autoriserte markedsplasser. I motsetning til det som gjelder for børs stiller ikke EØS-reglene krav til opptakskriterier for autoriserte markedsplasser. I lovforslaget § 6-4 tredje ledd er det foreslått at markedsplassen til utfylling av børsloven med forskrifter skal fastsette regler og forretningsvilkår som regulerer vilkår for opptak av finansielle instrumenter til notering og handel på markedsplassen.»

Utgangspunktet over er til en viss grad fraveket i børslovens § 6-7. Reglene her er likevel mindre omfattende enn kravene i lovens del 2. I NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 22.2.1 heter det som følger: [3]

> «Utvalget legger på bakgrunn av drøftelsene i kapittel 16 til grunn at en autorisert markedsplass skal oppfylle de minimumsvilkår som investeringstjenestedirektivet art. 1 nr 13 setter for et regulert marked. Det er derimot en forutsetning at autoriserte markedsplasser ikke skal pålegges å oppfylle opptaksdirektivet med dets krav for opptak til offisiell notering. Etter utvalgets oppfatning vil skillet mellom børs og autorisert markedsplass særlig ligge i opptaksreglene. Det er her behovet ligger for nyetablerte og/eller mindre foretak. Disse selskapene kan ha problemer med å hente inn risikokapital fordi de ikke oppfyller opptakskravene på børsene.»

Børsloven § 6-7 har regler om opptak til notering og handel på autoriserte markedsplasser. Etter første ledd kan opptak av omsettelige verdipapirer kun skje etter søknad fra utsteder. Etter § 6-7 annet ledd skal det utarbeides prospekt ved opptak til notering og handel på autorisert markedsplass. I § 6-7 tredje ledd første punktum presiseres det at autoriserte markedsplasser kan oppta børsnoterte finansielle instrumenter til notering og handel. Presiseringen er strengt tatt unødvendig all den tid en autorisert markedsplass i utgangspunktet selv bestemmelser hvilke finansielle instrumenter den vil notere, samt vilkårene som skal gjelde for denne noteringen. Departementet kan etter § 6-7 tredje ledd annet punktum fastsette nærmere regler om notering av børsnoterte omsettelige verdipapirer på autorisert markedsplass, herunder at det skal dispenseres fra kravet om søknad etter første ledd. Transaksjoner i børsnoterte finansielle instrumenter som gjennomføres på en autorisert markedsplass, skal rap-

[3] Børslovens regulering av autoriserte markedsplasser er likevel mer omfattende enn ISDs minimumskrav.

porteres til vedkommende børs etter nærmere regler, jf. § 6-7 tredje ledd tredje punktum.

7.1.3 Utvalgets vurdering

7.1.3.1 Generelt

Direktivet har i art. 40 i motsetning til IDS, detaljerte regler om opptak til handel. Som en følge må av direktivet detaljgrad, må opptakskravene i børsloven §§ 6-4 tredje ledd og 6-7 som utgangspunkt endres. Opptakskravene for verdipapirbørser med «official listing» må videreføres all den tid direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) fortsatt vil gjelde for slike. EUs nivå-2 regler som vil bli fastsatt med hjemmel i art. 40 må også gjennomføres i norsk rett. Utvalget legger til grunn at disse reglene blir fastsatt i forskrift.

7.1.3.2 Generelle opptakskrav som vil gjelde for alle regulerte markeder

Det er i art. 40 nr. 1 stilt vilkår om «clear and transparent rules» vedrørende opptak av finansielle instrumenter til handel. Utvalget foreslår at kravet gjennomføres i ny § 2-21 første ledd i børsloven, hvoretter regulerte markeder skal ha «klare og gjennomsiktige» regler om opptak av finansielle instrumenter til handel. De nærmere vilkårene for opptak til handel vil, som i dag, måtte fastsettes av det enkelte regulerte marked, sett hen til de føringene som legges i ny § 2-21. Bestemmelsen vil også gjelde for børser, men her vil det altså være tilleggskrav (dvs. vilkårene som følger av opptaksdirektivet) for så vidt gjelder «børsnotering», jf. lovutkastet § 3-2 omtalt nedenfor.

Etter direktivet art. 40 nr. 1 annet ledd skal opptaksreglene sikre («ensure») at finansielle instrumenter «are capable of being traded in a fair, orderly and efficient manner». Videre skal omsettelige verdipapirer være fritt omsettelige.[4] Utvalget legger til grunn at bestemmelsen stiller krav til instrumentene som noteres, ikke det regulerte markedets handelssystemer. Etter art. 40 nr. 1 tredje ledd skal handelsreglene stille krav om at derivater kan prises «orderly», samt at det ligger til rette for et effektivt oppgjør av kontraktene. Utvalget foreslår at art. 40 nr. 1 annet og ledd gjennomføres i form av ny § 2-21 annet ledd:

> «Regler fastsatt i medhold av første ledd skal sørge for at finansielle instrumenter kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måte, samt at omsettelige verdipapirer, jf. verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd, er fritt omsettelige. Ved opptak av derivater til handel skal reglene sørge for at derivatkontraktene er utformet på en måte slik at de sikrer korrekt prisdannelse og effektive oppgjørsbetingelser.»

Det kan reises spørsmål om hvordan vilkåret «ensure» best kan inntas i den norske lovbestemmelsen. Utvalget antar at «skal sørge for» er dekkende. Det oppstilles derved et krav til opptaksreglenes utforming ved at disse må inneholde vilkår som sikrer at (eller «sørger for») de finansielle instrumentene kan handles på en rederlig, velordnet og effektiv måte, og stiller krav om at omsettelige verdipapirer er fritt omsettelig. Det stilles i art. 40 nr. 2 ytterligere krav ved regulerte markeders opptak til handel av derivater. Utvalget foreslår i denne forbindelse at opptaksreglene skal sørge for at derivatkontrakter er utformet slik at det kan finne sted en korrekt prisdannelse og effektive oppgjørsbetingelser. De nærmere clearingbestemmelsene vil rimeligvis fremgå av et eget regelverk og ikke av handelsreglene.

Tilleggsplikter for regulerte markeder (utover å ha opptaksregler) følger av direktivet art. 40 nr. 3 flg. Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres ved en ny § 2-21 tredje ledd. Etter forslaget skal regulerte markeder ha ordninger for å påse at utsteder av omsettelige verdipapirer oppfyller sine informasjons- og prospektplikter, jf. ny § 2-21 tredje ledd. Forslaget innebærer at regulert marked må forsikre seg om at utstedere etterlever visse plikter. Det må vurderes konkret hvilke tiltak som her er påkrevd. Grunnvilkåret som må oppfylles i så måte er at det regulerte markede skal «ha ordninger for å påse» at informasjonsforpliktelsene etterleves, jf. lovutkastet § 10-24 om offentliggjøring av informasjon.

Utvalget foreslår at direktivet art. 40 nr. 3 annet ledd gjennomføres ved en ny § 2-21 fjerde ledd. Etter forslaget skal regulerte markeder ha ordninger for å lette medlemmers tilgang til informasjonspliktige opplysninger som offentliggjøres av utstedere. Det må også her vurderes konkret hvilke tiltak som er nødvendige. Så lenge offentliggjøring av slike opplysninger skjer gjennom børsens informasjonssystem og medlemmene (i likhet med andre) har tilgang til disse, antas det ikke å være påkrevd med særskilte ordninger. I den grad informasjonspliktige opplysninger ikke offentliggjøres gjennom børsen må det vurderes nærmere hvilke tiltak som er nødvendig. Det må her særlig ses hen til de foreslåtte reglene om «the central storage» av informasjonspliktig informasjon, jf.

[4] Se utredningen pkt. 7.1.3.3 om dette vilkåret.

direktiv 2004/109/EC (transparencydirektivet) art. 19 nr. 2 omtalt i del 2.

I følge art. 40 nr. 4 skal regulerte markeder etablere nødvendige ordninger for å påse at opptaksvilkårene for finansielle instrumenter etterleves:

> «Member States shall ensure that regulated markets have established the necessary arrangements to review regularly the compliance with the admission requirements of the financial instruments which they admit to trading.»

Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres i form av en ny § 2-21 femte ledd. Hovedvilkåret i forslaget er «ordninger for regelmessig å påse» at opptaksvilkårene er innfridde. Det må vurderes konkret hva som ligger i dette, men det synes riktig å legge til grunn at det må etableres rutiner og prosedyrer for det regulerte markedets kontroll. Etter direktivet skal kontrollen foregå «regularly». Utvalget foreslår, som det fremgår, å innta vilkåret i den norske lovbestemmelsen. Plikten til å kontrollere etterlevelsen av opptaksvilkårene gjelder for så vidt «løpende», men likevel slik at det regulerte markedet rimeligvis må kunne finne et fornuftig intervall for hvor ofte det skal forsikre seg om at vilkårene for opptak til handel er innfridde. På tilsvarende måte må det regulerte markedet vurdere hvor grundig kontrollen skal være i det enkelte tilfelle. Her vil blant annet forhold som en aksjes likviditet, volatilitet og andre utstederrelaterte forhold kunne være relevante i vurderingen. Hvis et finansielt instrument ikke lenger møter vilkårene som er satt for opptak til handel, vil instrumentet kunne bli suspendert eller strøket, jf. pkt. 7.3.

Etter lovutkastet § 2-21 sjette ledd kan regulerte markeder uten utsteders samtykke, ta opp til handel omsettelige verdipapirer som er notert på andre regulerte markeder. Forslaget gjennomfører art. 40 nr. 5. En forutsetning for slikt opptak er at kravene til prospekt i dagens vphl. kapittel 5 oppfylles. Utstederen skal heller ikke underlegges noen informasjonsforpliktelser overfor «sekundærnoteringsstedet», jf. forslaget. Slik utsteder skal videre etter forslaget gis melding av det regulerte markedet der «sekundærnotering» finner sted, at utsteders omsettelige verdipapirer er tatt opp til handel. Vilkåret er i samsvar med direktivet art. 40 nr. 5 (her benyttes riktignok «securites» i siste punktum, men lest i sammenheng synes det klart at det er snakk om omsettelige verdipapirer).

Som i dag foreslås det at opptaksregelverket (som øvrig regelverk) skal forelegges Kredittilsynet, som kan kreve at disse endres dersom de er i strid med lov eller forskrift, jf. dagens § 6-4 tredje ledd og forslaget til videreføring i form av ny § 2-19 tredje ledd.

Gjeldende børslov har i § 5-7 annet ledd regler om opplysningsplikt for utstedere mv. overfor børsen. Bestemmelsen gjelder tilsvarende for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-8. Utvalget foreslår at opplysningspliktsbestemmelsen videreføres i § 2-21 syvende ledd, men at denne utvides til også å omfatte andre enn utsteder som har søkt om opptak til handel.

Det skal fastsettes nivå-2 regler i medhold av art. 40, jf. nr. 6. Utvalget foreslår at det i ny § 2-21 åttende ledd inntas en hjemmel for fastsettelse av slike regler.

7.1.3.3 Spesielle opptakskrav for børser med offisiell noteringsliste

MiFID art. 40 gjelder generelt for regulerte markeder, herunder børser. Tilleggskrav om opptak til «offisiell notering» følger av direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet). Opptaksdirektivet er gjennomført i norsk rett gjennom børsloven §§ 5-4 tredje ledd, 5-6 og børsforskriften. Sistnevnte forskrift inneholder mer detaljerte regler enn børsloven, og må som utgangspunkt videreføres forutsatt at det skal finnes norske regler om «offisiell børsnotering».[5] En børs kan likevel også oppta finansielle instrumenter til handel til annet enn slik «offisiell børsnotering», med mindre noe annet er bestemt i nasjonal rett, jf. fortalen til nevnte direktiv pkt. 23.[6] Ved motstrid mellom MiFID og opptaksdirektivet skal sistnevnte gis forrang, jf. fortalen til MiFID pkt. 57 første punktum. I den grad

[5] Det kan reises spørsmål om børsforskriftens regler om verdipapirers frie omsettelighet bør endres. Etter børsforskriften § 2-4 skal børsnoterte aksjer «i prinsippet» være fritt omsettelige (jf. § 8-3 om obligasjoner og § 7-8 for tegningsretter). Det er åpnet for at det i henhold til vedtekter, lov eller forskrift kan være adgang til å nekte samtykke til et aksjeerverv, jf. annet punktum. Etter forslaget til ny § 2-21 annet ledd skal omsettelige verdipapirer være «fritt omsettelige». Nærmere regler om dette skal fastsettes på nivå-2, jf. ESC/20/2005 art. 17. Etter opptaksdirektivet skal aksjer være «freely negotiable», jf. art. 46 nr. 1. Tilsvarende gjelder for «debt secutities», jf. artiklene 54 nr. 1 og 60. Utvalget antar at spørsmålet bør vurderes ved gjennomføringen av MiFIDs nivå-2 regler, men bemerker at det i «skjellig grunn» i børsforskriften må antas å ligge et saklighetskrav, noe som medfører at aksjer bare under spesielle omstedigheter ikke vil være fritt omsettelige.

[6] Etter fortalens pkt. 23 har mange børser «second-tier markets in order to deal in shares of companies not admitted to official listing». Rekkevidden av passusen er ikke umiddelbart klart, jf. fortalens pkt. 22 hvoretter «Member States may find it useful to establish non-discriminatory minimum criteria which issuers must fulfil to be eligible to benefit from the possibilities of exemption provided for in this Directive». Det er ikke del av utvalgets mandat å vurdere disse forholdene nærmere.

det ikke er motstrid mellom direktivene og MiFID angir en løsning uten at opptaksdirektivet regulerer forholdet, vil de generelle reglene for regulerte markedet også gjelde for børser. Dette betyr at børsloven ny § 2-21 som utgangspunkt også vil gjelde for børser, jf. under.

Utvalget foreslår at det fastsettes en ny bestemmelse om opptak til børsnotering, jf. ny § 3-2 første ledd:

> «Finansielle instrumenter kan opptas til børsnotering etter reglene i § 2-21, jf. forskrift gitt i medhold av denne, og børsens egne regler dersom vedkommende børs finner at de finansielle instrumentene er egnet for dette og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning.

Forslaget er ment å erstatte § 5-6 første ledd og rendyrker gjeldende systematikk hvoretter hovedreglene om børsnotering står i lov og detaljregulering i forskrift. Det er i forslaget presisert at også børser må følge reglene i § 2-21 ved opptak av finansielle instrumenter til «børsnotering». Videre er det presisert at børsen selv kan fastsette nærmere opptaksregler. Utkast til slike skal etter ny § 2-19 tredje ledd sendes Kredittilsynet på vanlig måte. Etter annet ledd i forslaget til ny § 3-2 er det inntatt en forskriftshjemmel hvorved gjeldende regulering i børsforskriften kan videreføres og/eller endres.

Børsloven § 5-6 første ledd fjerde punktum flg. oppstiller visse minimumsvilkår for så vidt gjelder opptak til handel av derivater. MiFID art. 40 nr. 2 inneholder krav om at derivatkontraktene skal være utformet på en måte om sikrer en korrekt prisdannelse og effektive oppgjørsordninger. Bestemmelsen er foreslått gjennomført i § 2-21 annet ledd som også vil gjelde for børser. Med dette er det ikke påkrevd å videreføre dagens § 5-6 første ledd fjerde punktum flg. Det er heller ikke nødvendig å videreføre § 5-6 annet og tredje ledd utover hjemmelen for departementet til å fastsette nærmere regler. Prospektreglene fremkommer av dagens kapittel 5 i vphl. med forskrifter. Tilsvarende vil utsteders informasjonsplikt regulertes av verdipapirhandelloven.

Når det gjelder opptak til handel av finansielle instrumenter uten utsteders samtykke, legger utvalget til grunn at MiFIDs løsning også må gjelde for børser. Det foreslås derfor at dagens § 5-6 første ledd annet punktum strykes. Tilsvarende foreslår utvalget at dagens § 5-6 tredje ledd annet punktum ikke videreføres. Adgangen for en børs til å notere finansielle instrumenter uten utsteders samtykke vil derved reguleres av børsloven ny § 2-21 sjette ledd.

7.2 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel

7.2.1 EØS-rett

Etter MiFID art. 41 nr. 1 første ledd skal et regulert marked kunne suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel dersom instrumentet ikke lenger oppfyller det regulerte markedets regler. Suspensjon eller strykning kan likevel ikke finne sted hvis det er sannsynlig at et slikt skritt vil være til vesentlig («significant») skade for investorer eller markedets ordnede funksjon («orderly function»). Adgangen til å suspendere eller stryke skal gjelde uavhengig av den kompetente myndighetens kompetanse etter art. 50 (som inkluderer retten til å suspendere eller stryke fra handel).

Det regulerte markedet skal offentliggjøre en beslutning om suspensjon eller strykning av et finansielt instrument og dessuten gi den kompetente myndigheten relevant informasjon, jf. art. 40 nr. 1 annet ledd. Den kompetente myndigheten skal informere kompetente myndigheter i andre medlemsstater. Pliktene gjelder uavhengig av eventuelle plikter et regulert marked har til å informere andre regulerte markeder.

Dersom den kompetente myndigheten krever suspensjon eller strykning av et finansielt instrument, skal en slik beslutning offentliggjøres og kompetente myndigheter i andre medlemsstater informeres, jf. art. 40 nr. 2. Kompetente myndigheter i andre medlemsstater skal kreve instrumentet suspendert eller fjernet fra regulerte markeder eller MHF med mindre det er sannsynlighet for at et slikt skritt vil vise seg å være til betydelig («significant») skade for investorer eller markedets ordnede funksjon («orderly function»). Det kan reises spørsmål om kravet til å notifisere andre lands tilsynsmyndigheter gjelder generelt, eller om det er tilstrekkelig å notifisere kompetente myndigheter i de land der det aktuelle finansielle instrumentet er opptatt til handel eller omsettes. Ordlyden i art. 40 nr. 2 støtter første alternativ. I motsatt retning taler at opplysninger om suspensjon eller strykning av et finansielt instrument som ikke er opptatt til handel eller omsatt i et medlemsland, vil være av liten interesse for dette landets kompetente myndighet. All den tid ordlyden er såpass klar må det antas at kravet om å notifisere gjelder generelt.

7.2.2 Norsk rett

Regler om suspensjon og strykning fra børsnotering følger av børsloven §§ 5-9 og 5-8. Bestemmelsene er omtalt i NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 20.4.5 og gjelder tilsvarende for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-8. Det er fastsatt utfyllende regler til §§ 5-9 og 5-8 i børsforskriften. Direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) har i art. 18 regler om suspensjon og strykning. Norsk rett er mer utfyllende enn bestemmelsene i MiFID og opptaksdirektivet.

Etter børsloven § 5-9 første ledd kan børsen vedta at et finansielt instrument skal suspenderes fra børsnotering dersom særlige grunner tilsier det. Suspensjonen må ikke vare lenger enn påkrevet og ikke i noen tilfelle utover 21 dager. Børsens vedtak om suspensjon kan ikke påklages. Kredittilsynet kan etter annet ledd i § 5-9 beslutte at et finansielt instrument skal suspenderes. Børsforskriften § 25-1 har nærmere regler om suspensjon:

> «Hvis særlige grunner tilsier det, kan børsen vedta suspensjon av notering og handel vedrørende et børsnotert finansielt instrument.
>
> I tilfeller hvor børsstyrets vedtak ikke kan avventes uten skadevirkninger, kan børsdirektøren treffe vedtak etter første ledd. I så fall skal børsstyret snarest mulig ta stilling til om suspensjonen skal opprettholdes.
>
> Suspensjonsvedtaket skal straks meddeles utsteder. Vedtaket kan ikke påklages.
>
> Utsteders plikter etter bestemmelser i børsloven, børsforskriften og andre bestemmelser som pålegger utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter plikter, består i suspensjonstiden.
>
> Utsteder skal holde børsen løpende orientert om de forhold som begrunner suspensjonen så langt disse er kjent for utsteder.
>
> Vedtak om suspensjon og opphør av suspensjon skal offentliggjøres umiddelbart.
>
> Børsen skal sammen med utsteder løpende søke å opplyse de forhold som begrunner suspensjonen, og skal løpende vurdere om det er påkrevd å opprettholde suspensjonsvedtaket. Suspensjonen skal oppheves når den ikke lenger er påkrevd, og skal ikke i noe tilfelle vare utover 21 dager.»

Etter børsloven § 5-8 kan børsen vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det:

> «Børs kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det.
>
> Utsteder av børsnoterte omsettelige verdipapirer kan søke om at disse skal strykes fra børsnotering.
>
> Søknad om at aksjer skal strykes fra børsnotering kan bare fremmes dersom generalforsamlingen i utstederselskapet har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Søknad om at grunnfondsbevis skal strykes fra børsnotering kan bare fremmes dersom forstanderskapet i sparebanken har besluttet dette etter reglene for vedtektsendringer.
>
> Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om strykning av finansielle instrumenter fra børsnotering.»

Som det fremgår, kan en utsteder søke om strykning fra børsnotering. Slik søknad vil normalt ikke etterkommes hvis en vesentlig del av minoritetseierne kan bli skadelidende og disse har stemt mot strykning på generalforsamling. Mer konkret betyr dette etter praksis at majoriteten må være i tvangsinnløsningsposisjon, eller at det ikke er et stort antall eller en stor andel av minoritetsaksjonærer som har stemt mot strykning på generalforsamling. Kredittilsynet kan ikke beslutte at et finansielt instrument skal strykes. Børsforskriften § 25-2 har nærmere regler om strykning:

> «Børsen kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for børsnotering eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Har utsteder grovt eller vedvarende brutt bestemmelsene som er fastsatt i eller i medhold av børs-, verdipapir-, aksjelovgivning eller annen lovgivning som regulerer verdipapirhandelen, skal dette i alminnelighet anses for å være en særlig grunn som kan tilsi strykning av utsteders finansielle instrumenter.
>
> Utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter kan søke børsen om at dets finansielle instrumenter blir strøket fra kursnoteringene hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Børsen treffer vedtak om eventuell strykning.
>
> Før det treffes vedtak etter første ledd skal spørsmålet om strykning og hvilke tiltak som eventuelt kan iverksettes for å unngå strykning, drøftes med utsteder. Kan det forhold som begrunner strykning rettes, kan børsen gi utsteder en frist til å rette forholdet eller pålegge utsteder å utarbeide en plan for at foretaket igjen kan oppfylle opptaksvilkårene. Samtidig skal utsteder gjøres kjent med at hvis forholdet ikke blir rettet eller det ikke legges fram en tilfredsstillende plan innen fristens utløp, vil de finansielle instrumentene bli vurdert strøket.

Strykningsvedtaket skal angi tidspunktet strykningen vil bli iverksatt. Ved fastsettelse av iverksettelsestidspunktet skal det bl.a. legges vekt på at innehaverne av de finansielle instrumentene får rimelig tid til å innrette seg på at de finansielle instrumentene ikke lenger vil være børsnotert.

Utsteder skal ha skriftlig underretning om vedtak etter første og annet ledd. Treffer børsen vedtak om strykning, skal begrunnelsen for vedtaket gjengis i underretningen. Videre skal det opplyses om klageadgang til børsklagenemnden, klagefrist og den nærmere fremgangsmåten ved klage.

Vedtak om strykning skal straks offentliggjøres etter reglene i § 23-2.

Blir utsteders finansielle instrumenter strøket fra kursnotering etter søknad fra foretaket, kan det i vedtaket om strykning fastsettes nærmere vilkår som må være oppfylt før vedtaket iverksettes.»

Etter børsforskriften § 25-3 kan et vedtak om strykning gjøres midlertidig på nærmere vilkår.

7.2.3 Utvalgets vurdering

Utvalget foreslår at direktivet art. 40 gjennomføres i form av en ny § 2-22 i børsloven. Bestemmelsen vil erstatte børsloven §§ 5-8 og 5-9, og gjelde generelt for regulerte markeder (herunder børser). Utvalget legger til grunn at det i norsk rett kan fastsettes mer detaljerte regler om suspensjon og strykning enn det som følger av direktivet. Direktivet oppstiller for eksempel ikke nærmere krav til prosedyrer for suspensjon og strykning. Etter utvalgets syn bør de norske reglene til en viss grad regulere også slike forhold, jf. under.

Regulerte markeder (dvs. dets operatører) skal etter art. 40 ha rett til å suspendere eller stryke finansielle instrumenter fra handel så fremt instrumentet «no longer complies with the rules of the regulated market». Unntak gjelder der «such a step would be likely to cause significant damage to the investors' interests or the orderly functioning of the market». Etter norsk rett kan børs og autorisert markedsplass suspendere eller stryke et finansielt instrument fra notering hvis «særlige grunner» tilsier det. Strykning kan også skje der vilkårene for børsnotering ikke lenger er tilstede, jf. børsloven § 5-8. Dette vil åpenbart være en «særlig grunn». Det er i børsforskriften § 25-2 første ledd annet punktum gitt en presumpsjonsregel for når særlig grunn må antas å foreligge for så vidt gjelder strykning.

Utvalget foreslår at ny § 2-22 første ledd viderefører gjeldende vilkår for suspensjon og strykning. Mer konkret foreslås det at suspensjon eller strykning kan finne sted der et finansielt instrument ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak til handel eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Utvalget legger til grunn at forslaget oppfyller direktivets «no longer complies with the rules of the regulated market». Med dette vil et regulert marked kunne suspendere eller stryke et finansielt instrument der det foreligger et brudd på markedes egne regler (forutsatt at de øvrige vilkårene er innfridd). Det må imidlertid antas at også andre grunner enn slike brudd vil kunne foranledige suspensjon eller strykning. Norsk rett vil følgelig på dette punktet ha en mer omfattende/strengere regel enn direktivet.

Unntaket fra suspensjons/strykningsadgangen, dvs. hvor «such a step would be likely to cause significant damage to the investors' interests or the orderly functioning of the market», foreslås gjennomført i ny § 2-22 første ledd annet punktum. Vilkåret savner i dag sitt eksplisitte motstykke i børsloven. Hensynet til investorer og markedets funksjon, må likevel antas å være del av vurderingen «særlige grunner». Utvalget foreslår at direktivets ordlyd «orderly function» gjennomføres ved «markedets oppgaver og funksjon».

Når det gjelder regulerte markeders plikt til å gi melding til den kompetente tilsynsmyndigheten mv., foreslår utvalget at det i ny § 2-22 annet ledd inntas en bestemmelse hvorved opplysninger om suspensjon eller strykning umiddelbart skal offentliggjøres og gis til Kredittilsynet. Det regulerte markedet må selv vurdere hvordan offentliggjøring kan skje mest hensiktsmessig. Et alternativ i denne anledning vil kunne være å benytte seg av markedets egne informasjonssystemer, herunder hjemmeside. Kredittilsynet vil på sin side måtte notifisere andre tilsynsmyndigheter. Det er ikke nødvendig å lovfeste noen bestemmelse om denne plikten.

Etter lovutkastet § 2-22 tredje ledd vil Kredittilsynet kunne beslutte at et regulert marked skal suspendere eller stryke et finansielt instrument. Dette er i samsvar med direktivet art. 50 bokstav j) og k), og gjeldende rett for så vidt gjelde suspensjon.

Utvalget foreslår at det til slutt i § 2-22 inntas en forskriftshjemmel for nærmere regler om suspensjon og strykning. Børsforskriftens regler i §§ 25-1 til 25-3 kan med dette videreføres med små justeringer. Hensiktsmessigheten av børsforskriftens regler kan etter utvalgets syn vurderes ved gjennomføringen av direktivets nivå-2 regler.

7.3 Medlemskap og adgang til regulerte markeder

7.3.1 EØS-rett

Etter direktivet art. 42 nr. 1 skal regulerte markeder ha gjennomsiktige og ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier om adgang til eller medlemskap på det regulerte markedet. Reglene skal etter nr. 2 angi hvilke forpliktelser for medlemmer eller deltakere som oppstår som følge av:

> «a) the constitution and administration of the regulated market;
> (b) rules relating to transactions on the market;
> (c) professional standards imposed on the staff of the investment firms or credit institutions that are operating on the market;
> (d) the conditions established, for members or participants other than investment firms and credit institutions, under paragraph 3;
> (e) the rules and procedures for the clearing and settlement of transactions concluded on the regulated market.»

Regulerte markeders medlemsregler må derved opplyse om en rekke forhold, herunder forpliktelser som følger av ledelsen av markedet, handelsreglene, bransjestandarder og oppgjørsprosedyrer.

Art. 42 har ikke regler om opphør av medlemskap. Det synes likevel klart at et medlemskap vil kunne opphøre i medhold av markedets egne regler, jf. nr. 2 bokstav («any obligation»). Det vises til utredningen kapittel 9 for så vidt gjelder den kompetente myndighetens kompetanse i denne forbindelse, jf. art. 50.

Etter art. 42 nr. 3 kan verdipapirforetak og kredittinstitusjoner godkjent i medhold av direktiv 2000/12/EF (bankdirektivet) være medlem på et regulert marked. I tillegg kan personer som møter følgende kriterier være medlem:

> «(a) are fit and proper;
> (b) have a sufficient level of trading ability and competence;
> (c) have, where applicable, adequate organisational arrangements;
> (d) have sufficient resources for the role they are to perform, taking into account the different financial arrangements that the regulated market may have established in order to guarantee the adequate settlement of transactions.»

Kravene er fleksible ved at de knytter seg til de aktuelle personenes reelle kompetanse. Der er ikke stilt formelle krav med hensyn til organisering mv.

Etter art. 42 nr. 4 skal medlemmer ikke være forpliktet til å la direktivet art. 19, 21 og 22 komme til anvendelse overfor hverandre for så vidt angår transaksjoner på et regulert marked. Medlemmer er imidlertid forpliktet til å la reglene komme til anvendelse overfor sine kunder (sluttkundene), når de utfører ordre på disses vegne på et regulert marked. Direktivet foretar her en presisering for å unngå tvil om hvorvidt medlemmer er forpliktet til å la de særskilte kravene i art. 19 om god forretningsskikk, informasjon til kunder, suitability mv., art. 21 om best execution og art. 22 behandling av kundeordre komme til anvendelse overfor hverandre når handel skjer på regulert marked og motparten er annet medlem på slikt marked. Medlemmet er imidlertid altså fremdeles bundet av art. 19, 21 og 22 overfor sine sluttkunder. Art. 19, 21 og 22 er behandlet nærmere i utredningen kapittel 4.

Etter art. 42 nr. 5 skal medlemsstatene sikre at reglene for medlemskap på det regulerte markedet gir verdipapirforetak og kreditinstitusjoner mulighet for direkte deltagelse eller fjerndeltagelse («direct or remote participation»).

Etter art. 42 nr. 6 første ledd skal medlemsstatene, uten ytterligere rettslige eller administrative krav, gi regulerte markeder fra andre medlemsstater mulighet til å innføre passende ordninger på deres territorium for å gjøre adgangen for fjernmedlemskap lettere:

> «Member States shall, without further legal or administrative requirements, allow regulated markets from other Member States to provide appropriate arrangements on their territory so as to facilitate access to and trading on those markets by remote members or participants established in their territory.»

Det regulerte markedet skal i følge annet ledd meddele hjemlandets kompetente myndighet, hvilke medlemsstater det «intends to provide such arrangements». Hjemlandets kompetente myndighet skal innen én måned meddele disse opplysninger til de relevante medlemsstater. Den kompetente myndighet i det regulerte markedets hjemland skal etter anmodning fra vertslandets kompetente myndighet meddele denne innen for en rimelig tid identiteten på de i vertslandet etablerte medlemmer av eller deltakere i det regulerte markedet, jf. art. 42 nr. 6 tredje ledd.

Etter art. 42 nr. 7 skal det regulerte markedet regelmessig oversende en liste over det regulerte markeds medlemmer og deltagere til den kompetente myndighet.

7.3.2 Norsk rett

Børsloven har i §§ 5-4 og 5-5 regler om børsmedlemskap. Bestemmelsene er ikke gitt tilsvarende anvendelse for autoriserte markedsplasser, som derved selv fastsetter sine medlemskapsregler, jf. § 6-8. Børsloven § 5-4 lyder:

> «Bare børsmedlemmer opptatt av vedkommende børs kan delta i den handel og kursnotering som organiseres av børsen.
>
> Børs kan bare oppta medlemmer som har en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, og tilstrekkelige tekniske systemer, og som for øvrig anses skikket til å delta i kursnoteringen i forhold til de forpliktelser medlemskapet innebærer. Børsmedlem må ha de nødvendige offentlige tillatelser til å drive den virksomhet børsmedlemskapet etter sin art innebærer, og må oppfylle betingelser og plikter knyttet til børsmedlemskapet.
>
> Børs skal gi foretak med hovedkontor i annen EØS-stat som i sitt hjemland har tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr. 1 til 4 adgang til å delta i handel og kursnotering på like vilkår som andre børsmedlemmer.
>
> Departementet kan fastsette nærmere regler om vilkår for medlemskap og medlemmers forpliktelser.
>
> Børsmedlemmer samt tillitsvalgte og ansatte hos børsmedlem er uten hinder av taushetsplikt forpliktet til å gi vedkommende børs de opplysninger som er nødvendig for at den skal kunne oppfylle sine plikter etter denne lov og annen lovgivning.»

Første ledd i § 5-4 slår fast at kun børsmedlemmer kan delta i den handel og kursnotering som børsen organiserer. Børsforskriften kapittel 12 utdyper børsmedlemmers rettigheter og forpliktelser i så måte, jf. for eksempel § 12-1 hvoretter:

> «Den som er tatt opp som børsmedlem har rett til å bruke det eller de av børsens handelssystemer som omfatter de finansielle instrumenter medlemskapet gjelder Med bruk av børsens handelssystemer forstås registrering av handel med finansielle instrumenter, registrering av tilbud om kjøp og salg av slike instrumenter (ordre), samt mottak av informasjon om registrerte handler og ordre.»

Børsloven § 5-4 annet ledd inneholder nærmere krav til børsmedlemmer. Bestemmelsen fastsetter både krav til kapital og organisering, og om tekniske systemer og egnethet. Det er i børsforskriften kapittel 11 gitt nærmere regler om søknad om medlemskap mv., herunder utpeking av børsrepresentant som skal være ansatt hos børsmedlemmet, jf. § 11-4. Etter børsforskriften § 11-1 første ledd kan foretak som har tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i vphl. § 1-2 første ledd nr. 1 søke børsen om børsmedlemskap for deltagelse i kursnotering av finansielle instrumenter. Søknaden avgjøres av børsen. Særregler om medlemskap for markedsmakere følger av forskriften § 11-2.

Etter børsloven § 5-4 tredje ledd skal det på visse vilkår åpnes for fjernmedlemskap for verdipapirforetak fra andre EØS-land. Tilsvarende gir børsloven § 6-6 verdipapirforetak med hovedkontor i annen EØS-stat rett til å delta i handel og kursnotering på autoriserte markedsplasser. Femte ledd i § 5-4 gir departementet adgang til å fastsette nærmere regler om medlemskap. Slike regler følger av børsforskriften. I følge sjette ledd har børsmedlem opplysningsplikt overfor børsen. Etter § 6-8 gjelder opplysningsplikten tilsvarende overfor en autorisert markedsplass.

En børs kan i medhold av børsloven § 5-5 beslutte at et børsmedlemskap skal opphøre eller suspenderes dersom medlemmet opptrer «i strid med lov eller forskrifter gitt i medhold av lov, ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for medlemskap eller vesentlig misligholder sine plikter etter børsens regler og forretningsvilkår eller på annen måte viser seg uskikket som børsmedlem». Et vedtak om suspensjon skal som hovedregel ikke løpe lenger enn 21 dager. Normalt kan det ikke klages over et vedtak om suspensjon.

Det finnes i norsk rett ikke nærmere regler om adgang til fjernmedlemskap på norsk regulert marked eller adgang for utenlandske regulerte markeder til å innføre ordninger for å lette fjernmedlemskap eller – deltakelse i kursnoteringen.[7]

7.3.3 Utvalgets vurdering

Direktivets bestemmelser om medlemskap gjelder generelt for regulerte markeder. Børslovens medlemskapsregler gjelder som hovedregel kun for børser. Utvalget foreslår at art. 42 gjennomføres i form av en ny § 2-23 som vil gjelde for alle norske regulerte markeder, herunder børser. Reglene vil innebære en utvidelse av kravene for autoriserte markedsplasser.

Etter første ledd i forslaget skal regulerte markeder ha «gjennomsiktige og ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier» om medlemskap. Formuleringen gjennomfører art. 42 nr. 1. MiFID inneholder ingen eksplisitt regel om at kun et regulert markeds medlemmer kan

[7] Børsmedlem uten hovedkontor i Norge omtales vanligvis som fjernmedlem.

delta på handelen der. Norsk rett har en slik regel og utvalget foreslår å videreføre børsloven § 5-4 første ledd i ny børslov § 2-23 første ledd annet punktum.[8]

Nærmere vilkår til medlemskapsreglene følger av forslaget til ny børslov § 2-23 annet ledd. Etter forslaget skal reglene beskrive et medlems forpliktelser som følger av forretningsvilkår, handelsregler, profesjonelle standarder mv. Forslaget gjennomfører art. 42 nr. 2. Utvalget bemerker at det i den engelske direktivversjonen er benyttet «the constitution and administration of the regulated market» i art. 42 nr. 2 bokstav a). I den danske versjonen heter det «etableringen og driften af det regulerede marked». Det antas at «reguleringen av og virksomheten til det regulerte markedet» er en tilfredsstillende implementering av direktivet på dette punktet.

Kravene til medlemmene på regulerte markeder er foreslått inntatt i ny børslov § 2-23 tredje ledd. I følge forslaget kan verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og andre personer som møter visse vilkår, opptas som medlemmer.[9] I direktivet er det åpnet for at «persons» (dvs. fysiske personer) kan bli ansett som egnet for medlemskap. Utvalget foreslår at det åpnes for denne muligheten i tråd med direktivet, men antar at det neppe er særlig praktisk med medlemmer som ikke er juridiske personer. For øvrig foreslår utvalget at egnethetsvilkårene i dagens børslov § 5-4 annet ledd videreføres til fordel for kravene i direktivet art. 42 nr. 3.

Etter forslaget til ny børslov § 2-23 fjerde ledd skal vphl. nye §§ 10-13, 10-15, og 10-16 ikke gjelde for transaksjoner som sluttes mellom medlemmer på et regulert marked. Forslaget gjennomfører MiFID art. 42 nr. 4. Reglene vil komme til anvendelse overfor medlemmenes sluttkunder.

Utvalget foreslår i utgangspunket å videreføre børsloven § 5-4 tredje ledd i ny § 2-23 femte ledd. I forslaget er det presisert at verdipapirforetak fra andre EØS-land også har rett til medlemskap på like vilkår. Videre er henvisningen til investeringstjenestene tatt ut. Det samme gjelder henvisningen til «kursnoteringen», all den tid «handelen» synes dekkende. Forslaget gjennomfører art. 42 nr. 5.

Det er etter utvalgets vurdering ikke nødvendig å gjennomføre art. 42 nr. 6 første ledd særskilt. Bestemmelsen pålegger medlemsstatene å ikke treffe visse tiltak. I fravær av slike tiltak vil direktivforpliktelsen være oppfylt. Annet ledd i art. 42 nr. 6 må derimot gjennomføres. Utvalget foreslår i denne forbindelse ny § 2-23 sjette ledd:

> «Regulert marked skal gi Kredittilsynet melding hvis det har til hensikt å etablere ordninger i annet EØS-land som kan lette fjernmedlemmers adgang til og mulighet for å handle på markedet. Kredittilsynet skal innen en måned gi opplysningene til tilsynsmyndigheten i det andre EØS-landet.»

Som det fremgår, skal Kredittilsynet gis melding om andre land der det skal legges til rette for fjernmedlemmers adgang til og mulighet til å delta i handelen. Forpliktelsen inngår som del av hjemstatsreguleringen. Kredittilsynet skal på sin side gi melding til tilsynsmyndigheten i det andre EØS-landet om det norske regulerte markedets aktiviteter.

Regler om opplysningsplikt er foreslått inntatt i ny § 2-23 syvende ledd. Etter bestemmelsen skal et medlem og dets tillitsvalgte/ansatte på forespørsel gi et regulert marked de opplysninger som er nødvendige for at markedet kan oppfylle sine lovbestemte plikter. Dette er en videreføring av gjeldende rett.

Utvalget foreslår at dagens regler i børsforskriften om børsmedlemskap i det vesentligste videreføres. Det er foreslått inntatt en hjemmel til slutt i ny § 2-23 som grunnlag for disse bestemmelsene. Reglene vil kun gjelde børsmedlemskap, ikke generelt.

Børsloven har i § 5-5 regler om opphør av børsmedlemskap. Bestemmelsen fastslår materielt sett at en børs kan beslutte å suspendere et medlem eller at medlemskapet skal opphøre.[10] Bestemmelsen har videre enkelte prosessuelle regler i forbindelse med suspensjon. Utvalget foreslår at det overlates til regulerte markeders egne regler å fastsette vilkårene for og fremgangsmåten ved opphør, og eventuelt, suspensjon av medlemskap. En slik tilnærming samsvarer godt med direktivet og vil redusere omfanget av lovgivningen.

7.4 Markedsovervåking

7.4.1 EØS-rett

Direktivet har i art. 43 regler om markedsovervåking. Bestemmelsene omhandler, som det fremgår, både overvåking av markedets egne regler og andre lovmessige forpliktelser, typisk forbundet

[8] Utvalget er kjent med at det i Sverige vil bli fremsatt forslag om at medlemmer på andre OM-børser skal kunne delta i handelen på Stockholmsbørsen.

[9] Et eksempel på slik annen juridisk person er Norges Bank.

[10] Jf. NOU 1999: 3 (børsloven) side 212 hvoretter en børs selv skal fastsette de nærmere reglene om medlemskap.

mot innsidehandel og markedsmanipulasjon. Markedskontrollen etter art. 43 nr. 1 er i utgangspunktet en kontroll med medlemmene:

> «Member States shall require that regulated markets establish and maintain effective arrangements and procedures for the regular monitoring of the compliance by their members or participants with their rules. Regulated markets shall monitor the transactions undertaken by their members or participants under their systems in order to identify breaches of those rules, disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse.»

Regulerte markeder skal etablere og opprettholde («maintain») effektive ordninger og prosedyrer som regelmessig kontrollerer medlemmers etterlevelse av markedets regler. Medlemmers transaksjoner skal kontrolleres («monitor») med sikte på å avdekke regelbrudd, urettmessige («disorderly») handelsforhold eller atferd som kan være markedsmisbruk.

Vesentlige brudd på markedets egne regler, urettmessige handelsforhold og mistanker om markedsmisbruk, skal rapporteres til den kompetente tilsynsmyndigheten, jf. art. 43 nr. 2:

> «Member States shall require the operators of the regulated markets to report significant breaches of their rules or disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse to the competent authority of the regulated market. Member States shall also require the operator of the regulated market to supply the relevant information without delay to the authority competent for the investigation and prosecution of market abuse on the regulated market and to provide full assistance to the latter in investigating and prosecuting market abuse occurring on or through the systems of the regulated market.»

I tillegg til å rapportere vesentlige regelbrudd, urettmessige handelsforhold og mistanker om markedsmisbruk, skal det regulerte markedet så raskt som mulig gi den kompetente myndigheten relevante opplysninger, herunder bistå i tilsynsmyndighetens undersøkelser og forfølgning av tilfeller av markedsmisbruk som har funnet sted på eller gjennom markedets systemer. Et typisk eksempel i så måte vil være innsidehandel som finner sted gjennom ordreslutning på markedet.

7.4.2 Norsk rett

Børsloven har i § 5-11 bestemmelser om markedsovervåking. § 5-11 gjelder tilsvarende for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-8. Det er ved forskrift av 30. mars 2001 nr. 319 om markedsovervåking, fastsatt utfyllende regler til børsloven § 5-11. Forskriftens henvisninger og innhold er ikke ajourført etter gjennomføringen av direktiv 2003/6/EF (markedsmisbruk) i norsk rett.

Hovedregelen om markedsovervåking følger av børslovens § 5-11 første ledd som lyder:

> «Børs skal overvåke handelen og kursnoteringene og sørge for at dette skjer i overensstemmelse med lov og forskrifter samt børsens regler og forretningsvilkår. Departementet kan gi nærmere regler om markedsovervåkingen og om børsers medvirkning i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen.»

Børs skal overvåke handelen og kursnoteringen og sørge for at dette skjer i samsvar med lov, forskrifter og børsens egne regler. Forskriften omfatter også overvåking av utsteders forpliktelser. Nærmere krav til børsens overvåking følger av forskriften §§ 1 annet ledd og 2 som henholdsvis lyder:

> «Markedsovervåkningen skal være organisert slik at den på en tilfredsstillende måte overvåker at utstedere og medlemmer overholder de atferds-, opplysnings- og rapporteringsregler som følger av lov, forskrift og de regler og forretningsvilkår som gjelder ved børsen eller den autoriserte markedsplassen. I tillegg skal markedsovervåkningen være organisert slik at overtredelse av verdipapirhandelloven § 2-1, § 2-2, § 2-5 og § 2-6 ved handel i finansielle instrumenter opptatt til notering kan avdekkes.
>
> Markedsovervåkningen skal være organisert slik at integriteten og uavhengigheten til de ansatte i markedsovervåkningen sikres.
>
> Markedsovervåkningen skal disponere de ressurser som er nødvendige for å kunne utøve effektiv markedsovervåkning i henhold til § 1.
>
> Markedsovervåkningen i børs skal være organisert på en slik måte at den blant annet har kapasitet til å:
> 1. kontinuerlig følge handelen og kursnoteringene,
> 2. undersøke opplysninger fra utstedere og medlemmer som kan være av betydning for kursnoteringen, samt foreta inngrep i kursnoteringen der dette anses påkrevet,
> 3. innhente informasjon fra utsteder, medlemmer og andre norske eller utenlandske børser og autoriserte markedsplasser i den grad det må anses nødvendig for å avdekke forhold som nevnt i § 1.»

Etter annet ledd i § 5-11 har oppgjørssentraler og verdipapirregistre opplysningsplikt overfor børsen for så vidt gjelder markedsovervåking:

«Børs kan kreve at verdipapirregistre og oppgjørssentral uten hinder av taushetsplikt gir slike opplysninger som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine plikter etter første ledd. Opplysningene kan ikke benyttes til andre formål.»

Departementet kan etter børsloven § 5-11 tredje ledd fastsette nærmere regler om opplysningsplikten.

Berettigede mistanker om markedsmisbruk (dvs. overtredelser av vphl. kapittel 2, § 3-1 og reglene i børsloven § 5-7 første ledd) skal - i likhet med mistanker om brudd på andre av verdipapirhandellovens bestemmelser - meldes til Kredittilsynet av børs/autorisert markedsplass, jf. vphl. § 12-1 fjerde ledd og markedsovervåkingsforskriften § 4 første ledd. Børs og autorisert markedsplass skal ved forespørsel gi Kredittilsynet alle relevante opplysninger i en antatt markedsmisbrukssak, jf. forskriften § 4 tredje ledd.

Det er inngått en samarbeidsavtale mellom Kredittilsynet og Oslo Børs om markedsovervåking.[11] Kredittilsynet kan anmelde mistanker om markedsmisbruk til påtalemyndigheten, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) om gjennomføringen av direktiv 2003/6/EF (markedsmisbruk) kapittel 17.

7.4.3 Utvalgets vurdering

Børslovgivningens regler om markedsovervåking er viktige for å opprettholde tilliten til verdipapirmarkedet. Regelverket må være utformet på en måte som gjør undersøkelse og oppfølgning av antatte markedsmisbrukstilfeller effektiv. Norsk retts fokus har i så måte vært på børsens medlemmer, utstedere og investorer, jf. børsloven § 5-11 og markedsovervåkingsforskriften § 1 annet ledd. Direktivets fokus er i større grad rettet mot atferden til medlemmene alene, jf. art. 43 nr. 1. Dette antas å høre sammen med at MiFID regulerer regulerte markeder og dets medlemmer (og ikke utstedere/investorer), samt at administrative tilsynsmyndigheter etter fellesskapsretten skal utføre enkelte av de oppgavene som tradisjonelt har hørt under børsens ansvarsområde i Norge. På generelt grunnlag anser utvalget det som viktig å videreføre de norske reglene som er hensiktsmessige fra et forebyggings- og oppfølgningsperspektiv.

Utvalget foreslår at direktivet art. 43 nr. 1 gjennomføres i form av en ny § 2-24 om markedsovervåking. Bestemmelsen vil gjelde generelt for regulerte markeder og erstatte børsloven § 5-11. Etter første ledd skal regulerte markeder etablere «effektive ordninger og prosedyrer» som sikrer en regelmessig overvåking av medlemmers etterlevelse av markedets egne regler. Videre skal regulerte markeder etter forslaget overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på markedets egne regler, ureglementerte handelsforhold eller brudd på markedsmisbruksreglene i vphl. (dvs. dagens kapittel 2, § 3-1, samt børsloven § 5-7 første ledd). Utvalget antar, som det fremgår, at «rettsstridig» er en adekvat gjennomføring av direktivets «disorderly». Det må konkret vurderes hva som ligger i vilkåret, men utvalget antar at vilkårene i § 2-24 første ledd i praksis gjerne vil gli over i hverandre til en mer helhetlig vurdering. De nærmere kravene til markedsovervåkingen, herunder plikten til å overvåke utstedere og i gitte tilfeller investorer, foreslås, som i dag, å fremkomme av markedsovervåkingsforskriften § 2.[12] Det er følgelig lagt opp til å videreføre forskriften og hjemmelen til denne i børsloven § 5-11 første ledd annet punktum, jf. § 2-24 annet ledd. Forskriften vil, som i dag, gjelde generelt for begge typer regulerte markeder, jf. dog § 2 tredje ledd som kun vil gjelde for børser. Utvalget bemerker at forskriften bør vurderes i lys av denne og andre direktivgjennomføringer. Dette antas likevel å ligge utenfor utvalgets mandat.

Når det gjelder direktivet art. 43 nr. 2 første punktum, foreslår utvalget en plikt for regulerte markeder til å gi melding til Kredittilsynet ved mistanker om vesentlige brudd på markedes egne regler, ureglementerte handelsforhold og brudd på verdipapirhandellovens markedsmisbruksregler (dvs. dagens kapittel 2, § 3-1, samt børsloven § 5-7 første ledd). Bestemmelsens virkeområde blir dels overlappende med dagens vphl. § 12-1 fjerde ledd. For så vidt gjelder sanksjonering av slike overtredelser, vises det til omtalen av art. 51 i kapittel 9. Det må vurderes konkret når en mistanke fremstår som så tydelig at melding bør gis til tilsynsmyndigheten. Nærmere vilkår for denne vurderingen vil kunne avtalefestes mellom de regulerte markedene og Kredittilsynet. Generelt må det antas at terskelen for å rapportere mistanker om brudd på markedsmisbruksregelverket skal være lav, likevel slik at det regulerte markedet

[11] Mellom Kredittilsynet og Nord Pool og IMAREX er det et mer uformalisert samarbeid.

[12] Plikten til å undersøke opplysninger fra utstedere i markedsovervåkingsforskriftens §§ 1 annet ledd og 2 tredje ledd nr. 2 må anses som del av den «operative» kontrollen med utstedernes løpende opplysningsplikt. Tilsynsansvaret for utstedernes løpende og periodiske opplysningsplikt ligger hos Kredittilsynet, jf. børsloven § 5-7 første ledd og vphl. § 12-1 tredje ledd. Spørsmålet er omtalt i mer detalj i utredningen del 2.

selv må foreta visse undersøkelser for å avklare mistanken, jf. markedsovervåkingsforskriften § 4 første ledd.

Direktivforpliktelsen til regulerte markeder i art. 43 nr. 2 annet punktum om å gi opplysninger og bistå i tilsynsmyndighetens vurdering og oppfølgning av mistanker, foreslås gjennomført i lovens opplysningspliktsbestemmelse, jf. dagens § 8-2. Mer konkret foreslår utvalget at denne flyttes til ny § 4-2, samt at de nødvendige endringene gjøres der. Etter forslaget skal regulerte markeder «bistå Kredittilsynet ved mistanker» om brudd på markedsmisbruksreglene i verdipapirhandelloven. Det er foreslått inntatt en presisering om at regulerte markeder skal gi opplysninger og yte bistand til tilsynsmyndigheten uten kostnad. Dette er ingen endring i forhold til gjeldende rett. For ordens skyld presiseres det at opplysnings- og bistandsplikten også gjelder for foretak i samme konsern som regulerte markeder, jf. første ledd. Også slike foretak er derved pliktsubjekter i bestemmelsen.

Utvalget foreslår at verdipapirregistre og oppgjørssentralers opplysningsplikt videreføres i form av ny § 2-24 tredje ledd. Tilsvarende bør departementets forskrifthjemmel på dette punktet videreføres, jf. forslaget.

7.5 Offentliggjøring av ordre og handler

7.5.1 EØS-rett

7.5.1.1 Generelt

MiFID har i art. 44 og 45 bestemmelser om regulerte markeders offentliggjøring av tilbud om kjøp og salg av visse finansielle instrumenter (ordre), samt gjennomførte handler/transaksjoner. Reglene har mange likhetstrekk med rapporteringskravene til verdipapirforetak og MHF, jf. kapittel 4 og 8. Reguleringen i direktivet er relativt detaljert og det skal fastsettes utfyllende bestemmelser i medhold av begge artiklene, jf. art. 44 nr. 3 og 45 nr. 3 som henholdsvis lyder:

> «3. In order to ensure the uniform application of paragraphs 1 and 2, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2) adopt implementing measures as regards:
>
> (a) the range of bid and offers or designated market-maker quotes, and the depth of trading interest at those prices, to be made public;
>
> (b) the size or type of orders for which pre-trade disclosure may be waived under paragraph 2;
>
> (c) the market model for which pre-trade disclosure may be waived under paragraph 2, and in particular, the applicability of the obligation to trading methods operated by regulated markets which conclude transactions under their rules by reference to prices established outside the regulated market or by periodic auction.»
>
> «3. In order to provide for the efficient and orderly functioning of financial markets, and to ensure the uniform application of paragraphs 1 and 2, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2) adopt implementing measures in respect of:
>
> (a) the scope and content of the information to be made available to the public;
>
> (b) the conditions under which a regulated market may provide for deferred publication of trades and the criteria to be applied when deciding the transactions for which, due to their size or the type of share involved, deferred publication is allowed.»

Forslag til slike utfyllende regler om ordre og transaksjonsrapportering mv. er tilgjengelig på kommisjonens hjemmeside, jf. utredningen kapittel 1.

7.5.1.2 Offentliggjøring av tilbud om kjøp og salg av aksjer mv.

Etter art. 44 nr. 1 første ledd skal medlemsstatene i det minste kreve at regulerte markeder løpende offentliggjør kjøps- og salgstilbud for aksjer, herunder interessen på ulike nivåer, dvs. ordredybden:

> «1. Member States shall, at least, require regulated markets to make public current bid and offer prices and the depth of trading interests at those prices which are advertised through their systems for shares admitted to trading. Member States shall require this information to be made available to the public on reasonable commercial terms and on a continuous basis during normal trading hours.»

Art. 44 oppstiller altså minimumskrav, noe som betyr at det kan fastsettes strengere regler i nasjonal rett. Etter nr. 1 skal kjøps- og salgsordre for aksjer, herunder ordredybden, som er «advertised through their systems», offentliggjøres av det regulerte markedet på rimelige kommersielle vilkår og på en kontinuerlig basis i løpet av handelsdagen («normal trading hours»). Plikten omfatter ikke ordre som fremsettes utenfor markedets system, for eksempel fra en investor til en annen. Det må vurderes konkret hva som er «reasonable» kommersielle vilkår. Trolig må det ved denne vur-

deringen særlig ses hen til markedssituasjonen, det vil si konkurranseforholdene mv. som det regulerte markedet opererer under. Hva som ligger i «made available to the public» er ikke nærmere utdypet, men det vil her ventelig bli gitt nivå-2 regler.

I følge art. 44 nr. 1 annet ledd kan systematiske internalisere (dvs. visse verdipapirforetak, jf. art. 27) gis tilgang til et regulert markeds offentliggjøringsmekanisme:

> «Regulated markets may give access, on reasonable commercial terms and on a non-discriminatory basis, to the arrangements they employ for making public the information under the first subparagraph to investment firms which are obliged to publish their quotes in shares pursuant to Article 27.»

Regulerte markeder avgjør selv om slik tilgang skal gis. I den grad en systematisk internaliserer gis slik tilgang skal det være på rimelige kommersielle vilkår og ikke-diskriminerende basis. Det vises til pkt. 4.9.1 for en nærmere gjennomgang av art. 27.

Art. 44 nr. 2 fastslår at kompetente myndigheter skal ha anledning til å dispensere fra rapporteringskravet:

> «2. Member States shall provide that the competent authorities are to be able to waive the obligation for regulated markets to make public the information referred to in paragraph 1 based on the market model or the type and size of orders in the cases defined in accordance with paragraph 3. In particular, the competent authorities shall be able to waive the obligation in respect of transactions that are large in scale compared with normal market size for the share or type of share in question.»

Det skal under utøvelsen av dispensasjonsadgangen tas hensyn til «the market mode» og type og størrelsen på ordren. I særdeleshet skal den kompetente myndigheten ha en slik adgang der det er snakk om store ordre sett hen til hva som utgjør en normal børspost for den aktuelle aksjen. Som det fremgår, skal det fastsettes nærmere regler om dispensasjonsadgangen.

7.5.1.3 Offentliggjøring av handler i aksjer mv.

Etter art. 45 nr. 1 første ledd skal medlemsstatene i det minste kreve at regulerte markeder offentliggjør gjennomførte transaksjoner i aksjer opptatt til handel:

> «1. Member States shall, at least, require regulated markets to make public the price, volume and time of the transactions executed in respect of shares admitted to trading. Member States shall require details of all such transactions to be made public, on a reasonable commercial basis and as close to real-time as possible.»

Regulerte markeder skal i det minste pålegges å offentliggjøre prisen, volumet og tidspunkt for handler som gjennomføres «in respect of shares admitted to trading». All den tid verdipapirforetak ikke har noen rapporteringsplikt til de regulerte markedene etter direktivet, må det legges til grunn at OTC-handler (samt handler på MHF) i aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked, etter direktivet, ikke trenger offentliggjøres av det regulerte markedet. I den grad verdipapirforetak er pliktige til å rapportere slike handler til det regulerte markedet som følge av nasjonal rett, kan et regulert marked pålegges å offentliggjøre også slike opplysninger. Etter art. 28 nr. 1 skal verdipapirforetak i det minste offentliggjøre tidspunkt, volum og pris for «OTC-handler» (herunder på en MHF) som sluttes i aksjer opptatt til handel på et regulert marked. Det vises til kapittel 4 for en nærmere gjennomgang av art. 28. I følge art. 45 nr. 1 annet punktum skal handler offentliggjøres av det regulerte markedet på rimelige kommersielle vilkår og så nært realtid som mulig.

Som for ordre kan et regulert marked gi tilgang til sine offentliggjøringsmekanismer til verdipapirforetak som systematisk internaliserer:

> «Regulated markets may give access, on reasonable commercial terms and on a non-discriminatory basis, to the arrangements they employ for making public the information under the first subparagraph to investment firms which are obliged to publish the details of their transactions in shares pursuant to Article 28.»

Den kompetente myndigheten skal på visse vilkår kunne gi et regulert marked adgang til å utstette offentliggjøring av transaksjoner, jf. art. 45 nr. 2:

> «2. Member States shall provide that the competent authority may authorise regulated markets to provide for deferred publication of the details of transactions based on their type or size. In particular, the competent authorities may authorise the deferred publication in respect of transactions that are large in scale compared with the normal market size for that share or that class of shares. Member States shall require regulated markets to obtain the competent authority's prior approval of propo-

sed arrangements for deferred trade-publication, and shall require that these arrangements be clearly disclosed to market participants and the investing public.»

Etter direktivet skal regulerte markeder bare gis adgang til utsatt offentliggjøring. Som ved offentliggjøring av ordre skal det sees hen til «type or size» ved transaksjonen, og i sær kan det tas hensyn til store transaksjoner. Et regulert marked skal innhente forhåndsgodkjenning fra den kompetente myndigheten før slik utsettelse finner sted. Markedets «proposed arrangements» i så måte skal offentliggjøres («clearly disclosed») til markedets aktører, herunder investorer.

Nærmere regler om hvilke transaksjonsdata som skal offentliggjøres, samt vilkårene for utsatt offentliggjøring skal fastsettes på nivå-2, jf. art. 45 nr. 3.

7.5.2 Norsk rett

Børsloven § 5-3 har regler om kursnotering:

> «Kursnotering foregår gjennom de kjøps- og salgstilbud som fremsettes på børs, samt de avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til vedkommende børs.
>
> Børs skal offentliggjøre kursnoteringene på en måte som sikrer god gjennomsiktighet.
>
> Børs skal oppbevare innrapporterte opplysninger og holde dem offentlig tilgjengelige i minst 10 år.
>
> Departementet kan gi nærmere regler om kursnotering, om børsmedlemmenes rapporteringsplikt og om børsens offentliggjøring av opplysninger innrapportert etter denne paragraf.»

Etter bestemmelsen skal både kjøps- og salgstilbud, samt handler offentliggjøres av børsen, jf. annet ledd som i så måte stiller krav til «god gjennomsiktighet». Børsloven § 5-3 gjelder generelt og er ikke begrenset til aksjer. Det er etter bestemmelsens ordlyd intet krav om offentliggjøring i realtid, jf. Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) side 106 der det heter at dette spørsmålet vil bero på en «tolkning» sett hen til blant annet kostnadene ved en slik offentliggjøring. I dag offentliggjøres ordre og handler gjennom informasjonsdistributører eller direkte. [13]

Tilbud om kjøp av salg, samt avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til børsen, utgjør etter bestemmelsen «kursnotering». Nærmere omtale av kursnoteringen er gitt i NOU 1999: 3 (børsloven) pkt. 20.4.2 og 20.4.3:

> «Opptak av verdipapirer og organisering og gjennomføring av kursnotering vil fortsatt være kjernen i børsens virksomhet
>
> Utvalget foreslår at børsloven angir at kursnoteringene skal foregå gjennom de kjøpstilbud, salgstilbud og avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til børsen, se lovutkastet § 5-3. Børsen må offentliggjøre opplysningene på en måte som sikrer god gjennomsiktighet og som minimum oppfyller kravene etter investeringstjenestedirektivet art. 21
>
> For øvrig vil utfyllende regler for gjennomføring av kursnoteringene fortsatt tilligge børsen å fastsette i form av forretningsvilkår, men slik at minimumskravene til innrapportering og gjennomsiktighet følger av lov og forskrift. Børsen er trolig på grunn av sin nærhet til markedet nærmest til enhver tid å foreta de avveininger og tekniske beskrivelser som slike regler utgjør. Ulike børser kan da tilpasse de mer detaljerte regler til de tekniske systemer de har, og til egne vurderinger av hva som er hensiktsmessig.»

Som det fremgår, er børslovens system at generelle krav til kursnoteringen skal følge av lov og forskrift, samt at mer detaljerte regler om ordre og handler, skal fastsettes av vedkommende børs, jf. børsloven § 5-1 tredje ledd. Utfyllende bestemmelser til § 5-3 om kursnotering er gitt i børsforskriften kapittel 13. Etter disse bestemmelsene skal børsen i stor grad selv fastsette de nærmere reglene om kursnoteringen. Slike regler finnes i både NOREX member rules og Nord Pools regelverk. For så vidt gjelder Oslo Børs vil innleggelse av ordre for de ulike typene børsnoterte finansielle instrumentene (aksjer, grunnfondsbevis, indekser, warrants, rentepapirer mv.) skje gjennom de respektive ordrebøkene der både volum og pris vil fremkomme for hvert instrument. Tilsvarende vil handler i de ulike instrumentene offentliggjøres. Børsens handels- og rapporteringsregler gir anledning til utsatt offentliggjøring av såkalte «risk trades», det vil si store handler medlemmer gjør for egen regning. Ordreboken for obligasjoner er for øvrig ikke bindende på samme måte som for aksjer. Nord Pool har regler som et stykke på vei tilsvarer disse.

Etter vphl. § 9-4 første ledd og børsforskriften § 12-5 skal verdipapirforetak rapportere handler i børsnoterte finansielle instrumenter. Rapporteringsplikten er ikke begrenset til aksjer, og er først og fremst relevant for handler som sluttes utenom børs. Børsloven § 5-3 gjelder tilsvarende for autorisere markedsplasser, likevel slik at børsforskriften

[13] Børsen offentliggjør for eksempel kursinformasjon som oppdateres hvert 15. minutt på internett.

ikke gjelder for disse. IMAREX har fastsatt egne regler om offentliggjøring av ordre og handler.

7.5.3 Utvalgets vurdering

7.5.3.1 Generelt – valg av terminologi mv.

Utvalget legger til grunn at direktivet art. 44 og 45 bør gjennomføres i lovs form. Videre legges det til grunn at EU-kommisjonens nivå-2 regulering bør fastsettes i forskrift. Dette betyr at gjeldende regler om kursnotering i børsloven må bygges ut. Videre må børsforskriftens regler erstattes av den utfyllende direktivreguleringen når denne blir fastsatt.

Børsloven benytter «kursnotering» om de kjøps- og salgstilbud som fremmes gjennom børsens handelssystem, samt de avsluttede handler som finner sted på eller rapporteres til børsen, jf. § 5-3 første ledd. Direktivet benytter i artiklene 44 og 45 «Pre-trade» og «Post-trade transparency» om regulerte markeders plikt til å offentliggjøre hhv. ordre og handler. Utvalget har vurdert om børslovens terminologi «kursnotering» skal videreføres, eller om denne skal erstattes av eller tilpasses til direktivets. Utvalget antar at det siste alternativet er mest hensiktsmessig. Med dette vil regulerte markeder få plikt til å offentliggjøre opplysninger om ordre og handler. Begrepet «kursnotering» foreslås således tatt ut av børsloven uten at dette innebærer noen realitetsendring.

Utvalget foreslår at art. 44 gjennomføres i form av en ny § 2-25 og art. 45 som ny § 2-26. I begge bestemmelsene er det foreslått forskriftshjemler for fastsettelse av nærmere regler. Børsloven § 5-3 første ledd blir med dette ikke videreført. Utvalget foreslår at plikten til å offentliggjøre ordre og handler begrenses til aksjer i tråd med direktivets minimumsløsning, men at det i forskrift kan fastsettes nærmere rapporteringsregler for andre finansielle instrumenter.[14] I fravær av forskrifter vil dette innebære en lempeligere rettstilstand enn i dag. Utvalget antar derved at det vil kunne bli aktuelt med regler i forskrift blant annet for regulerte markeder der det handles derivater og obligasjoner.

7.5.3.2 Offentliggjøring av ordre

Utvalget foreslår at direktivet art. 44 nr. 1 første ledd gjennomføres som en ny § 2-25 første ledd i børsloven:

> «Regulert marked skal offentliggjøre kjøps- og salgstilbud i aksjer, herunder ordredybde på ulike prisnivåer, som legges inn i markedets handelssystem. Opplysningene skal på rimelige kommersielle vilkår offentliggjøres løpende i løpet av handelsdagen.»

Etter forslaget skal regulert marked offentliggjøre kjøps- og salgstilbud i aksjer, herunder ordredybde på ulike prisnivåer, som legges inn i markedets handelssystem. Videre skal opplysningene på rimelige kommersielle vilkår offentliggjøres løpende i løpet av handelsdagen. Forslaget er begrenset til aksjer, og er derved ikke i samsvar med gjeldende rett. Med forslaget vil et regulert marked, som i dag, kunne organisere sine ordrebøker som det selv ønsker. De nærmere reglene for ordreinnleggelsen (som medlemmer må følge) vil måtte fastsettes av det regulerte markedet, hensyntatt de føringene som følger av børsloven og børsforskriften når denne endres i tråd med EU-kommisjonens nivå-2 regler. Utvalget foreslår i denne forbindelse å videreføre dagens § 5-1 tredje ledd med noen endringer, jf. forslaget til ny § 2-25 fjerde ledd.

Etter forslaget til annet ledd i § 2-25 kan regulert marked på rimelige kommersielle vilkår og ikke-diskriminerende basis gi verdipapirforetak som systematisk internaliserer, tilgang til de ordningene som benyttes for offentliggjøring av opplysninger om ordre. I vilkåret ikke-diskriminerende antas det blant annet å ligge et krav om likebehandling av verdipapirforetak hvis markedet velger å gi tilgang til sine offentliggjøringsmekanismer. Forslaget gjennomfører direktivet art. 44 nr. 1 annet ledd.

Både i første og annet ledd i § 2-25 er vilkåret «rimelig kommersielle vilkår» benyttet. Det vil bero på en konkret vurdering hva som utgjør kommersielle vilkår. Generelt antar utvalget at vedkommende regulerte marked selv må vurdere hvorvidt opplysninger om ordre gjøres tilgjengelig på rimelig vilkår. Det må under denne vurderingen ses hen til kostnadene ved etablering og drift av ordrebøkene/handelssystemene, samt om det er konkurranse i markedet. I den grad det er reell konkurranse mellom flere aktører antas det at markedet vil stå noe friere i å fastsette prisen for denne tjenesten. Samtidig må det være klart at et regulert marked må ha anledning til å oppnå en fortjeneste for offentliggjøringen, jf. «kommersielle».

Utvalget foreslår at bestemmelsen i art. 44 nr. 2 om fritak fra offentliggjøringsplikten gjennomføres i § 2-25 tredje ledd. Etter forslaget kan Kredittilsynet frita et regulert marked fra sin plikt til å offentliggjøre opplysninger om ordre. Nærmere kriterier for Kredittilsynets vurdering i så måte vil være

[14] Se art. 65 nr. 1 om EU-kommisjonens evaluering av denne regelen.

«the market model and the type and size of orders», samt de utfyllende reglene som vil fastsettes i forskrift, jf. art. 44 nr. 3. Generelt antar utvalget at det ikke vil være kurant å dispensere fra kravet ettersom opplysninger om ordre er viktige for investorer som skal danne seg en velfundert investeringsbeslutning. Det kan reises spørsmål om en slik tolkning er strengere enn direktivet art. 44 nr. 2. Etter utvalgets skjønn vil svaret på dette bero blant annet på regler i forskrifter som vil være retningsgivende for Kredittilsynets skjønnsutøvelse. Under enhver omstendighet synes det riktig å legge til grunn at det på dette punktet kan fastsettes strengere nasjonale regler enn det som følger av direktivet.

Det er til slutt i § 2-25 foreslått inntatt en forskriftshjemmel for departementet, samt en regel hvorved regulerte markeder skal utfylle børsloven og børsforskriften, jf. §§ 5-3 fjerde ledd og 5-1 tredje ledd i dagens børslov.

7.5.3.3 Offentliggjøring av handler

Direktivet art. 45 foreslås gjennomført i børsloven ny § 2-26. Etter forslagets første ledd skal et regulert marked offentliggjøre opplysninger om transaksjoner i aksjer opptatt til handel på vedkommende marked. Dette betyr for eksempel at Oslo Børs vil offentliggjøre handler i aksjer opptatt til handel der. Gitt at utvalget foreslår at rapporteringsplikten etter loven skal knytte seg til aksjer, må det fastsettes regler i forskrift i den grad regulerte markeder der det omsettes derivater skal underlegges en rapporteringsforpliktelse.

Etter forslaget til børsloven § 2-26 første ledd annet punktum skal opplysninger om handler (dvs. pris, volum og tidspunkt) offentliggjøres på rimelige kommersielle vilkår så raskt som mulig etter gjennomføring av transaksjonen, dvs. så nært realtid som mulig. Det vises til pkt. 7.5.3.2 for så vidt gjelder vilkåret «kommersielle vilkår».

Forslaget til § 2-26 annet ledd er i det vesentligste lik § 2-25 annet ledd. Det vises til pkt. 7.5.3.2. Det samme gjelder forslaget til tredje ledd i § 2-26 om adgangen til utsatt offentliggjøring. Her er det likevel snakk om utsatt offentliggjøring (ikke utelatt), noe om betyr at offentliggjøring rimeligvis må skje med en gang vilkårene for utsettelse ikke lenger er tilstede.

Det er i forslag til § 2-26 fjerde ledd foreslått en forskriftshjemmel for gjennomføring av nivå-2 reglene som vil gis i medhold av art. 45 nr. 3.

For øvrig vises det til utredningen kapittel 4 med hensyn til verdipapirforetaks rapportering av transaksjoner til myndighetene, jf. art. 25 og 28. Det vises til kapittel 8 for så vidt gjelder offentliggjøring av opplysninger om handel på MHF, jf. art. 30.

7.6 Bruk av sentral motpart eller oppgjørssystem fra annen stat

7.6.1 EØS-rett

Direktivet har i art. 46 regler om bruk av sentral motpart og oppgjørssystem fra annet EØS-land. Etter art. 46 nr. 1 skal ikke medlemslandene:

> «...prevent regulated markets from entering into appropriate arrangements with a central counterparty or clearing house and a settlement system of another Member State with a view to providing for the clearing and/or settlement of some or all trades concluded by market participants under their systems.»

I følge art. 46 nr. 2 skal en kompetent myndighet som utgangspunkt ikke motsette seg bruk av sentral motpart mv. fra et annet medlemsland:

> «2. The competent authority of a regulated market may not oppose the use of central counterparty, clearing houses and/or settlement systems in another Member State except where this is demonstrably necessary in order to maintain the orderly functioning of that regulated market and taking into account the conditions for settlement systems established in Article 34(2).
>
> In order to avoid undue duplication of control, the competent authority shall take into account the oversight/supervision of the clearing and settlement system already exercised by the national central banks as overseers of clearing and settlement systems or by other supervisory authorities with competence in relation to such systems.»

7.6.2 Norsk rett

Norsk rett har ingen særskilte regler som forhindrer et regulert marked fra å inngå passende avtaler («arrangements») med sentrale motparter mv. fra andre EØS-land, jf. dog børsloven § 5-2.

7.6.3 Utvalgets vurderinger

Etter utvalgets vurdering er det ikke nødvendig å gjennomføre art. 46 særskilt. Fraværet av regler om regulerte markeders samarbeid med oppgjørssentraler mv. fra andre EØS-land medfører at Norge oppfyller direktivforpliktelsen. Føringene som er lagt for regulerte markeders virksomhet i

forslaget til §§ 2-19 og 2-20 endrer ikke på dette, jf. børsloven dagens § 5-3. Kredittilsynets påleggskompetanse etter forslaget til § 4-4 gir tilsynsmyndigheten anledning til å gripe inn hvis en slik ordning gjør det «demonstrably necessary». Et vilkår her vil likevel være at det regulerte markedet opptrer i «strid med lov eller bestemmelser gitt i medhold av lov», mest typisk reglene om virksomhetsbegrensning, jf. dagens § 8-4.

Kapittel 8
Multilaterale handelsfasiliteter (MHF)

8.1 Generelt om MHF

8.1.1 EØS-rett

Finansielle instrumenter omsettes i EØS-området på og utenfor regulerte markeder, herunder på/i ulike multilaterale handelssystemer/fasiliteter. Sistnevnte omsetningsform har så langt ikke vært gjenstand for særskilt EØS-rettslig regulering, men har typisk funnet sted i regi av og innenfor rammeverket for verdipapirforetakene. Fortalen til MiFiD avsnitt 5 omtaler fremveksten av multilaterale handelsfasiliteter (MHF) slik:[1]

> «It is necessary to recognise the emergence of a new generation of organised trading systems alongside regulated markets which should be subjected to obligations designed to preserve the efficient and orderly functioning of financial markets. With a view to establishing a proportionate regulatory framework provision should be made for the inclusion of a new investment service which relates to the operation of an MTF.»

Direktivet omtaler handelen på fasilitetene som «organised». All den tid omsetningen er organisert, legger direktivet opp til at handelen på MHF skal være underlagt visse minimumskrav. Det er i direktivet regler om blant annet omsetning av finansielle instrumenter på MHF, tilgang, markedsovervåking, samt offentliggjøring av opplysninger om ordre og gjennomførte handler, jf. art. 14, 26, 29 og 30. Det skal i medhold av de to sistnevnte artiklene fastsettes nærmere nivå-2 regler om blant annet «pre- and post-trade transparency» for MHF og regulerte markeder. Nivå-2 bestemmelsene for MHF og regulerte markeder ventes på mange områder å bli like.

Avsnitt 6 første punktum i fortalen understreker den nære sammenhengen mellom regulerte markeder og MHF:

> «Definitions of regulated market and MTF should be introduced and closely aligned with each other to reflect the fact that they represent the same organised trading functionality.»

MiFIDs regulering av MHF og regulerte markeder er på mange områder lik. En rekke verdipapirrettslige EU-direktiver gjelder likevel bare for omsetning på regulerte markeder. For eksempel kommer markedsmisbruksdirektivet, transparencydirektivet, forordningen om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder, samt tilbudsplikt- og prospektdirektivet bare til anvendelse på finansielle instrumenter som er (eller er søkt) opptatt til handel på regulerte markeder.

Etter annet punktum i avsnitt 6 skal det skilles mellom regulerte markeder og MHF på den ene side, og bilaterale systemer der verdipapirforetak handler på egen regning/risiko på den annen:

> «The definitions should exclude bilateral systems where an investment firm enters into every trade on own account and not as a riskless counterparty interposed between the buyer and seller. The term «system» encompasses all those markets that are composed of a set of rules and a trading platform as well as those that only function on the basis of a set of rules.»

Definisjonen av MHF følger av art. 4 nr. 15 og lyder:

> «Multilateral trading facility (MTF)» means a multilateral system, operated by an investment firm or a market operator, which brings together multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with non-discretionary rules - in a way that results in a contract in accordance with the provisions of Title II;»

Definisjonen av MHF har som nevnt mange likhetstrekk med definisjonen av regulert marked, jf. art. 4 nr. 14. Visse forskjeller er det imidlertid, for eksempel ved at et regulert marked etter definisjonen skal ha opptaksregler. I tillegg skal et regulert marked etter definisjonen fungere «regularly». Direktivreguleringen av MHF og regulerte markeder er heller ikke identisk. [2] Omsetningen på MHF

[1] Den engelske direktivversjonen benytter forkortelsen «MTF» om multilaterale handelssystemer. Utvalget har valgt å benytte forkortelsen «MHF».

[2] Direktiv 2001/34/EF gjelder kun for regulerte markeder som er «official stock exchanges», jf. kapittel 6 og 7.

skal skje «in accordance with the provisions of Title II», men omsetningen på regulerte markeder skal skje etter reglene i «Title III», jf. pkt. 8.4 om den nærmere reguleringen av MHF. Det er presisert i fortalens avsnitt 6 fjerde punktum av det ikke kreves at det regulerte markedet eller MHF selv drifter de tekniske systemene (dataløsningen) som brukes for å matche kjøps- og salgsordre.

8.1.2 Norsk rett

Norsk rett har ingen særskilte regler om MHF eller tilsvarende omsetningsplattformer/systemer.[3] [4] Mottak og formidlig av ordre på vegne av investorer, samt utføring av slike, krever tillatelse etter vphl. § 7-1 første ledd, jf. § 1-2 første ledd nr. 1. Definisjonen av og kravet til konsesjon for henholdsvis autoriserte markedsplasser og børser følger av børsloven §§ 1-3 og 2-1, jf. utredningen kapittel 6 der disse bestemmelsene er omtalt.

8.1.3 Utvalgets vurderinger

8.1.3.1 Definisjon av MHF

Utvalget foreslår at direktivets definisjon av MHF gjennomføres i vphl. ny § 2-5:

> «Med multilateral handelsfasilitet (MHF) menes et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter i samsvar med ufravikelige regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter.
>
> Verdipapirforetak og regulert marked kan drive MHF, jf. §§ 9-1 og 9-5.
>
> MHF kan ikke drives i medhold av tillatelse etter lov om regulerte markeder.»

Definisjonene av MHF og regulert marked er utformet med tanke på å være gjensidig utelukkende, jf. lovutkastet og pkt. 8.1.3.2 nedenfor. Av annet ledd av forslaget fremgår det at verdipapirforetak og regulerte markeder kan drive MHF. De nærmere reglene om tillatelse til å drive MHF følger av forslaget til vphl. §§ 9-1 og 9-5. Det bør av pedagogiske grunner vises til disse bestemmelsene i definisjonen av MHF.

Utvalget foreslår at definisjonen av MHF inntas i vphl. kapittel 2 sammen med lovens øvrige hoveddefinisjoner. En MHF er etter forslaget et «multilateralt system». Dette betyr at bilaterale ordninger for matching av ordre mv. faller utenfor definisjonen. Til forskjell er et regulert marked etter forslaget til børsloven ny § 1-3, et «foretak», jf. utrednigen pkt. 6.2.3. Nærmere veiledning for tolkning av vilkåret «system» finnes i pkt. 6 i fortalen til direktivet:

> «The term «system» encompasses all those markets that are composed of a set of rules and a trading platform as well as those that only function on the basis of a set of rules.»

Etter forslaget til definisjon av MHF skal det «legges til rette for omsetning». Samme terminologi er benyttet i dagens børslov og forslaget til definisjon av regulert marked. Mer konkret betyr dette at kjøps- og salgsinteresser vil matches i fasiliteten, jf. direktivet art. 4 nr. 15 om «multiple third-party buy-ing and selling interests». Det er forutsatt at matchingen skal skje i fasilitetens regi, jf. «brings together» i art. 4 nr. 15.

En MHF vil etter forslaget til § 11-1 første ledd bokstav b) måtte fastsette ikke-diskresjonære/faste handelsregler. Forslaget er omtalt i mer detalj i pkt. 8.3. Dette betyr som utgangspunkt at aktørene på markedet vil ha rett til å få effektuert ordre som legges inn i systemet i tråd med handelsreglene, jf. pkt. 6 i fortalen til direktivet:

> «The term «non-discretionary rules» means that these rules leave the investment firm operating an MTF with no discretion as to how interests may interact.»

Det må likevel, etter omstendighetene, for eksempel være adgang til å slette åpenbart gale ordre. Nærmere krav til handelsreglene vil følge av verdipapirhandelloven med forskrifter, jf. lovutkastet § 11-1 som er omtalt nedenfor.

Verdipapirfondloven benytter i § 4-6 første ledd nr. 2 begrepet «annet regulert marked som fungerer regelmessig og er åpent for allmennheten». En MHF som tilfredsstiller vilkårene må antas å være et slikt marked.

8.1.3.2 Nærmere om virksomheten til MHF

Forslaget til definisjon av MHF er relativt lik forslaget til definisjon av regulert marked i børsloven ny § 1-3. Det kan reises spørsmål om direktivet legger noen særskilte virksomhetsmessige begrensinger for verdipapirforetak eller regulert marked som driver MHF. Mer konkret kan det reises spørsmål om en MHF i realiteten kan bedrive den samme virksomheten som et regulert marked. Uavhengig av hva som følger av direktivet, må det vurderes om det i nasjonal rett kan og eventuelt bør skilles funksjonelt mellom MHF på den ene side og regu-

[3] Omsetningen av finansielle instrumenter på uregulerte markeder er omtalt i bl.a. NOU 1999: 3 (børsloven) kapittel 14.4.

[4] Oslo Børs driver i dag et såkalt «Alternative Bond Market» som ikke er en børs eller en autorisert markedsplass, jf. http://www.abmportal.no/ob/abm_intro

lert marked på den annen. Spørsmålene vurderes i det følgende.

En MHF og et regulert marked vil operere under ulike konsesjonsmessig regimer. Rettsvirkningene av å ha tillatelse som MHF eller regulert marked vil derved være ulike. Å drive MHF er en investeringstjeneste og virksomheten skal som utgangspunkt utøves i samsvar med nasjonale regler som gjennomfører MiFID del 2. Regulert marked vil gis tillatelse etter børsloven og virksomheten skal følge reglene som gjennomfører direktivets del 3. I tillegg vil nasjonale særbestemmelser regulere MHF og regulert marked. For regulerte markeder med «offisiell notering» vil direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) gjelde, jf. kapittel 6 ovenfor.

Ser en nærmere på definisjonene av MHF og regulert marked, er det etter direktivet ikke noe vilkår at en MHF fungerer regelmessig eller at finansielle instrumenter tas opp til handel. Det synes for det første klart at det ikke er noe i veien for at en MHF fungerer regelmessig. Videre må det antas at verdipapirforetak eller regulert marked som driver MHF må kunne organisere og stille krav til de finansielle instrumentene som skal omsettes i fasiliteten. Det er i MiFID art. 14 nr. 2 forutsatt at det skal finnes regler om disse forholdene. Verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF må derfor kunne utarbeide lister mv. over de finansielle instrumentene som er gjenstand for omsetning på fasiliteten. I tillegg må det kunne stilles vilkår for å kunne bli omsatt på MHF, for eksempel i form av krav om finansielle instrumenters frie omsettelighet og utstederforetakets omsetning eller verdi.

Utvalget har på bakgrunn av definisjonene av MHF og regulert marked vanskelig for å se at det i direktivet oppstilles noe funksjonsmessige skille mellom de to. Fortalen understreker dette forholdet ettersom MHF og regulerte markeder «represent the same organised trading functionality», jf. pkt. 6. Det synes med dette relativt klart at en MHF og et regulert marked etter MiFID kan drive den samme virksomheten. Spørsmålet blir derved om Norge kan og eventuelt bør oppstille funksjonelle begrensninger for hva en MHF kan bedrive for å tydeliggjøre forskjellen fra et regulert marked. Utvalget ser i utgangspunktet grunner for å introdusere et slikt virksomhetsmessig skille. For det første antar utvalget at regulerte markeders opptaksregler i noe større grad vil gi utstederforetak et «kvalitetsstempel». Fra et investorståsted vil det derved kunne bli lagt til grunn at investeringer i finansielle instrumenter på regulerte markeder er forbundet med noe mindre risiko enn der omsetningen kun skjer på MHF. Et verdipapirforetak eller regulert markeder som driver en MHF skal også fastsette kriterier for finansielle instrumenter som skal omsettes på MHF. Slike opptakskriterier vil imidlertid ha form av selvregulering, ikke lovfastsatte regler.

For det andre antar utvalget at den bakenforliggende reguleringen av ulike atferds- og informasjonsforpliktelser kan tale i retning av å skille virksomhetsmessig mellom MHF og regulert marked. Regler om blant annet markedsmisbruk, løpende og periodisk rapportering, samt prospekt- og tilbudsplikt gjelder ikke for omsetning på MHF. Investorbeskyttelsen på MHF vil derved være mindre enn på regulerte markeder. For å avhjelpe dette et stykke på vei, kan en gi kjernebestemmelsene i vphl. dagens kapittel 2 (om markedsmisbruk) anvendelse på MHF, jf. pkt. 8.3.3 nedenfor. Videre vil verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF ha plikt til å påse at det i nødvendig grad finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at det kan foretas en velfundert investeringsbeslutning, jf. lovutkastet § 11-1 første ledd bokstav d), som gjennomfører art. 14 nr. 2 annet ledd. Her skal det likevel ses hen til kundens profesjonalitet og type finansielt instrument, slik at beslutningsgrunnlaget for investorer i finansielle instrumenter som omsettes på MHF, i sum vil være mindre enn der omsetningen skjer på regulerte markeder.

For det tredje viser utvalget til at art. 36 nr. 1 stiller vilkår om særskilt tillatelse for virksomhet som regulert marked. Tillatelse skal bare gis der tilsynsmyndigheten «is satisfied that both the marked operator and the systems of the regulated market comply at least with the requirements laid down in this Title». En tolkning av dette er at virksomhet som regulert marked krever tillatelse som sådan. Tilsvarende løsning følger av dagens børslov hvoretter virksomhet som regulert marked skal forbeholdes foretak med tillatelse som sådan, jf. børsloven § 2-1 første ledd. En annen forståelse av art. 36 nr. 1 er at myndighetenes «godkjentstempel» i form av konsesjon som regulert marked bare skal gis til visse foretak, men at en MHF ikke er forhindret fra å drive samme virksomheten. Gitt fraværet av eksplisitt regulering i direktivets del 2 og 3, samt fortalens pkt. 6, kan gode grunner tale for sistnevnte tolkning.

Utvalget er i tvil om det i norsk rett kan introduseres et funksjonelt skille mellom MHF på den ene siden og regulert marked på den annen. Forskjellene i direktivets definisjoner er ikke vesentlige og det kan vanskelig oppstilles et funksjonsmessig skille på bakgrunn av disse. Heller ikke

for øvrig har direktivet regler som tydelig skiller mellom virksomheten til MHF og regulert marked. Uavhengig av dette ser ikke utvalget tungtveiende grunner til at det bør innføres et funksjonelt skille mellom MHF og regulert marked. Utvalget legger imidlertid til grunn at det i norsk rett må skilles tillatelsesmessig mellom MHF og regulerte markeder. Rettsvirkningene av å inneha den ene eller den andre tillatelsen vil derved være ulike. En MHF vil med dette kunne oppfylle vilkårene i børsloven ny § 1-3 første ledd uten å måtte søke om tillatelse som regulert marked. Utvalget ser ikke grunn til at departementet i tvilstilfeller skal kunne avgjøre om en virksomhet utløser børslovens krav om konsesjon, jf. forslaget til børsloven ny § 2-1 annet ledd. For øvrig vises det til forslaget til vphl. ny § 2-5 og kapittel 11, og omtalen i spesialmerknadene.

8.2 Drift av MHF som investeringstjeneste

8.2.1 EØS-rett

En MHF kan drives av verdipapirforetak og markedsoperatører (for Norges del regulerte markeder, jf. kapittel 6), jf. for eksempel direktivet art. 4 nr. 15, 5 og 14. Etter art. 4 nr. 2, jf. vedlegg I del A nr. 8, er «[o]peration of Multilateral Trading Facilities» en investeringstjeneste. Vilkårene for å søke om tillatelse til å yte investeringstjenester er omtalt i kapittel 3.

8.2.2 Norsk rett

Norsk rett har som nevnt i pkt. 8.1.2 ingen regulering av MHF og drift av slike inngår ikke i definisjonen av investeringstjenester i vphl. § 1-2 første ledd.

8.2.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår at drift av en MHF tilføyes listen over investeringstjenester, jf. lovutkastet § 2-2 første ledd nr. 7.

8.3 Tillatelse til å drive MHF

8.3.1 EØS-rett

Regler om tillatelse til å drive MHF følger av art. 5. Etter bestemmelsen kan verdipapirforetak og «any market operator» gis slik tillatelse. En markedsoperatør har rett på tillatelse forutsatt at vilkårene i MiFID del 2 kapittel 1 (som omhandler «conditions and procedures for autohrisation») er oppfylt, likevel med unntak av art. 11 og 15. Det vises til kapittel 3 når det gjelder verdipapirforetaks søknad om tillatelse til å yte investeringstjenester.

8.3.2 Norsk rett

Norsk rett har ingen regler om tillatelse til MHF, jf. også pkt. 8.1.2 og pkt. 8.2.2.

8.3.3 Utvalgets vurderinger

Drift av MHF vil være en investeringstjeneste som verdipapirforetak kan søke tillatelse til, jf. kapittel 3. Det er i lovutkastet § 9-5 presisert at også regulerte markeder, kan drive MHF:

> «Departementet gir foretak med tillatelse i medhold av lov om regulerte markeder tillatelse til å drive MHF, dersom foretaket oppfyller §§ 9-1, 9-9, 9-10, 9-11, 9-13 og 11-1.»

Etter forslaget vil regulerte markeder ha rett til tillatelse til å drive MHF forutsatt at visse krav er oppfylt, jf. MiFID art. 5 nr. 2. Mer konkret må regulerte markeder godtgjøre at de oppfyller reglene som gjelder for verdipapirforetak om:

- Tillatelse, jf. forslaget til vphl. § 9-1
- Ledelse, jf. forslaget til vphl. § 9-9
- Eierbegrensing/aksjeeierstruktur, jf. forslaget til § 9-10
- Organisering, jf. forslaget til vphl. § 9-11
- Startkapital, jf. forslaget til vphl. § 9-13
- Handel og gjennomføring av transaksjoner i MHF, jf. forslaget til § 11-1

Disse reglene vil som hovedregel være oppfylt ved at børsloven inneholder tilsvarende eller strengere regulering for regulerte markeder. Typisk vil reglene om vilkår og bortfall av tillatelse, ledelse, startkapital, samt handel og gjennomføring av transaksjoner som utgangspunkt være innfridd. Reglene om eierregulering vil derimot ikke være like, jf. forslag til vphl. § 9-10 og børsloven § 2-14 flg. Det samme gjelder reglene om organisering, jf. forslaget til vphl. § 9-11 og børsloven § 2-10. Dette medfører at regulerte markeder som ønsker å drive MHF må godtgjøre overfor konsesjonsmyndigheten at aksjeeierstrukturen og organiseringen er i tråd med vphl. ny §§ 9-10 og 9-11. Dette gjelder likevel bare så langt det er snakk om gjennomførte direktivforpliktelser. Regulerte markeder behøver ikke å oppfylle særnorske krav for verdipapirforetaks aksjeeierstruktur og organisering.

8.4 Regulering av MHF

8.4.1 EØS-rett

8.4.1.1 Handel og gjennomføring av transaksjoner

Det følger av direktivet art. 4 nr. 15 at omsetningen av finansielle instrumenter i MHF skal skje «in a way that results in a contract in accordance with the provisions of Title II». Direktivets del 2 inneholder regler om tillatelse for og virksomheten til verdipapirforetak. Mange av bestemmelsene gjelder generelt for verdipapirforetak, det vil si uavhengig av hvilken investeringstjeneste som ytes. Det er i del 2 i tillegg gitt enkelte særregler for MHF, jf. for eksempel art. 14 og 26. Disse reglene vil som utgangspunkt gjelde for verdipapirforetak og markedsoperatører som driver MHF, og bestemmelsene gjennomgås i det følgende.

Direktivets regler om handel og gjennomføring av transaksjoner i en MHF, følger av art. 14. Bestemmelsen har flere likhetstrekk med art. 40 og 42 som henholdsvis gjelder opptak til handel og medlemskap på regulerte markeder. Art. 14 er likevel vesentlig kortere og det skal ikke fastsettes nivå-2 regler i medhold av bestemmelsen. Etter nr. 1 skal medlemsstatene kreve at verdipapirforetak eller markedsoperatører som driver en MHF, i tillegg til å møte de organisatoriske kravene i art. 13, etablerer:

> «transparent and non-discretionary rules and procedures for fair and orderly trading and establish objective criteria for the efficient execution of orders.»

Vilkåret «non-discretionary» er omtalt i fortalens sjette avsnitt som følger:

> «The term «non-discretionary rules» means that these rules leave the investment firm operating an MTF with no discretion as to how interests may interact.»

Handelsreglene skal med dette være gjennomsiktige (transparente) og ikke-diskresjonære/faste. Reglene skal videre legge til rette for rettferdig («fair») og ordnet («orderly») handel, samt angi objektive kriterier for en effektiv gjennomføring av ordre.

Det stilles i art. 14 nr. 2 første ledd vilkår om gjennomsiktige regler med hensyn til kriteriene for hvilke finansielle instrumenter som kan omsettes på en MHF:

> «Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF establish transparent rules regarding the criteria for determining the financial instruments that can be traded under its systems».

Videre skal det etter art. 14 nr. 2 annet ledd finnes tilstrekkelig offentlig tilgjengelig informasjon slik at brukerne («users») kan treffe en investeringsbeslutning («investment judgement»), hensyntatt type aktør og instrument. Verdipapirforetaket eller markedsoperatøren som driver en MHF plikter å vurdere om disse opplysningene er offentlig tilgjengelig og, om nødvendig, treffe foranstaltninger for å sørge for at slik offentliggjøring finner sted («provide, or are satisfied »). Det må rimeligvis vurderes konkret om investorer vil være i stand til å treffe velfunderte investeringsbeslutninger.

Det er i direktivet ikke stilt vilkår om at utsteder skal være underlagt noen løpende eller periodisk informasjonsplikt vis-à-vis MHF. Der et omsettelig verdipapir er tatt opp til handel på et regulert marked og verdipapiret også omsettes på en MHF uten at utstederen har anmodet om dette, skal utstederen ikke underlegges noen periodiske eller løpende informasjonsforpliktelser overfor fasiliteten, jf. art. 14 nr. 6. En tilsvarende regel finnes i art. 40 nr. 5 i.f.

Etter art. 14 nr. 3 gjelder ikke reglene i direktivet art. 19 (god forretningsskikk overfor kunder), 21 (prinsippet om «best execution») og 22 (regler om klientordre) for transaksjoner som inngås mellom medlemmene/deltagerne på en MHF, eventuelt mellom medlemmene/deltagerne og selve fasiliteten. Art. 19, 21 og 22 skal imidlertid etterleves av medlemmene/deltagerne overfor sine kunder, når kundeordre gjennomføres på en MHF:

> «However, the members of or participants in the MTF shall comply with the obligations provided for in Articles 19, 21 and 22 with respect to their clients when, acting on behalf of their clients, they execute their orders through the systems of an MTF.»

Tilsvarende regel for regulerte markeder finnes i art. 42 nr. 4. Det er i art. 14 nr. 4 fastsatt regler om tilgang («access to») til en MHF:

> «Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF establish and maintain transparent rules, based on objective criteria, governing access to its facility. These rules shall comply with the conditions established in Article 42(3).»

Tilgangs/medlemskapsreglene skal være gjennomsiktige og basert på objektive kriterier. Reglene skal dessuten være i samsvar med kravene i art. 42 nr. 3. I denne bestemmelsen er det blant annet stilt egnethetskrav til medlemmer. Det

vises til utredningen pkt. 7.3 for så vidt gjelder vilkårene for medlemskap på et regulert marked.

Etter art. 14 nr. 5 skal medlemsstatene kreve at verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en MHF skal informere sine brukere («users») om partenes respektive ansvar for oppgjør av transaksjonene som er gjennomført i fasiliteten. Medlemsstatene skal videre kreve at verdipapirforetak og markedsoperatører har sørget for nødvendige ordninger («necessary arrangements») som legger til rette for et effektivt oppgjør av gjennomførte transaksjoner:

> «Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF clearly inform its users of their respective responsibilities for the settlement of the transactions executed in that facility. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF have put in place the necessary arrangements to facilitate the efficient settlement of the transactions concluded under the systems of the MTF.»

Medlemsstatene skal sørge for at en MHF umiddelbart etterkommer et pålegg («comply immediately with any instruction») fra den kompetente myndigheten om å suspendere eller stryke et finansielt instrument fra fasiliteten, jf. art. 14 nr. 7. Direktivet har derimot ingen egen regel om at verdipapirforetaket eller markedsoperatøren kan kreve suspensjon og strykning fra MHF, jf. motsatt i art. 41 som gjelder for regulerte markeder.

8.4.1.2 Markedsovervåking

Det er i art. 26 gitt regler om overvåking av handelen på MHF. Bestemmelsen er langt på vei lik art. 41 som gjelder for regulerte markeder. Etter art. 26 nr. 1 første punktum skal verdipapirforetak og markedsoperatører etablere og opprettholde effektive ordninger og prosedyrer («arrangements and procedures») for en regelmessig overvåking («monitoring») av brukernes regeletterlevelse. Mer konkret skal verdipapirforetak og markedsoperatører overvåke transaksjonene på fasiliteten med sikte på å avdekke regelbrudd, ureglementerte handelsforhold («disorderly trading conditions») og fremferd som kan være markedsmisbruk, jf. art. 26 nr. 1 annet punktum:

> «Investment firms and market operators operating an MTF shall monitor the transactions undertaken by their users under their systems in order to identify breaches of those rules, disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse.»

Etter art. 26 nr. 2 første punktum skal verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en MHF melde vesentlige brudd på sine regler, ureglementerte handelsforhold og fremferd som kan være markedsmisbruk, til den kompetente myndigheten. I følge art. 26 nr. 2 annet punktum skal et verdipapirforetak eller markedsoperatør som driver en MHF, bistå («supply relevant information without delay provide full assistance») den kompetente myndigheten ved etterforskingen og rettsforfølgingen av markedsmisbruk.

8.4.1.3 Offentliggjøring av opplysninger om ordre mv.

MiFID art. 29 inneholder bestemmelser om offentliggjøring av ordre mv. Tilsvarende regler for regulerte markeder følger av art. 44. Etter art. 29 nr. 1 skal medlemsstatene i det minste kreve at verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en MHF, offentliggjør gjeldende («current») kjøps- og salgsordre (pris og dybde/volum) som fremkommer av/bekjentgjøres på («are advertised») fasilitetens systemer, for så vidt gjelder aksjer som er notert på et regulert marked. Opplysningene om kjøps- og salgsordrene skal gjøres tilgjengelige for offentligheten på «reasonable commercial terms» og på en kontinuerlig basis under handelsdagen («normal trading hours»). Det kan etter art. 29 nr. 3 fastsettes nærmere regler om offentliggjøring av kjøps- og salgsordre.

Den kompetente myndigheten skal etter art. 29 nr. 2 på visse vilkår («based on the market model or the type and size of orders») gis kompetanse til å dispensere fra kravet om offentliggjøring av kjøps- og salgsordre. Det kan i følge art. 29 nr. 3 fastsettes nærmere regler om når slik dispensasjon kan gis:

> «(b) the size or type of orders for which pre-trade disclosure may be waived under paragraph 2;
>
> (c) the market model for which pre-trade disclosure may be waived under paragraph 2 and in particular, the applicability of the obligation to trading methods operated by an MTF which conclude transactions under their rules by reference to prices established outside the systems of the MTF or by periodic auction.»

Det er i art. 29 nr. 3 siste ledd forutsatt at nivå-2 reglene om dispensasjonsadgangen for offentliggjøring av store ordre mv., i utgangspunktet skal være de samme som for regulerte markeder etter art. 44. Det vises til omtalen i utredningen pkt. 7.5.

8.4.1.4 *Offentliggjøring av opplysninger om handler mv.*

Direktivet art. 30 nr. 1 krever at medlemsstatene, i det minste, stiller som vilkår at verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en MHF, offentliggjør priser, volum og tidspunkt for transaksjoner som gjennomføres i fasilitetens system, for så vidt gjelder aksjer som er notert på et regulert marked. Det skal videre stilles som vilkår at opplysningene gjøres offentlige på en «reasonable commercial basis», så nært som mulig til «real time», dvs. da transaksjonen fant sted. Kravet omfatter likevel ikke detaljer om handler på en MHF som offentliggjøres gjennom systemene til et regulert marked, jf. nr. 1 siste punktum.

På visse nærmere vilkår kan den kompetente myndigheten tillate utsatt offentliggjøring av transaksjonsdata, jf. art. 30 nr. 2 første punktum. Dette gjelder særlig for store transaksjoner (blokkhandler), jf. annet punktum:

> «In particular, the competent authorities may authorise the deferred publication in respect of transactions that are large in scale compared with the normal market size for that share or that class of shares. Member States shall require MTFs to obtain the competent authority's prior approval to proposed arrangements for deferred trade-publication, and shall require that these arrangements be clearly disclosed to market participants and the investing public.»

Som det fremgår, må en MHF søke forhåndssamtykke fra den kompetente myndigheten for så vidt gjelder «proposed arrangements for deferred trade-publication», det vil si ordninger for utsatt offentliggjøring. Som utgangspunkt skal reglene om utsatt offentliggjøring være de samme for MHF som for regulerte markeder, jf. siste ledd og art. 45.

Det skal etter art. 30 nr. 3 fastsettes nærmere regler om offentliggjøring av opplysninger om handler:

> «3...the Commission shall,...adopt implementing measures in respect of:
>
> (a) the scope and content of the information to be made available to the public;
>
> (b) the conditions under which investment firms or market operators operating an MTF may provide for deferred publication of trades and the criteria to be applied when deciding the transactions for which, due to their size or the type of share involved, deferred publication is allowed.
>
> Except where justified by the specific nature of the MTF, the content of these implementing measures shall be equal to that of the implementing measures provided for in Article 45 for regulated markets.»

Det vises til omtalen i utredningen pkt. 7.5.

8.4.1.5 *Grenseoverskridende virksomhet*

Verdipapirforetaks rett til å tilby investeringstjenester direkte i hele EØS-området er regulert i MiFID art. 31.[5] Bestemmelsen er omtalt generelt i kapittel 5. Særlige regler om MHF er gitt i art. 31 nr. 5 og 6:

> «5. Member States shall, without further legal or administrative requirement, allow investment firms and market operators operating MTFs from other Member States to provide appropriate arrangements on their territory so as to facilitate access to and use of their systems by remote users or participants established in their territory.
>
> 6. The investment firm or the market operator that operates an MTF shall communicate to the competent authority of its home Member State the Member State in which it intends to provide such arrangements. The competent authority of the home Member State of the MTF shall communicate, within one month, this information to the Member State in which the MTF intends to provide such arrangements.
>
> The competent authority of the home Member State of the MTF shall, on the request of the competent authority of the host Member State of the MTF and within a reasonable delay, communicate the identity of the members or participants of the MTF established in that Member State.»

Etter art. 31 nr. 5 skal medlemslandene tillate verdipapirforetak og markedsoperatører som driver MHF fra et annet EØS-land å «provide appropriate arrangements on their territory» slik at det kan legges til rette for fjernbruk/fjernmedlemskap. Tilsvarende regel finnes i art. 42 nr. 6 første ledd. I følge art. 31 nr. 6 skal et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en MHF gi sitt hjemlands kompetente myndighet beskjed om hvilke andre medlemsland det har til hensikt å tilby sine tjenester i (dvs. hvilke andre EØS-land som «remote users» kan komme fra), jf. art. 30 nr. 6 første punktum og art. 42 nr. 6 annet ledd. Hjemstatens kompetente myndighet skal innen en måned fra det mottar slik beskjed, gi melding til den kompetente myndigheten i «vertslandet/ene» hvor MHF planlegger å tilby sine tjenester, jf. annet

[5] Art. 32 regulerer etablering av filial.

punktum. De kompetente myndighetene skal på forespørsel utveksle informasjon om fjernbrukere av en MHF, jf. art. 30 nr. 6 annet ledd.

8.4.1.6 Sentral motpart, oppgjør mv. i forbindelse med MHF

Etter direktivet art. 35 nr. 1 kan en medlemsstat ikke hindre et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en MHF, å inngå «appropriate arrangements» med en sentral motpart eller et clearing- og oppgjørssystem («clearing house and a settlement system») i en annen medlemsstat, forutsatt at disse «arrangements» har til hensikt å sørge for clearing og/eller oppgjør av enkelte eller alle transaksjonene som er gjennomført av deltagerne i fasilitetens systemer. I følge art. 35 nr. 2 kan en kompetent myndighet motsette seg en slik clearing/oppgjørsfunksjon, forutsatt at det er «demonstrably necessary» med tanke på å opprettholde «the orderly functioning» av fasiliteten, sett hen til reguleringen for oppgjørssystemer i art. 34 nr. 2. Følgende er presisert med hensyn til slike situasjoner, jf. annet ledd i nr. 2:

> «In order to avoid undue duplication of control, the competent authority shall take into account the oversight/supervision of the clearing and settlement system already exercised by the national central banks as overseers of clearing and settlement systems or by other supervisory authorities with a competence in such systems.»

Den kompetente myndigheten skal, som det fremgår, ta hensyn til sentralbankenes tilsyn med clearing- og oppgjørsfunksjonen, eventuelt andre tilsynsmyndigheter som har en rolle i denne forbindelse.

8.4.2 Norsk rett

Som tidligere nevnt er fellesskapsreguleringen av MHF ny med MiFID. Norsk rett inneholder ingen særskilte regler om slike fasiliteter (jf. likevel de generelle bestemmelsene om ordreformidling, god forretningsskikk mv. som gjelder for verdipapirforetak etter verdipapirhandelloven).

8.4.3 Utvalgets vurderinger

8.4.3.1 Lovmessig plassering

Direktivets regler om MHF må gjennomføres i norsk rett. Reglene vil være aktuelle både for verdipapirforetak og regulerte markeder. Det kan reises spørsmål om de norske lovbestemmelsene som gjennomfører direktivet på dette punktet bør inntas i verdipapirhandelloven eller børsloven, eventuelt begge steder. All den tid drift av MHF er en investeringstjeneste legges det til grunn at lovbestemmelsene om MHF bør tas inn i verdipapirhandelloven. Utvalget foreslår i denne forbindelse at de fleste av gjennomføringsbestemmelsene inntas som et nytt kapittel 11 om MHF. Det antas ikke å være nødvendig å gjenta verdipapirhandellovens regler på dette punkt i børsloven. Regulerte markeders rettsstilling for så vidt gjelder tillatelse og drift av MHF, vil derved følge av verdipapirhandelloven.

8.4.3.2 Handel og gjennomføring av transaksjoner

MiFIDs regler om handel og gjennomføring av transaksjoner i MHF i art. 14, foreslås inntatt i vphl. § 11-1. Etter bestemmelsen skal verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF i tillegg til å tilfredsstille lovens organisatoriske krav, oppfylle visse nærmere vilkår. Der den underliggende direktivreguleringen er lik for MHF og regulerte markeder, foreslår utvalget som utgangspunkt at det benyttes samme formuleringer i vphl. kapittel 11 og børsloven. Utvalget viser i denne forbindelse til omtalen av børsloven i kapitlene 6 og 7.

Forslag til vphl. ny § 11-1 første ledd nr. 1 og 2 lyder:

> «Den som driver MHF, skal i tillegg til å tilfredsstille kravene i § 9-11,
> 1. ha gjennomsiktige og ufravikelige handelsregler, herunder etablere objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre,
> 2. ha gjennomsiktige og klare regler om hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet»

Etter nr. 1 skal verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF ha transparente og ufravikelige (ikke-diskresjonære) handelsregler, herunder etablere objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre. Utvalget legger til grunn at hovedhensikten med regelen er å skaffe brukere av MHF forutberegnelighet med hensyn til handelen på fasiliteten. Bestemmelsen kan således ikke leses som et forbud mot å innta skjønnsmessige vilkår i handelsvilkårene. Videre må åpenbart gale ordre kunne slettes av verdipapirforetaket eller det regulerte markedet.

I følge lovutkastet § 11-1 nr. 2 skal det finnes gjennomsiktige og klare regler med hensyn til hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet, jf. art. 14 nr. 2 første ledd. Igjen er formålet å skape forutberegnlighet og hindre usaklig forskjellsbehandling. Mer konkret antas det

at verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF må fastsette kriterier for de finansielle instrumentene, for eksempel at aksjer skal være fritt omsettelige. I børsloven ny § 2-21 annet ledd er det foreslått regler om opptak av derivater til handel på regulert marked. Tilsvarende bestemmelse finnes ikke i direktivet for MHF. Utvalget antar likevel at det ikke er noe i veien for at verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF fastsetter regler om derivatkontraktene som skal omsettes på fasiliteten, jf. pkt. 8.1.3.

Regler om tilgang («access to») til MHF finnes i art. 14 nr. 4. Etter bestemmelsen skal verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF fastsette regler om slik tilgang. Disse reglene skal «comply with the conditions established in Article 42 (3)». Her fremkommer det at enhver kan bli medlem på regulert marked forutsatt at vedkommende tilfredsstiller egnethetskravene i bokstav a) til d). Et spørsmål som oppstår er om kravet om tilgang stenger for direktehandler på MHF, det vil si om kun «medlemmer» kan delta i handelen. Utvalget legger til grunn at dette må besvares bekreftende. Personene som skal delta i handelen må tilfredsstille nevnte egnethetskrav, jf. lovutkastet § 11-1 annet ledd omtalt under. Det antas ikke nødvendig å presisere dette i lovteksten utover «kan gis tilgang» i § 11-1 annet ledd. Utvalget foreslår på denne bakgrunn ingen regel i vphl. kapittel 11 som tilsvarer gjeldende børslov § 5-4 første ledd (foreslått videreført i form av en ny § 2-23 første ledd annet punktum). Det presiseres like fullt at en MHFs «tilgangsregler» som utgangspunkt skal tilsvare kravene til medlemskap i børsloven, jf. art. 42 nr. 3 og forslag til børsloven ny § 2-23 som er omtalt i kapittel 7. Etter lovutkastet § 11-1 annet ledd kan:

> «Verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og andre gis tilgang til MHF, forutsatt at de har en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, og tilstrekkelige tekniske systemer, og for øvrig anses skikket til å delta i handelen i forhold til de forpliktelser tilgangen innebærer.»

Det er i lovutkastet § 11-1 første ledd nr. 4 stilt vilkår om offentlighetens tilgang til relevant informasjon, jf. direktivet art. 14 nr. 2 annet ledd. Etter forslaget skal verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF «i nødvendig grad» påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker (det vil si en som ønsker å kjøpe eller selge på egne eller andres vegne) kan fatte en velfundert investeringsbeslutning. Det skal her ses hen til brukerens profesjonalitet og hva slags type finansielt instrument det er snakk om.

Lovutkastet § 11-1 første ledd nr. 5 og 6 gjennomfører MiFID art. 14 nr. 5. Etter bestemmelsen skal verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF tydelig informere sine brukere om deres ansvar for gjennomføring av transaksjoner sluttet i fasiliteten. Videre skal verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF sørge for at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner på MHF. For så vidt gjelder sistnevnte regel vises det til forslaget til børsloven ny § 2-10 bokstav d).

Et verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF skal etter utkastet til ny vphl. § 11-1 umiddelbart etterkomme et pålegg fra Kredittilsynet om å suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel. Bestemmelsen gjennomfører art. 14 nr. 7 og har sitt motstykke for regulerte markeder i børsloven § 2-22 tredje ledd. Her er imidlertid regelen noe annerledes utformet, uten at dette medfører noen realitetsforskjell.

Etter utkast til ny vphl. § 11-1 tredje ledd vil kravene til god forretningsskikk, «best execution» og utføring av kundeordre ikke gjelde for transaksjoner som sluttes mellom «medlemmer» på MHF. Reglene vil imidlertid gjelde mellom et «medlem» og dets kunde. Tilsvarende regel er foreslått i børsloven § 2-23 fjerde ledd. Det vises til omtalen av denne i kapittel 7, samt kapittel 4 med hensyn til reglene om god forretningsskikk, «best execution» og klientordre for ikke-kunde initierte ordre/transaksjoner, jf. art. 14 nr. 3.

Der et omsettelig verdipapir er tatt opp til notering på et regulert marked uten at utstederen har anmodet om notering (såkalt «unsponsored listing»), og verdipapiret også omsettes på en MHF, skal utstederen ikke underlegges noen periodiske eller løpende informasjonsforpliktelser vis-à-vis fasiliteten, jf. art. 14 nr. 6. Bestemmelsen foreslås gjennomført i utkast til ny vphl. § 11-1 fjerde ledd.

8.4.3.3 Markedsovervåking

Direktivets krav om markedsovervåking er foreslått gjennomført i utkast til ny vphl. § 11-2. Etter første ledd i bestemmelsen skal verdipapirforetak og regulert marked som driver MHF, etablere «effektive ordninger og prosedyrer» som sørger for en regelmessig overvåking av brukeres etterlevelse av fasilitetens egne regler. Det må vurderes konkret hvilke markedsovervåkingsskritt som er nødvendige. Under konsesjonsbehandlingen vil departementet kunne stille konkrete krav til markedsovervåkingen, for eksempel med hensyn til valg av dataløsning, lokalisering, bemanning mv. Verdipapirforetak og regulert marked som driver

MHF skal i tillegg til å etablere effektive ordinger og prosedyrer som nevnt, overvåke transaksjoner i fasiliteten med sikte på å avdekke brudd på fasilitetens egne regler, rettsstridige handelsforhold og markedsmisbruk, jf. første ledd annet punktum. Tilsvarende forpliktelse hviler på regulerte markeder, jf. børsloven ny § 2-24 første ledd.

Et verdipapirforetak vil ha begrenset adgang til å følge opp antatte misbrukstilfeller, og det er i verdipapirhandelloven ikke foreslått regler som gir verdipapirforetak noen sanksjonskompetanse i slike tilfeller. Det er i § 11-2 annet ledd foreslått bestemmelse om melding til Kredittilsynet ved mistanker om regelverksbrudd:

> «Den som driver MHF, skal umiddelbart gi melding til Kredittilsynet ved mistanke om vesentlige brudd på fasilitetens egne regler, rettsstridige handelsforhold og markedsmisbruk, jf. kapittel 3.»

Bestemmelsen implementerer direktivet art. 26 nr. 2, 1. punktum

Det vises til pkt. 8.4.3.5 for så vidt gjelder spørsmålet om markedsmisbruksregelverkets anvendelse på MHF.

I utkast til ny vphl. § 11-2 tredje ledd foreslås en presisering hvoretter verdipapirforetak og regulert marked som driver MHF, skal bistå Kredittilsynet ved mistanker om markedsmisbruk. Bestemmelsen implementerer direktivet art. 26 nr. 2, 2. punktum. Bistanden skal gis uten kostnad for Kredittilsynet, jf. kapittel 9 om tilsyn og sanksjoner.

Det er i medhold av børsloven gitt en forskrift om markedsovervåking, jf. pkt. 7.4.2. Forskriften bør etter utvalgets syn vurderes i lys av blant annet gjennomføringen av direktiv 2003/6/EF (markedsmisbruk) og MiFID. Utvalget antar at spørsmålet om forskriftens anvendelse på MHF bør vurderes i forbindelse med forskriftsfastsettelsen av direktivets nivå-2 regler, jf. lovutkastet § 11-1 fjerde ledd.

8.4.3.4 Offentliggjøring av opplysninger om ordre og handler

MiFIDs regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre og handler i art. 29 og 30 er foreslått gjennomført i utkast til ny vphl. §§ 11-3 og 11-4. Bestemmelsene er i det vesentligste like børsloven §§ 2-25 og 2-26. Etter utkastet til vphl. § 11-3 og 11-4 gjelder rapporteringskravene kun for aksjer opptatt til handel på regulert marked. Dette er i samsvar med direktivets minimumsløsning. Utvalget presiserer at verdipapirforetak og regulerte markeder som driver MHF kan velge å ha mer omfattende rapporteringsregler, for eksempel ved at det skal gis opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre og handler (blant annet mht. nivå-2 reguleringen), jf. tredje ledd. Det er i begge bestemmelsene inntatt en hjemmel for Kredittilsynet til å unnta/utsette offentliggjøring på visse vilkår. For øvrig vises det til kapittel 7 der børsloven §§ 2-25 og 2-26 er behandlet.

8.4.3.5 Regler om markedsmisbruk på MHF

Utvalget har vurdert om det bør innføres andre atferds- og informasjonsregler for MHF og finansielle instrumenter som omsettes der, enn de som følger av direktivet. Utvalget ser i utgangspunktet flere fordeler ved å forholde seg til direktivets minimumsløsning når det gjelder reguleringen for MHF. En slik tilnærming vil gi verdipapirforetak og regulerte markeder fleksibilitet slik at den enkelte fasilitets regler kan tilpasses instrumentene som omsettes og type aktør på markedsplassen. På denne bakgrunn foreslår utvalget at det ikke innføres regler om periodisk og løpende rapportering, prospekter, overtakelsestilbud mv. for finansielle instrumenter som omsettes på MHF.

Utvalget er av en annen oppfatning når det gjelder anvendelsen av lovens regler om markedsmisbruk, og da særlig det en kan kalle «kjernebestemmelsene» om markedsmisbruk, nemlig forbudet mot innsidehandel, herunder taushetsplikten og rådgivningsforbudet samt forbudet mot markedsmanipulasjon. Disse reglene vil – for så vidt i likhet med de foran nevnte reglene om rapportering, prospekter, overtakelsestilbud mv. - uansett gjelde så fremt det aktuelle finansielle instrumentet er notert på et regulert marked i EØS, så den selvstendige betydning av å gi reglene anvendelse for MHF er begrenset til tilfelle hvor unoterte finansielle instrumenter omsettes der, jf. vphl. gjeldende § 2-1 første og tredje ledd. Det bemerkes at forbudet i vphl. § 2-9 om urimelige forretningsmetoder uansett vil gjelde for omsetning på MHF, jf. § 2-1 første ledd annet punktum, i tillegg til alminnelige avtalerettslige og strafferettslige regler.

Det kan etter utvalgets vurdering reises spørsmål om direktivet forutsetter at markedsmisbruksreglene i nasjonal rett skal gjelde for omsetningen på MHF, jf. art. 26. All den tid det i art. 26 (i motsetning til for eksempel 36 nr. 4) ikke er vist til direktiv 2003/6/EF om markedsmisbruk, antar utvalget at dette ikke er tilfelle. Det kan imidlertid synes som at MiFID art. 26 forutsetter at det skal finnes regler om markedsmisbruk på MHF. Forretningsvilkårene til MHF vil imidlertid som hovedregel ikke

binde investorer som handler via mellommenn på fasiliteten.

Det må på generelt grunnlag antas at lovfestede regler om markedsmisbruk vil ha en større preventiv effekt enn privatrettslige forretningsvilkår. I tillegg vil håndhevningen av regelveket kunne bli mer effektiv, blant annet ved at Kredittilsynet vil ha en annen og mer direkte rolle (MiFID forutsetter imidlertid at tilsynsmyndigheten uansett skal varsles ved mistanker om markedsmisbruk, også der reglene er privatrettslige, jf. art. 26 nr. 2). Et annet argument som taler i retning av å gi nevnte atferdsbestemmelser anvendelse på MHF, er etter utvalgets vurdering at MHF vil være en markedsplass med krav til gjennomlysning, organisering mv. som springer ut av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov. Dette medfører at det blant investorer vil kunne danne seg forventning om et «sikkerhetsnett» i form av visse grunnleggende og lovfestede atferdsregler. Utvalget har fått opplyst at enkelte av de andre nordiske landene vil gi markedsmisbruksreglene anvendelse på MHF.

Etter en totalvurdering har utvalget funnet det riktig å foreslå at «kjernebestemmelsene» i verdipapirhandellovens generelle atferdskapittel gis anvendelse for handler på MHF. Konkret foreslår utvalget et fjerde ledd i ny § 3-1 (dagens § 2-1) som fastslår dette.

8.4.3.6 Grenseoverskridende virksomhet mv.

Utvalget viser til utkast til ny vphl. del 3 avsnitt 3 for så vidt gjelder direktivets regler om etableringsrett og bruk av sentral motpart i artiklene 31 nr. 5 og 6, samt 35 nr. 1. Bestemmelsene er nærmere omtalt i utredningen kapittel 5.

Kapittel 9
Tilsyn, sanksjoner og prosessuelle forhold

9.1 Generelt

MiFID gjelder etter art. 1 nr. 1 for verdipapirforetak og regulerte markeder. Direktivet inneholder i del IV generelle regler om tilsyn, sanksjoner og prosessuelle forhold. I del IV kapittel 1 har direktivet bestemmelser om utpeking av tilsynsmyndighet («competent authority») og dennes kompetanse, klageadgang, utenomrettslige erstatningsordninger for investorer, taushetsplikt og rapporteringsplikt for revisorer. Kapittel 2 har regler om samarbeid mellom tilsynsmyndigheter i ulike medlemsstater, herunder utveksling av informasjon. Kapittel 3 oppstiller regler for samarbeid med tredjelands myndigheter.

I tillegg inneholder direktivet enkelte andre bestemmelser som regulerer tilsynsmyndighetens virksomhet. Det vises til art. 16 og 17 med særlige bestemmelser om kontroll med at verdipapirforetakene oppfyller de organisatoriske og operasjonelle kravene. Videre har art. 10 nr. 6 bestemmelser om tiltak og sanksjoner, og art. 8 regulerer tilbakekall av tillatelse. Det vises også til art. 36 nr. 3 første ledd hvoretter det skal fastsettes regler som sikrer at en markedsoperatør er ansvarlig for at sitt/sine regulerte marked/er etterlever sine forpliktelser. Rettighetene som tilkommer operatøren skal videre kunne utøves av denne, jf. annet ledd.

Kommisjonen skal fastsette utfyllende regelverk knyttet til art. 56 nr. 2 om samarbeid mellom staters tilsynsmyndigheter.

Etter gjeldende rett gir kredittilsynsloven generelle kompetanseregler for Kredittilsynets virksomhet. Når Kredittilsynet utøver tilsyn med verdipapirhandelen og aktørene i markedet, suppleres disse regler av bestemmelser i vphl. De alminnelige kompetansereglene i kredittilsynsloven faller utenfor utvalgets mandat. Utvalget vil likevel se hen til disse bestemmelsene ved vurderingen av om MiFIDs krav er oppfylt i norsk rett.

MiFID del IV regulerer som nevnt tilsynet med verdipapirforetak og regulerte markeder. I det følgende vil hovedfokus være på tilsynet med verdipapirforetak. Tilsynet med regulerte markeder omtales særskilt enkelte steder, jf. for eksempel pkt. 9.7.1.2. Sett hen til utvalgets forslag til lovstruktur, jf. utredningen kapittel 1 og 6, foreslås at bestemmelsene om tilsyn med verdipapirforetak og regulert marked inntas i henholdsvis verdipapirhandelloven og børsloven.

En rekke av bestemmelsene i direktivets del IV retter seg mot medlemsstatene. For eksempel omhandler art. 56 flg. regler om tilsynssamarbeid, utveksling av informasjon mellom tilsynsmyndigheter mv. Denne reguleringen gir som utgangspunkt ikke borgerne noen rettigheter. Etter EØS-avtalen vil Norge være folkerettslig forpliktet til å etterleve disse bestemmelsene. Det er derimot ikke nødvendig å gjennomføre disse bestemmelsene særskilt i norsk lov, jf. omtalen av de enkelte artiklene nedenfor og pkt. 9.9 særskilt.

9.2 Utpeking av kompetent myndighet og delegering

9.2.1 Utpeking av kompetent myndighet

9.2.1.1 EØS-rett

Art. 48 nr. 1 og nr. 2 stiller krav til at myndighetene utpeker én eller flere offentlige myndigheter til å utføre oppgavene som etter direktivets bestemmelser tilligger «the competent authorities». Medlemsstatene skal informere andre medlemsstater og EU-kommisjonen[1] om identiteten til den eller de kompetente myndighetene. Art. 49 har bestemmelser om samarbeid for tilfeller der den enkelte medlemsstat har utpekt flere kompetente myndigheter.

9.2.1.2 Norsk rett

Det overordnete tilsyn med handelen i finansielle instrumenter og overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandelen forestås av Finansdepartementet, jf. vphl. § 12-1 første ledd. Det følger av vphl. § 12-1 annet ledd at Kredittilsynet skal føre tilsyn med verdipapirforetaks og oppgjørssentralers

[1] Når EU lovgivning oppstiller krav til at medlemsstatene skal sende inn informasjon til EU-Kommisjonen skal EFTA statene iht. Protocol 1 art. 4 til EØS-avtalen notifisere EFTA Surveillance Authority (ESA).

virksomhet, samt med overholdelse av verdipapirhandellovens bestemmelser.

Kredittilsynet fører tilsyn med regulerte markeder[2] og verdipapirforetak etter kredittilsynsloven § 2 første ledd, jf. § 1 nr. 10 og nr. 14, samt børsloven § 8-1 og vphl. § 12-1 annet ledd.

Etter børsloven § 5-11 skal børsen overvåke handelen og kursnoteringene og sørge for at dette skjer i overensstemmelse med lov og forskrifter samt børsens regler og forretningsvilkår. Departementet kan gi nærmere regler om markedsovervåkingen og om børsens medvirkning i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen, jf. utredningen kapittel 6.

9.2.1.3 Utvalgets vurdering

Etter utvalgets vurdering er det hensiktsmessig at det overordnede tilsynet med handelen i finansielle instrumenter og overholdelse av lovgivningen om verdipapirhandel tilligger Finansdepartementet. Videre bør tilsynet med verdipapirforetak og regulerte markeders virksomhet, samt overholdelse av verdipapirhandelloven, ligge hos Kredittilsynet også i fremtiden. Det er etter uvalgets vurdering ikke aktuelt å opprette flere tilsynsmyndigheter i Norge. Det vises til lovutkastet § 15-1.

9.2.2 Delegering

9.2.2.1 EØS-rett

Art. 5 nr. 5, 16 nr. 3, 17 nr. 2 og 23 nr. 4 åpner for delegering av tilsynet med verdipapirforetak som kun tilbyr tjenesten rådgivning, eller tilsynsoppgaver knyttet til tilknyttede agenter. De nevnte bestemmelser oppstiller nærmere grenser for delegasjonsadgangen. Art. 48 nr. 2 annet ledd oppstiller prosedyrekrav og grenser for delegasjonsadgangen generelt. Det nevnes uttrykkelig i art. 48 nr. 2 at delegeringen ikke kan omfatte utøvelsen av offentlig eller diskresjonær myndighet. Kompetent myndighet skal videre på forhånd treffe alle rimelige forholdsregler for å sikre at enheten har kapasitet og ressurser til effektivt å utføre oppgavene. Det må etableres et klart definert og dokumentert rammeverk som beskriver hvilke oppgaver og under hvilke betingelser disse skal utføres. Betingelsene skal minst inneholde en klausul om at enheten skal opptre og være organisert på en måte som forhindrer interessekonflikter og at informasjonen som mottas under utføringen av oppgavene ikke blir benyttet på en urettmessig måte eller for å forhindre konkurransen. Det endelige ansvaret for utføring av oppgavene må påhvile den utpekte kompetente myndigheten. Kompetente myndigheter i andre land samt Kommisjonen skal informeres om slik delegasjon og Kommisjonen skal årlig publisere liste over ulike myndigheter.

ISD art. 22 nr. 2 åpner for at *competent authority,* i tillegg til offentlige myndigheter, kan være organer anerkjent etter nasjonal lovgivning eller anerkjent av offentlige myndigheter som er uttrykkelig bemyndighet til dette etter nasjonal lovgivning. Adgangen er ikke benyttet i Norge i dag.

9.2.2.2 Utvalgets vurdering

Kredittilsynet fører tilsyn med verdipapirhandellovgivningen. Enkelte tilsynsoppgaver har tradisjonelt blitt utført av Oslo Børs. Typisk har kontrollen med utsteders løpende informasjonsplikt og prospekter vært forestått av børsen. På bakgrunn av blant annet gjennomføring av flere EU-direktiver har det overordnede tilsynsansvaret på disse områdene blitt lagt til Kredittilsynet, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) og Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) om henholdsvis markedsmisbruksdirektivet og prospektdirektivet. Etter endringer i vphl. § 12-1 har kontrollen med utstederes finansielle rapportering blitt overført fra Oslo Børs til Kredittilsynet. Visse tilsynsoppgaver ligger fortsatt hos børsen, for eksempel markedsovervåking og overtakelsestilbud, jf. børsloven § 5-11 og vphl. kapittel 4. Norge har på verdipapirområdet ingen tradisjon for delegering av tilsynsoppgaver utover det foran nevnte.

Etter utvalgets oppfatning er det ikke behov for å benytte adgangen i direktivet til å delegere tilsynsoppgaver. Utvalget presiserer at art. 23 nr. 4 om tilsyn med verdipapirforetaks tilknyttede agenter ikke forutsetter noen delegasjon, jf. utredningen kapittel 4.

9.3 Tilsynsmyndighetens kompetanse

9.3.1 EØS-rett

Etter art. 50 skal den kompetente myndigheten gis den myndighet som er nødvendig for å utføre oppgavene som følger av direktivet. Når det gjelder den nærmere utøvelsen av tilsynsorganets kompetanse heter det i art. 50 nr. 1:

> «Within the limits provided for in their national legal frameworks they shall exercise such powers:
> a) directly; or
> b) in collaboration with other authorities; or

[2] Børser og autoriserte markedsplasser, jf. børsloven § 2-1 fjerde ledd

c) under their responsibility by delegation to entities to which tasks have been delegated according to Article 48(2); or
d) by application to the competent judicial authorities.»

Det er derved lagt opp til at tilsynsorganet på visse vilkår kan velge formen for utøvelse av tilsynsvirksomheten. At tilsynsorganets kompetanse er betinget av at en «judicial authority» treffer en avgjørelse, vil kunne være aktuelt i bevissikringsøyemed, jf. tilsvarende i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) om gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet pkt. 17.2.2.

Art. 50 nr. 2 lister opp minimumsbeføyelsene tilsynsorganet skal ha:

«a) have access to any document in any form whatsoever and to receive a copy of it;
b) demand information from any person and if necessary to summon and question a person with a view to obtaining information;
c) carry out on-site inspections;
d) require existing telephone and existing data traffic records;
e) require the cessation of any practice that is contrary to the provisions adopted in the implementation of this Directive;
f) request the freezing and/or the sequestration of assets;
g) request temporary prohibition of professional activity;
h) require authorised investment firms and regulated markets' auditors to provide information;
i) adopt any type of measure to ensure that investment firms and regulated markets continue to comply with legal requirements;
j) require the suspension of trading in a financial instrument;
k) require the removal of a financial instrument from trading, whether on a regulated market or under other trading arrangements;
l) refer matters for criminal prosecution;
m) allow auditors or experts to carry out verifications or investigations.»

Bestemmelsen er ny i forhold til ISD, som kun oppstiller et generelt krav til at tilsynsmyndigheten skal ha «powers necessary for the performance of their functions», jf. ISD art. 22 nr. 3. Det fremgår av MiFIDs fortale pkt. 60 at det er nødvendig å gjøre tilsynsmyndigheters kompetanse mer likeartet for å sikre lik håndhevelse av direktivets bestemmelser i EØS-området. Direktivteksten tar likevel forbehold for at utøvelsen av kompetansen skal skje innenfor nasjonale rettslige rammer, jf. art. 50 nr. 1.

9.3.2 Norsk rett

Etter vphl. § 12-2 første ledd plikter verdipapirforetak å gi Kredittilsynet de opplysninger som måtte bli krevd om forhold som angår dets forretning og virksomhet. Foretaket plikter å fremvise og i tilfelle utlevere til kontroll oppgaver og lydopptak i henhold til vphl. § 9-7 og øvrige dokumenter som angår virksomheten. Etter børsloven § 8-2 første ledd plikter børs, autorisert markedsplass og selskap i samme konsern som slike å gi de opplysninger som Kredittilsynet krever om forhold som angår foretakets virksomhet, samt til å fremvise og utlevere til Kredittilsynet dokumentasjon som angår virksomheten.

Kredittilsynsloven § 3 annet ledd, jf. § 1 nr. 10 og nr. 14, har bestemmelser om opplysningsplikt for verdipapirforetak, børser og autoriserte markedsplasser. Dersom opplysningsplikten som er pålagt institusjonene etter denne bestemmelsen ikke er overholdt, kan opplysningsplikten pålegges den enkelte tillits- og tjenestemann i verdipapirforetak, børs eller autorisert markedsplass. Etter kredittilsynsloven § 4 nr. 3 kan Kredittilsynet pålegge verdipapirforetak og regulerte markeder å sende inn oppgaver og opplysninger på den måten Kredittilsynet bestemmer, og som tilsynet mener det trenger for å kunne utføre sitt verv, herunder til statistiske formål.

Et foretak plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven vedrørende finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket, jf. vphl. § 12-2 femte ledd.

Etter børsloven § 8-2 tredje ledd skal utsteder av finansielle instrumenter som er børsnotert eller opptatt til handel på en autorisert markedsplass, gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av børsloven vedrørende de finansielle instrumentene. Børsmedlemmer samt tillitsvalgte og ansatte hos børsmedlem plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av børsloven vedrørende medlemskapet eller deltagelsen i handel på børs eller autorisert markedsplass.

Etter kredittilsynsloven § 3 tredje ledd siste punktum kan revisor pålegges å gi opplysninger som fremgår at årsregnskapet, regnskapsskjemaet, følgeskriv A til lønns- og trekkoppgaver, revisjonsprotokoll og revisjonsberetning. Etter kredittilsynsloven § 3a har revisor som reviderer års-

regnskapet i verdipapirforetak og regulerte markeder plikt til straks å rapportere til Kredittilsynet ethvert forhold vedrørende virksomheten som denne får kjennskap til under utøvelsen av revisjonsvirksomhet som kan:

«1. innebære en overtredelse av bestemmelser som regulerer institusjonens virksomhet, dersom overtredelsen kan medføre tilbakekall av institusjonens tillatelse til å drive virksomhet,
2. skade den fortsatte drift av institusjonen, eller
3. medføre at regnskapene ikke godkjennes eller at det tas forbehold.

Rapporteringsplikten etter første ledd gjelder tilsvarende for forhold som revisor får kjennskap til under utøvelse av sin revisjonsvirksomhet for foretak som institusjonen har nære forbindelser med.»

Kredittilsynsloven § 3a regulerer nærmere hva som menes med «nære forbindelser». Etter § 3a siste ledd vil forhold som revisor rapporterer i aktsom god tro til Kredittilsynet ikke anses som brudd på taushetsplikten etter lov, forskrift eller avtale, og ikke medføre ansvar.

Kredittilsynet har gjennom vphl. § 12-4 kompetanse til å gi verdipapirforetak pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov. Pålegg om retting kan også gis dersom verdipapirforetak opptrer i strid med interne retningslinjer og instrukser som nevnt i vphl. § 9-1. Tilsvarende gjelder dersom verdipapirforetakets ledelse eller styre ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring. Kredittilsynet har tilsvarende påleggskompetanse overfor regulerte markeder, jf. børsloven § 8-4.

Etter kredittilsynsloven § 4 kan Kredittilsynet pålegge foretakene å innrette internkontroll, revisjon, årsregnskap og registrering av regnskapsopplysninger på bestemt måte, å ha en høyere ansvarlig kapital enn de lovbestemte minstekrav eller å rette på forholdet dersom en institusjons organer ikke har overholdt sine plikter i henhold til bestemmelser gitt i eller eller i medhold av lov, eller handlet i strid med konsesjonsvilkår. Det samme gjelder dersom institusjonens organer ikke har overholdt vedtekter eller interne retningslinjer fastsatt etter bestemmelser gitt i eller i medhold av lov.

Etter kredittilsynsloven § 2 femte ledd kan Kredittilsynet engasjere statsautoriserte og registrerte revisorer og personer med annen sakkyndighet til å utføre oppdrag innenfor tilsynets arbeidsområde.

Etter kredittilsynsloven § 6 første ledd kan overtredelse av bestemmelser som gjelder for institusjoner Kredittilsynet har tilsyn med, meldes til påtalemyndigheten eller til vedkommende offentlige myndighet som saken særskilt hører under.

I vphl. § 12-2a er det gitt regler om opplysningsplikt ved mistanke om innsidehandel mv. Vphl. § 12-2 b første ledd gir Kredittilsynet rett til å foreta en rekke nærmere bestemte tiltak for å sikre bevis, jf. første ledd nummer 1 til 4. Vphl. 12-2a og § 12-2b gjennomfører deler av markedsmisbruksdirektivet art. 12, og er nærmere omtalt i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 17.2.2.

9.3.3 Utvalgets vurdering

9.3.3.1 Generelt

Formålet med myndighetenes tilsyn med verdipapirforetak og regulerte markeder er å sikre at deres virksomhet utøves i samsvar med lovgivningen. For å kunne løse sine oppgaver på en tilfredsstillende måte, er Kredittilsynet avhengig av effektive håndhevelsesmidler som gir god saksopplysning i tilstrekkelig tempo. Det er imidlertid viktig at håndhevelsesmidlene ikke går lenger enn behovet tilsier og at reglene ivaretar hensynet til rettssikkerhet.

Etter art. 50 nr. 1 skal tilsynsmyndighetens utøvelse av kompetanse skje innenfor nasjonale rettslige rammer. Bestemmelsen oppstiller alternativer for hvordan myndighetenes kompetanse skal kunne utøves, herunder hvilke direkte håndhevelsesmidler tilsynsmyndighetene skal ha. Utvalget legger til grunn at direktivet gir betydelig frihet med hensyn til hvordan kompetansen skal fastsettes.

Utvalget legger til grunn at store deler av dagens tilsynslovgivning på dette området kan videreføres. Videre bemerker utvalget at markedsmisbruksdirektivet (direktiv 2003/6/EF) art. 12 inneholder en tilsvarende bestemmelse som MiFID art. 50 for så vidt gjelder krav til tilsynsmyndighetens kompetanse. Det kan være grunn til å se hen til hvordan disse bestemmelsene er gjennomført i vphl. kapittel 12 når Kredittilsynets kompetanse i forbindelse med tilsynsoppgaver etter MiFID skal fastsettes.[3] Det er imidlertid viktig å ta hensyn til forskjellene i regelsettenes anvendelsesområde. Mens markedsmisbruksregelverket retter seg mot enhver, er det verdipapirforetak og regulerte markedene som er pliktsubjekter etter MiFID. Dette kan tilsi ulike løsninger ved fastsettelsen av Kredittilsynets kompetanse, særlig når

[3] Gjennomført ved lov 4. mars 2005 nr. 11, i kraft 1. september 2005, jf. vedtak 1. juli 2005 nr. 784.

det gjelder Kredittilsynets myndighet overfor andre enn institusjonene under tilsyn og deres ansatte. Utvalget viser til at flere av kompetansekravene i art. 50 nr. 2 medfører relativt sterke inngrep i borgernes rettsfære. Utvalget viser videre til at behovet for sterke håndhevingsmidler for Kredittilsynet under markedsmisbruksregelverket dels er begrunnet i at forholdene tidvis er meget vanskelig å dokumentere og at rask sikring av bevis er nødvendig for effektiv håndheving. Behovet for sterke håndhevingsmidler er formentlig noe mindre overfor institusjoner under tilsyn. Utvalget antar at institusjoner under tilsyn etter omstendighetene vil strekke seg lenger for å bidra til opplysning av en sak enn en tilfeldig investor slik at dette behovet ikke nødvendigvis er like stort ved Kredittilsynets tilsyn med institusjonene.

9.3.3.2 Opplysningsplikt

MiFID har i art. 50 nr. 2 bokstav a) og b) regler om henholdsvis plikt til å utlevere dokumenter og forklaringsplikt, herunder innkalling til avhør («summon and question»). I art. 50 nr. 2 bokstav a) begrenses ikke opplysningsplikten til verdipapirforetak og regulerte markeder slik norsk rett gjør. MiFIDs anvendelsesområde er imidlertid begrenset til verdipapirforetak og regulerte markeder, jf. art. 1 nr. 1. Utvalget legger til grunn at art. 50 nr. 2 bokstav a) dermed ikke oppstiller krav til at tilsynsmyndigheten skal ha tilgang til ethvert dokument som oppbevares av andre enn verdipapirforetak og regulerte markeder.

Kredittilsynet har etter kredittilsynsloven § 4a anledning til å kreve opplysninger fra enhver som antas å drive investeringstjenester eller virksomhet som regulert marked uten tillatelse. Det vil i medhold av bestemmelsen kunne kreves opplysninger av for eksempel personer som formidler ordre om verdipapirer og andeler i verdipapirfond til verdipapirforetak med tillatelse. Når det gjelder tilknyttede agenter etter direktivet art. 23 legges det til grunn at disse bør være underlagt samme opplysingsplikt som et verdipapirforetaks ansatte. Det antas nødvendig å presisere dette i lovteksten i en viss grad, jf. lovutkastet § 15-2 første ledd nytt annet punktum og omtalen nedenfor.

Art. 50 nr. 2 bokstav b) sier uttrykkelig at kompetansen skal omfatte adgang til å begjære opplysninger fra, herunder innkalle og avhøre, enhver. Etter sin ordlyd stiller direktivet her krav til at tilsynsorganet skal kunne kreve opplysninger direkte fra, enhver, dersom det er nødvendig ut fra tilsynsorganets oppgaver etter direktivet. Tilsvarende bestemmelse i markedsmisbruksdirektivet er gjennomført i vphl. § 12-2a som gir Kredittilsynet adgang til å pålegge enhver å gi opplysinger. Utvalget viser til at markedsmisbruksbestemmelsene retter seg mot enhver og at det derfor er naturlig at også enhver kan pålegges opplysningsplikt ved mistanke om brudd på dette regelverket. Tilsynsmyndighetenes oppgaver i forbindelse med tilsyn med verdipapirforetak og regulerte markeder vil først å fremst være å kontrollere overholdelse av lovgivingens organisatoriske og operasjonelle krav. Utvalget antar at det sjelden i praksis vil foreligge et behov for å pålegge andre enn foretaket, dets ansatte og tilknyttede agenter opplysningsplikt for å avdekke forhold rundt virksomheten. Utvalget viser også til at Kredittilsynet som ledd i sitt tilsynsarbeid har anledning til å kreve bevisopptak ved domstolen, jf. kredittilsynsloven § 5 og domstolsloven § 44. Utvalget legger til grunn at direktivet art. 50 nr. 2 bokstav b) ikke medfører behov for endringer i gjeldende regler om opplysningsplikt.

Det kan stilles spørsmål om revisors opplysningsplikt etter kredittilsynsloven § 3 oppfyller kravene i direktivet art. 50 nr. 2 bokstav h) om å «provide information». Direktivets bestemmelse omfatter forutsetningsvis enhver relevant opplysning. Utvalget antar at det med dette må kunne oppstilles en saklig avgrensning til informasjon som revisor har tilgang til, jf. kredittilsynsloven § 3 siste ledd. Utvalget foreslår at det i nytt sjette ledd i lovutkastet § 15-2 (gjeldende vphl. § 12-2) inntas en presisering hvorved verdipapirforetak og regulerte markeders revisorer plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger tilsynet ber om som angår foretakenes virksomhet:

> «Verdipapirforetak og regulerte markeders revisor plikter på forespørsel å gi Kredittilsynet opplysninger om foretakenes virksomhet»

Bestemmelsen vil gå foran den lovbestemte taushetsplikten i revisorloven § 6-1 første ledd. Kredittilsynet vil i medhold av forslagsbestemmelsen bare kunne be om relevante opplysninger. Utvalget viser for øvrig til at revisor er pålagt rapporteringsplikt etter kredittilsynsloven § 3a.

9.3.3.3 Stedlig tilsyn

Etter MiFID art. 50 nr. 2 bokstav c) skal tilsynsmyndighet ha kompetanse til å utføre «on-site inspections». Det er ikke umiddelbart klart hva som ligger i vilkåret. Tilsynsorganets kompetanse kan under enhver omstendighet være betinget av at en domstol treffer en rettslig avgjørelse, jf. art. 50 nr. 1 bokstav d). Tilsvarende bestemmelse i

markedsmisbruksdirektivet er forstått slik at den omfatter både tilsyn og etterforsking, det vil si bevissikring både hos tilsynsenheter og andre, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 17.2.3, der departementet blant annet uttalte:

> «Departementet legger til grunn at direktivet art. 12 nr. 2 bokstav c) om krav om adgang til on-site inspections ikke utelukkende retter seg mot bevissikring hos institusjoner under tilsyn. Kompetansekravene i art. 12 nr. 2 synes også å innebære krav om adgang til tilsyn og etterforskning i tilknytning til andre personer (det vil si også andre enn tilsynsobjekter) som omfattes av markedsmisbruksreglene.
>
> Det legges også til grunn at direktivet art. 12 nr. 1 bør gjennomføres slik at ikke bare politi/påtalemyndighet har adgang til bevissikring i den type saker som omfattes av markedsmisbruksreglene.
>
> Departementet foreslår derfor at Kredittilsynet gis adgang til å foreta bevissikring etter begjæring overfor domstolene.»

Etter vphl. § 12-2b kan Kredittilsynet, når det er rimelig grunn til å anta at markedsadferdsreglene i vphl. kapittel 2 er overtrådt, kreve å få adgang til ulike lokaler og bolig, ta med seg bevisgjenstander samt forsegle lokaler og bevisgjenstander. Slik bevissikring kan kun skje etter begjæring til og beslutning av domstolen.

Det kan reises spørsmål om gjennomføring av MiFID art. 50 nr. 2 bokstav c) krever en ny bestemmelse som gir Kredittilsynet adgang til å foreta bevissikring etter mønster av vphl. § 12-2b. Utvalget viser for det første til at MiFID har et snevrere virkeområde enn markedsmisbruksreglene, jf. pkt. 9.3.3.2 ovenfor. Pliktbestemmelsene i MiFID retter seg i hovedsak mot foretak og ansatte mv. Markedsmisbruksreglene retter seg mot «enhver». Videre vises til at adgangen for Kredittilsynet til å begjære bevissikring i forhold til markedsmisbruksregelverket dels er begrunnet i at forholdene i slike saker tidvis er meget vanskelig å dokumentere og at rask sikring av bevis er nødvendig for effektiv håndheving i slike saker. Etter utvalgets oppfatning gjør ikke disse hensynene seg like sterkt gjeldende i forhold til håndheving av pliktene etter MiFID.

Utvalget viser til at Kredittilsynet etter kredittilsynsloven §§ 1 og 3 kan utføre de undersøkelser av tilsynsinstitusjonenes stilling og virksomhet som Kredittilsynet finner nødvendig. Tilsynet kan med hjemmel i kredittilsynsloven utføres gjennom dokumentbasert og stedlig tilsyn. Videre vises til at Kredittilsynet som ledd i sitt tilsynsarbeid kan kreve bevisopptak ved domstolene etter domstolloven § 44. Det vises også til adgangen som politi/påtalemyndighet har adgang til å sikre bevis, jf. straffeprosessloven kapittel 16.

Ut i fra dette legger utvalget til grunn at direktivets krav er tilstrekkelig gjennomført gjennom Kredittilsynets adgang til å foreta inspeksjoner i medhold av kredittilsynsloven. I tillegg vil politi/påtalemyndighet kunne gjennomføre bevissikring der straffeprosesslovens vilkår for dette er oppfylt.

9.3.3.4 Opplyninger om telefonnummer mv. og datatrafikk

Etter art. 50 nr. 2 bokstav d) skal tilsynsmyndigheten ha tilgang til eksisterende trafikkdata knyttet til telefon og elektronisk kommunikasjon. Rekkevidden av direktivet er på dette punktet ikke umiddelbart klar. Bestemmelsen reiser for det første spørsmål om verdipapirforetakene og regulerte markeders utleveringsplikt. Videre reiser art. 50 nr. 2 bokstav d) spørsmål om andre personer, typisk teletilbydere, også skal være forpliktet til å utlevere eksisterende trafikkdata knyttet til telefon og elektronisk kommunikasjon. Til slutt reises det spørsmål om hva som ligger i direktivets formulering «existing telephone and data traffic records».

Verdipapirforetak har etter gjeldende vphl. § 12-2 første ledd plikt til å fremvise og utlevere oppgaver og lydopptak i henhold til vphl. § 9-7 og forskrift av 7. november 2003 nr. 1322 om verdipapirforetaks plikt til å foreta lydopptak av mottatte oppdrag og til oppbevaring av dokumentasjon vedrørende ordremottak. Utvalget legger til grunn at fremvisnings- og utleveringsplikten etter gjeldende norske regler på dette punktet, er mer omfattende enn direktivets krav og foreslår ingen endringer i denne forbindelse. Når det gjelder plikten for regulerte markeder (børser og autoriserte markedsplasser) å fremlegge slike trafikkdata viser utvalget til gjeldende børslov § 8-2. Bestemmelsen gir Kredittilsynet hjemmel til å kreve utlevert opplysninger som markedet besitter.

Et verdipapirforetak og et regulert marked vil generelt ikke besitte den trafikkdataen som myndighetene vil kunne etterspørre. Det kan i den forbindelse stilles spørsmål om også andre skal ha plikt til å utlevere opplysninger om eksisterende trafikkdata knyttet til telefon og elektronisk kommunikasjon. Det mest praktiske i så måte er innhenting av data fra tilbydere av elektroniske kommunikasjonsnett. Utvalget viser til at departementet i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) om gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet side 108 første spalte sluttet seg til Kredittilsynets vurdering av at kredittilsynsloven § 5 om begjæring av rettslig

bevisopptak ikke gir hjemmel til å kreve slike opplysninger utlevert. Ettersom norsk rett savnet en hjemmel for Kredittilsynet til å innhente trafikkdata fra teleoperatører ved gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet, ble vphl. § 12-2a annet ledd nr. 2 og 3 vedtatt:

> «Opplysningsplikten [overfor Kredittilsynet] gjelder likevel uten hinder av (...)
>
> 2. taushetsplikt som nevnt i lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 for så vidt gjelder opplysninger om avtalebasert hemmelig telefonnummer eller andre abonnementsopplysninger og elektronisk kommunikasjonsadresse.
>
> 3. taushetsplikt som nevnt i lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 for så vidt gjelder opplysninger om trafikkdata, dersom det er gitt fritak fra slik taushetsplikt. Departementet kan etter anmodning fra Kredittilsynet gi slikt fritak. Ved vurderingen av om fritak skal gis skal det blant annet legges vekt på hensynet til taushetsplikten og sakens opplysning.»

Etter bestemmelsen har teletilbydere opplysningsplikt overfor Kredittilsynet dersom visse vilkår er innfridd. Mer konkret inntrer opplysningsplikten der Kredittilsynet ber departementet (delegert til Post- og teletilsynet) oppheve teleoperatører og installatørers taushetsplikt, jf. lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 som lyder:

> «Tilbyder og installatør plikter å bevare taushet om innholdet av elektronisk kommunikasjon og andres bruk av elektronisk kommunikasjon, herunder opplysninger om tekniske innretninger og fremgangsmåter. De plikter å gjennomføre tiltak for å hindre at andre enn de som opplysningene gjelder får anledning til selv å skaffe seg kjennskap til slike opplysninger. Opplysningene kan heller ikke nyttes i egen virksomhet eller i tjeneste eller arbeid for andre, med unntak av statistiske opplysninger om nettrafikk som er anonymisert og ikke gir informasjon om innretninger eller tekniske løsninger.
>
> Taushetsplikt etter første ledd gjelder også for enhver som utfører arbeid eller tjeneste for tilbyder av elektronisk kommunikasjonsnett eller -tjeneste, installatør, teknisk kontrollorgan eller myndigheten, også etter at vedkommende har avsluttet arbeidet eller tjenesten.
>
> Taushetsplikten er ikke til hinder for at det gis opplysninger til påtalemyndigheten eller politiet om avtalebasert hemmelig telefonnummer eller andre abonnementsopplysninger, samt elektronisk kommunikasjonsadresse. Det samme gjelder ved vitnemål for retten. Taushetsplikten er heller ikke til hinder for at opplysninger som nevnt i første ledd gis til annen myndighet i medhold av lov.
>
> Anmodning fra påtalemyndigheten eller politiet om opplysninger som omhandlet i tredje ledd skal etterkommes med mindre særlige forhold gjør det utilrådelig.
>
> Myndigheten kan gi forskrifter om taushetsplikt, om omfanget av unntaket etter tredje ledd og opplysningsplikten etter fjerde ledd.
>
> Annen lovbestemt taushetsplikt gjelder i tillegg til denne paragrafen.»

Det skal i forbindelse med vurderingen av om fritak skal gis, foretas en vurdering under hensyn til blant annet taushetsplikten (hensynet til rett til vern om personlige forhold), og sakens opplysning (Kredittilsynets mistanke om lovovertredelse), jf. vphl. § 12-2a annet ledd nr. 3. Kredittilsynet vil med hjemmel i § 12-2a annet ledd bare kunne be om opplysninger der det foreligger en konkret mistanke om overtredelse av verdipapirhandellovens bestemmelser, jf. de alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper om Kredittilsynets undersøkelser i så måte.

MiFID art. 50 nr. 2 bokstav d) krever at det i norsk rett innføres en ordning hvoretter Kredittilsynet gis tilgang til eksisterende telefon- og datatrafikk. I gjeldende vphl. § 12-2a finnes regler som skal sikre etterlevelse av en i utgangspunktet lik direktivforpliktelse, jf. markedsmisbruksdirektivet (direktiv 2000/6/EF) art. 12 nr. 2. Etter det utvalget kan se vil den mest hensiktsmessige løsningen være å gi vphl. dagens § 12-2a tilsvarende anvendelse for så vidt gjelder Kredittilsynets innsyn i verdipapirforetak og regulerte markeders trafikkdata. Utvalget foreslår i denne forbindelse et nytt syvende ledd i lovutkastet § 15-3 (gjeldende vphl. § 12-2a) hvorved:

> «Annet ledd nr. 3 gjelder tilsvarende der Kredittilsynet har mistanke om at verdipapirforetak eller regulerte markeder har overtrådt bestemmelser i denne lov eller lov om regulerte markeder.
>
> Etter MiFID art. 50 nr. 2 bokstav d) skal tilsynsmyndigheten ha adgang til eksisterende tele- og data «records». Tilsvarende formulering følger av markedsmisbruksdirektivet og «trafikkdata» antas å være et dekkende begrep. Det synes ikke påkrevd etter direktivet å gi § 12-2a tilsvarende anvendelse når det gjelder avtalebaserte hemmelige telefonnummer mv.»

Det er i forslaget til § 15-3 ikke inntatt noen personell begrensning, men i praksis vil innsynsretten være relevant for opplysninger som knytter seg til virksomheten til verdipapirforetak og regulerte markeder. Dette betyr som hovedregel at det bare vil være aktuelt å be om trafikkdata til ledelsen og ansatte i foretakene.

9.3.3.5 Beslag

Når det gjelder kompetanse til å kreve frysing og beslagleggelse av midler, jf. art. 50 nr. 2 bokstav f), antar utvalget at tvangsfullbyrdelsesloven § 14-1 om midlertidig sikring (arrest) i kombinasjon med verdipapirhandellovens bestemmelse om vinningsavståelse innebærer tilstrekkelig gjennomføring av direktivet. Vphl. § 14-2 om vinningsavståelse er behandlet nærmere i pkt. 9.5.2 nedenfor. Det vises til Kredittilsynets begrunnelse gjengitt i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 105 som departementet sluttet seg til i forbindelse med gjennomføring av tilsvarende bestemmelse i markedsmisbruksdirektivet:

> «Etter art. 12 nr. 2 litra g) skal tilsynsmyndigheten skal ha adgang til visse former for fastfrysning av aktiva. Kredittilsynet vil etter omstendighetene kunne begjære arrest etter tvangsfullbyrdelseslovens kapittel 14. Vilkåret i lovens § 14-1 om et pengekrav vil avhengig av forholdene være tilfredsstilt gjennom Kredittilsynets adgang til å ilegge vinningsavståelse, jf vphl § 14-2. Kravet om sikringsgrunn vil også etter omstendighetene være oppfylt, jf lovens § 14-2. Kredittilsynet vil formodentlig ikke kunne opptre på vegne av andre som har pengekrav, noe som medfører at fastfrysning på vegne av utenlandske myndigheter synes utelukket. Praktisk sett antas imidlertid ikke dette å være et stort problem. Kredittilsynet antar at muligheten for arrest kombinert med adgangen til bevissikring, tilfredsstiller Direktivet. En egen bestemmelse om fastfrysning av aktiva finnes derved ikke nødvendig.»

Etter utvalgets syn må det også her finnes en saklig forbindelse mellom direktivets virkeområde og den kompetansen tilsynsmyndigheten skal besitte. For øvrig vil det kunne tas beslag i medhold av straffeprosessloven kapittel 16.

9.3.3.6 Opphør av ulovlig aktivitet og midlertidig yrkesforbud

Art. 50 nr. 2 bokstav e) pålegger medlemsstatene å fastsette regler hvorved tilsynsmyndigheten kan kreve opphør av direktivstridige handlinger:

> «require the cessation of any practice that is contrary to the provisions adopted in the implementation of this Directive»

Markedsmisbruksdirektivet inneholder en tilsvarende bestemmelse. Denne er gjennomført gjennom vphl. § 12-4 sjette ledd, jf. under. Etter MiFID art. 50 nr. 2 bokstav g) skal tilsynsmyndigheten kunne be om et midlertidig forbud mot yrkesutøvelse:

> «request temporary prohibition of professional activity»

Den nærmere rekkevidden av bestemmelsen er uklar. For det første er det usikkert hva som ligger i «request». Den danske direktivversjonen benytter her «kræve». Videre er det uklart hva som ligger i «professional activity». Etter ordlyden kan enhver yrkesvirksomhet synes å være omfattet. Utvalget antar for det første at Kredittilsynet må gis en diskresjonær kompetanse, jf. «kræve». Videre antas det at kompetansen er saklig begrenset, det vil si at et yrkesforbud bare kan omfatte aktiviteter regulert av MiFID. En person som har bedrevet ulovlig investeringstjenestevirksomhet kan derved ikke forbys å bedrive en annen type yrkesvirksomhet, for eksempel å arbeide i en butikk.

En generell påleggshjemmel om stans i ulovlig virksomhet vil kunne tilfredsstille direktivet. Slik hjemmel finnes i dag i vphl. § 12-4 sjette ledd, jf. kredittilsynsloven § 4a og omtale i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 104 og 109. Også her antar utvalget at den mest hensiktsmessige løsningen er å gi gjeldende bestemmelse tilsvarende anvendelse. Det fremstår på dette punktet som mest naturlig at virkeområdet til gjeldende § 12-4 sjette ledd utvides til å omfatte «bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov», jf. lovutkastet § 15-7 nytt sjette ledd. Når det gjelder pålegg rettet mot regulerte markeder antar utvalget at dagens § 8-4 i børsloven er tilfredsstillende. Ved valg av denne løsningen synes en å ha gjennomført art. 50 nr. 2 bokstav i) på en adekvat måte. Prosessuelt vil slike pålegg følge forvaltningslovens regler.

9.3.3.7 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter

Kravet i MiFID art. 50 nr. 2 bokstav j) og k) om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel antas først og fremst å være en adekvat reaksjon for instrumenter som er notert på et regulert marked.

Børsloven § 5-9 annet ledd innholder bestemmelser om at Kredittilsynet kan kreve suspensjon fra handel på børs. Bestemmelsen gjelder tilsvarende for handel på autorisert markedsplass, jf. børsloven § 6-8. Bestemmelsen er innført for å gjennomføre sammenliknbar bestemmelse i markedsmisbruksdirektivet, jf. dets art. 12 nr. 2 bokstav f). Utvalget legger til grunn at en tilsvarende bestemmelse må innføres i børsloven for å oppfylle direktivets krav om at kompetent myndighet

skal kunne kreve strykning av finansielle instrumenter. Det vises til utredningen kapittel 7 og forslaget til ny § 2-22 i børsloven. Bestemmelsen omhandler etter forslaget både suspensjon og stryking.

Direktivets krav om strykning gjelder uavhengig av om det finansielle instrumentet er opptatt til handel på regulert marked eller om det handles på annen markedsplass. Direktivet benytter begrepet «trading arrangements» som ikke er nærmere definert. Utvalget legger til grunn at det omfatter MHF, systematisk internaliserer og andre handelssystemer. Det må vurderes konkret hva som ligger i «andre handelssystemer», jf. den danske direktivversjonen. Utvalget foreslår at det inntas en bestemmelse hvorved Kredittilsynet kan gi pålegg om at handel i bestemte finansielle instrumenter skal stoppes midlertidig eller permanent, jf. lovutkastet § 15-7 nytt syvende ledd. Bestemmelsen må tolkes under hensyn til direktivet art. 50 nr. 2 bokstav k).

9.3.3.8 Anmeldelse av overtredelser mv.

Direktivets krav om at den kompetente myndigheten skal ha adgang til å henvise saker til strafferettslig forfølgning, jf. art. 50 nr. 2 bokstav l) og tillate at revisorer og andre eksperter utfører kontroll eller undersøkelser, jf. art. 50 nr. 2 bokstav m) antas tilstrekkelig gjennomført i kredittilsynsloven henholdsvis § 6 første ledd og § 2 femte ledd.

9.4 Taushetsplikt

9.4.1 EØS-rett

MiFID art. 54 har bestemmelser om taushetsplikt for kompetent myndighet og enkelte andre. Bestemmelsen fastsetter utgangspunktet om taushetsplikt for fortrolig informasjon og i tillegg nærmere presiseringer og unntak fra denne taushetsplikten.

Art. 49 og 58 oppstiller nærmere regler om utveksling av informasjon, herunder taushetsbelagt informasjon, mellom kompetente myndigheter innen samme medlemsstat og mellom kompetente myndigheter i ulike EØS-stater. MiFIDs bestemmelser om taushetsplikt er i stor grad en videreføring av tilsvarende bestemmelser i ISD, med visse endringer, først og fremst av redaksjonell art.

Taushetsplikten gjelder etter art. 54 nr. 1 kompetente myndigheter, dens ansatte og tidligere ansatte og enheter som har fått tildelegert tilsynsmyndighet etter art. 48. Taushetsplikten gjelder «confidential information» (dansk: «fortrolige opplysninger») uten at dette begrepet er nærmere definert. Det fremgår uttrykkelig at resymeer og annen sammenfatning av informasjon hvor konkrete verdipapirforetak, markedsoperatører, regulerte markeder eller andre personer ikke kan identifiseres, ikke omfattes.

Taushetsplikten gjelder ikke informasjonen i saker som er underlagt strafferettslig forfølging og når det følger av andre bestemmelser etter direktivet. I tråd med ISD åpner direktivet for videreformidling i nødvendig grad av informasjon som ikke gjelder tredjeparter og som er nødvendig i saker om konkurs eller tvangsavvikling av verdipapirforetak, men omfatter i tillegg slik informasjon om markedsoperatører og regulerte markeder, jf. MiFID art. 54 nr. 2.

Taushetsbelagt informasjon som mottas kan bare benyttes for utførelse av oppgaver og utøvelse av de funksjoner som tilligger organet; for kompetente myndigheter innenfor direktivets rammer og for andre organer, for det formål informasjonen er innhentet eller videreformidlet til dem, jf. MiFID art. 54 nr. 3

Etter art. 49 skal kompetente myndigheter innen medlemsstaten samarbeide og utveksle all informasjon nødvendig eller relevant for utførelsen av deres funksjoner og plikter. Etter art. 58 skal kompetente myndigheter i ulike medlemsstater også samarbeide og videreformidle slik informasjon. Kompetent myndighet som er utpekt som kontaktpunkt innen medlemsstaten etter art. 56 kan videreformidle informasjonen til andre kompetente myndigheter i medlemsstaten, og eventuelt andre etter samtykke fra den kompetente myndigheten informasjonen stammer fra. Andre enn kompetente myndigheter som mottar taushetsbelagt informasjon kan bare benytte denne til nærmere bestemte formål som er relevante for deres virksomhet, jf. art. 58 nr. 3. Direktivet må forstås slik at videreformidlingsplikten omfatter taushetsbelagt informasjon.

Etter art. 54 nr. 4 har mottakeren av taushetsbelagt informasjon som er videresendt også taushetsplikt i henhold til art. 54. Dette skal likevel ikke være til hinder for utveksling av informasjon i henhold til MiFID (dvs. ovennevnte regler) eller andre direktiver som gjelder verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, pensjonsfond, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, forsikrings- og gjenforsikringsmeglere, forsikringsselskaper, regulerte markeder eller markedsoperatører eller ved samtykke fra den kompetente myndigheten eller andre organer som videresendte informasjonen. Sistnevnte unn-

tak fra taushetsplikten ved samtykke antas å knytte seg til samtykke etter art. 58 nr. 2.

Etter art. 58 nr. 5 er ikke art. 54 eller 58 til hinder for at kompetent myndighet videreformidler taushetsbelagt informasjon til nasjonalbanker i deres kapasitet som pengepolitiske myndigheter, eller til myndigheter med ansvar for tilsyn med betalings- og oppgjørssystemer.

9.4.2 Norsk rett

Det følger av kredittilsynsloven § 7 at Kredittilsynets styremedlemmer og tjenestemenn har taushetsplikt overfor uvedkommende om det som de får kjennskap til i sitt arbeid om en kundes forhold. De må heller ikke gjøre bruk av det i ervervsvirksomhet. Andre forhold som Kredittilsynet gjøres kjent med gjennom sin kontrollvirksomhet vil kunne være underlagt taushetsplikt etter forvaltningslovens bestemmelser, jf. forvaltningsloven § 13 flg.

Taushetsplikten etter kredittilsynsloven § 7 gjelder ikke overfor Norges Bank. Når det gjelder videreformidlet informasjon oppstiller sentralbankloven § 12 plikt for enhver som utfører tjeneste eller arbeid for sentralbanken, å hindre at andre får adgang eller kjennskap til det han i forbindelse med tjenesten eller arbeidet får vite om bankens eller andres forretningsmessige forhold eller om noens personlige forhold. Taushetsplikten etter sentralbankloven § 12 gjelder ikke overfor Kredittilsynet. Forvaltningsloven § 13 annet og tredje ledd og § 13a til § 13e får anvendelse, jf. sentralbankloven § 12 tredje ledd.

Taushetsplikten etter kredittilsynsloven § 7 gjelder heller ikke overfor tilsynsmyndigheter i andre EØS-land som fører tilsyn som nevnt i kredittilsynsloven § 1 første ledd nr. 1-6 eller nr. 14, eller tilsyn med forvaltningsselskap for verdipapirfond. Taushetsplikten er heller ikke til hinder for at Kredittilsynet gir opplysninger til børs med tillatelse etter lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. § 2-1, verdipapirregister med tillatelse etter lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter § 3-1 eller oppgjørssentral med tillatelse etter lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 6-1, om forhold som er nødvendig for utførelsen av disse institusjonenes lovbestemte oppgaver. Departementet kan gi regler om at taushetsplikten ikke skal gjelde overfor tilsynsmyndigheter fra land utenfor EØS-området når disse fører tilsyn som nevnt i tredje punktum. Departementet kan videre gi nærmere regler om Kredittilsynets utveksling av opplysninger med de myndigheter og organer taushetsplikten ikke gjelder overfor. Slike regler er gitt i forskrift 30. november 1998 nr. 1102 om utveksling av opplysninger med tilsynsmyndigheter fra land i og utenfor EØS-området. Det følger av nevnte forskrift § 1 at Kredittilsynets taushetsplikt etter kredittilsynsloven § 7 og forvaltningsloven ikke gjelder overfor tilsynsmyndigheter i land utenfor EØS-området som fører tilsyn som nevnt i lov om tilsynet med kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. § 1 første ledd nr. 1-6 eller nr. 13, eller med forvaltningsselskap for verdipapirfond. Forskriften § 2 angir hvilke vilkår Kredittilsynet skal stille for utveksling av opplysninger med tilsynsmyndigheter fra et annet land i eller utenfor EØS. Etter forskriften § 3 kan opplysninger som Kredittilsynet har mottatt fra utenlandske tilsynsmyndigheter bare formidles videre med samtykke fra vedkommende myndighet og bare for de formål samtykket omfatter.

Videre vises til forskrift av 28. desember 1993 nr. 1257 om tilsyn med finansinstitusjoner og forvaltningsselskap som har hovedsete i annen EØS-stat og som driver virksomhet i Norge. Av forskriften § 3 fremgår det at Kredittilsynet skal utveksle opplysninger som er nødvendige for samarbeid med tilsynsmyndighetene i andre stater som er omfattet av EØS-avtalen, i den grad dette følger av EØS-avtalen vedlegg IX. Utvalget viser til at MiFID er en del av vedlegg IX til EØS-avtalen og dermed at samarbeidsbestemmelsene i MiFID vil gjelde som følge av denne henvisningen i forskriften.

9.4.3 Utvalgets vurdering

Etter norsk rett er informasjon om kunders forhold, jf. kredittilsynsloven § 7, samt personlige forhold og forretningshemmeligheter, jf. forvaltningsloven § 13 første ledd nr. 1 og 2, underlagt taushetsplikt. Utvalget legger til grunn at nevnte bestemmelser til sammen utgjør direktivets avgrensning til «confidential information», jf. art. 54 nr. 1.

Når det gjelder revisorer og andre sakkyndige, samt granskningsutvalg som Kredittilsynet kan engasjere eller oppnevne iht. tilsynsloven § 2, vil disse måtte anses likestilt med tjenestemenn i Kredittilsynet i relasjon til taushetspliktreglene.

Utvalget legger i samsvar med vurderingene i Ot.prp nr. 75 (1995-96)[4] til grunn at administrasjonsstyre eller tingretten ikke vil anses som *uvedkommende* i kredittilsynslovens forstand og at de to instansene ikke kan antas å ha behov for fortrolige

[4] Om gjennomføring av BCCI-direktivet (95/26/EØF)

opplysninger som angår andre institusjoner enn den som er under avvikling. Når det gjelder disse instansenes taushetsplikt har domstolsloven § 63a en taushetspliktbestemmelse for dommere og andre som utfører tjeneste eller arbeid for et dommerkontor som sammenfaller med forvaltningsloven § 13 første ledd nr. 1 og 2 (noens personlige forhold og forretningshemmeligheter). Videre er organer i forbindelse med konkursbehandling underlagt taushetsplikt i henhold til konkursloven § 160 om skyldnerens personlige forhold og andres personlige forhold, i den utstrekning skyldneren ville hatt taushetsplikt om dette i medhold av lov. I forhold til offentlig administrasjon av verdipapirforetak som er kredittinstitusjon viser utvalget til at myndigheter og eventuelle eksperter vil være underlagt taushetsplikt og viser til fremstillingen ovenfor.

Som nevnt ovenfor (punkt 9.4.1), er det gitt regler om utveksling av informasjon med utenlandske tilsynsmyndigheter i forskrift 30. november 1998 nr. 1102. Utvalget legger til grunn at direktivforpliktelsene er tilstrekkelig gjennomført, og foreslår ingen endringer i gjeldende rett.

9.5 Sanksjoner

9.5.1 EØS-rett

Brudd på MiFID skal føre til ileggelse av sanksjoner. Direktivets hovedregel om sanksjoner følger av MiFID art. 51 nr. 1:

> «Without prejudice to the procedures for the withdrawal of authorisation or to the right of Member States to impose criminal sanctions, Member States shall ensure, in conformity with their national law, that the appropriate administrative measures can be taken or administrative sanctions be imposed against the persons responsible where the provisions adopted in the implementation of this Directive have not been complied with. Member States shall ensure that these measures are effective, proportionate and dissuasive.»

I art. 50 nr. 3 er det gitt regler om offentliggjøring av konkrete overtredelser, herunder sanksjonene som vil bli ilagt:

> «Member States shall provide that the competent authority may disclose to the public any measure or sanction that will be imposed for infringement of the provisions adopted in the implementation of this Directive, unless such disclosure would seriously jeopardise the financial markets or cause disproportionate damage to the parties involved.»

Direktivets klare utgangspunkt er, som det fremgår, at tilsynsmyndigheten skal ha adgang til å offentliggjøre tiltak eller sanksjoner som fattes på bakgrunn av en overtredelse. Unntaket fra tilsynsmyndighetenes offentliggjøringsadgang er snevert, jf. «seriously jeopardise».

Sanksjonsreglene i MiFID er langt på vei utformet på samme måte som sanksjonsreglene i markedsmisbruksdirektivet art. 14. En lignende regel finnes også i transparencydirektivet art. 28, jf. utredningen del 2.

9.5.2 Norsk rett

Kredittilsynet kan gi pålegg om retting etter vphl. § 12-4 og børsloven § 8-4 dersom foretaket opptrer i strid med lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov. Pålegg om retting kan også gis dersom verdipapirforetak opptrer i strid med interne retningslinjer og instrukser som nevnt i § 9-1 (eller «egne regler og forretningsvilkår», jf. børsloven § 8-4 første ledd). Hvis pålegg ikke blir etterkommet, kan departementet fastsette en daglig løpende mulkt inntil forholdet er rettet, jf. kredittilsynsloven § 10.

Regler om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester er gitt i vphl. § 12-5. Etter børsloven § 2-3 kan tillatelse som børs og autorisert markedsplass endres eller tilbakekalles. Bestemmelsen er langt på vei lik vphl. § 12-5.

Det er gitt regler om vinningsavståelse i vphl. § 14-2. Dersom det er oppnådd vinning ved en uaktsom eller forsettlig overtredelse av nærmere angitte bestemmelser i vphl. dagens §§ 2-3 første ledd, 2-4, 2-6, 2-7, 2-8, 2-9, 2-10, 2a-2 til 2a-6, 8-2 til 8-6, 9-2, 9-3, eller 9-4 annet ledd, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene, kan Kredittilsynet pålegge den som vinningen er tilfalt, helt eller delvis å avstå denne. Dette gjelder også når den som vinningen tilfaller, er en annen enn lovovertrederen. Dersom størrelsen av vinningen ikke kan godtgjøres, fastsettes beløpet skjønnsmessig.

Beslutning om vinningsavståelse anses ikke som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Dersom vinningsavståelsen ikke vedtas, kan Kredittilsynet innen tre måneder etter utløpet av vedtaksfristen reise sak mot vedkommende i den rettskrets der vedkommende kan saksøkes. Saken følger lov om rettergangsmåten for tvistemål.

Overtredelse av verdipapirhandellovens regler er straffesanksjonert etter bestemmelsene i vphl. § 14-3. Etter børsloven § 9-1 kan overtredelser av børsloven straffes.

Etter vphl. § 13-3 skal Kredittilsynet gi verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til § 7-7 (dvs. verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat) pålegg om retting, herunder opphør av virksomhet her i landet, dersom virksomheten drives i strid med lov eller forskrift. Før slike pålegg, skal tilsynsmyndigheten i verdipapirforetakets hjemstats varsles, og gis anledning til å treffe tiltak for å bringe det lovstridige forholdet til opphør.

Offentlighetsloven har regler om offentlighetens innsyn i forvaltningens dokumenter. Forvaltningsloven har bestemmelser om taushetsplikt på bakgrunn av blant annet forretningshemmeligheter og personlige forhold. Disse regelsettene vil regulere Kredittilsynets plikt og adgang til å offentliggjøre sine vedtak, herunder eventuelle sanksjoner.

9.5.3 Utvalgets vurdering

Direktivet krever at det i samsvar med nasjonal rett innføres passende administrative sanksjoner («sanctions») eller andre tiltak («measures») for å sikre overholdelse av nasjonale bestemmelser som gjennomfører direktivet. Sanksjonene skal være effektive, forholdsmessige og preventive. Direktivet begrenser ikke medlemsstatenes adgang til å fastsette strafferettslige sanksjoner.

Etter utvalgets syn kan gode grunner tale for at det på verdipapirområdet bør innføres administrative gebyrer ved mindre alvorlige overtredelser av regelverket. Utvalget antar at vesentlige brudd, som i dag, bør være straffesanksjonert. I NOU 2003: 15 (sanksjonslovutvalget) drøftes innføringen av administrative sanksjoner på generelt grunnlag. I utredningen er det foreslått prosessuelle regler i forvaltningsloven og materielle regler i blant annet verdipapirhandelloven for så vidt gjelder brudd på meldeplikten til såkalte primærinnsidere, jf. vphl. dagens § 3-1.

Kredittilsynet har ved brev av 31. oktober 2005 til Finansdepartementet oversendt et høringsnotat med forslag om innføring av gebyr ved overtredelse av enkelte bestemmelser i verdipapirhandelloven. De prinsipielle vurderingene i NOU 2003: 15 er lagt til grunn i høringsnotatet. Kredittilsynet foreslår i høringsnotatet blant annet ny § 14-4 i vphl. som skal gi tilsynet adgang til å ilegge overtredelsesgebyr ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av enkelte av atferdsreglene i vphl. kapittel 2 og § 12-1 tredje ledd om finansiell rapportering. Kredittilsynet foreslår også enkelte andre lovendringer, blant annet i eksisterende straffebestemmelse i verdipapirhandelloven, for å avkriminalisere overtredelser hvor adgang til å ilegge overtredelsesgebyr kan sikre tilstrekkelig etterlevelse og at vinningsavståelse etter vphl. § 14-4 skal anses som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Finansdepartementet har sendt forslaget på høring ved brev 13. desember 2005, med høringsfrist 13. mars 2006.

Utvalget foreslår at det innføres en ny § 17-4 etter mønster av Kredittilsynets forslag til administrativ sanksjonsbestemmelse. Forslaget omfatter brudd på vphl. dagens § 3-2 (ny § 4-2) om flagging, samt § 12-1 tredje ledd (ny § 15-1 tredje ledd) om finansiell rapportering, jf. utredningen kapittel 21.

Etter utvalgets syn bør det på et senere tidspunkt vurderes om Kredittilsynet skal ha adgang til å sanksjonere andre brudd på verdipapirhandelloven. Mer konkret bør det vurderes om overtredelse av bestemmelser som gjennomfører MiFID skal kunne foranledige en administrativ sanksjon, for eksempel brudd på reglene om verdipapirforetaks organisering og virksomhet. Utvalget antar at disse spørsmålene bør vurderes sammen med den generelle oppfølgningen av NOU 2003: 15.

Utvalget ser ikke behov for endringer i gjeldende regler om offentliggjøring eller taushetsplikt som følge av direktivet. Det vises til lovutkastet § 17-4.

9.6 Begrunnelse, domstolsprøving, utenomrettslige klageordninger og taushetsplikt

9.6.1 Begrunnelse og domstolsprøving

9.6.1.1 EØS-rett

Det følger av MiFID art. 52 nr. 1 at enhver avgjørelse i henhold til bestemmelser som er vedtatt for gjennomføring av direktivet skal være tilstrekkelig begrunnet og kunne prøves for domstolene. Adgangen til domsstolsprøving skal også gjelde dersom det ikke er truffet en avgjørelse senest seks måneder etter at fullstendig opplyst søknad om tillatelse ble mottatt.

Etter art. 52 nr. 2 skal visse organer eller organisasjoner kunne bringe en sak inn for domstolene eller kompetente administrative myndigheter for å sikre at nasjonale bestemmelser for gjennomføring av direktivet blir etterfulgt. Direktivet angir følgende organer:

«(a) public bodies or their representatives;
(b) consumer organisations having a legitimate interest in protecting consumers;

(c) professional organisations having a legitimate interest in acting to protect their members.»

9.6.1.2 Norsk rett

Det er gitt regler om klageadgang for enkeltvedtak i forvaltningsloven og om domstolsprøving av forvaltningsvedtak i tvistemålsloven kapittel 30.

Etter forvaltningsloven § 28 kan enkeltvedtak påklages av en part eller annen med rettslig klageinteresse i saken til det forvaltningsorgan (klageinstansen) som er nærmest overordnet det forvaltningsorgan som har truffet vedtaket (underinstansen).

Ifølge tvistemålsloven § 54 kan det reises søksmål om fastsettelsesdom under forutsetning av at saksøker har rettslig interesse.

9.6.1.3 Utvalgets vurdering

Vedtak etter verdipapirhandelloven er enkeltvedtak som følger saksbehandlingsreglene i forvaltningsloven §§ 24 og 25, og reglene om domstolsprøving av forvaltningsvedtak i tvistemålsloven kapitel 30. Utvalget legger til grunn at det vil være i samsvar med direktivet at vedkommende uttømmer sin administrative klageadgang før det blir adgang til domsstolsprøving.

Etter vphl. § 7-3 fjerde ledd skal vedtak om tillatelse meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at fullstendig søknad ble mottatt. Utvalget legger til grunn at Kredittilsynets manglende oppfyllelse av fristen vil kunne innklages for domstolen.

Utvalget legger til grunn at direktivets krav er oppfylt og det foreslås ingen regelendringer på dette punkt.

9.6.2 Utenrettslige klageordninger

Etter art. 53 nr. 1 skal medlemsstatene oppmuntre/tilskynde til at det etableres effektive prosedyrer for behandling av klager og tvister mellom forbrukere og verdipapirforetak i anledning foretakets ytelse av investeringstjenester og tilknyttede tjenester. Myndighetene sikrer at slike organer ved lov eller forskrift ikke forhindres i å samarbeide effektivt om løsninger ved grenseoverskridende tvister, jf. art. 53 nr. 2.

Fondsmeglerforbundets Etiske Råd[5] består blant annet av et Klageråd. Klagerådet behandler klager mot medlemsforetak fra kunder og fra annet medlemsforetak. I grove tilfeller av brudd på etiske normer eller Fondsmeglerforbundets anbefalinger kan Rådet ilegge medlemsforetakene bøter.

Bankklagenemnda[6] er en privat etablert klagenemd med vedtekter godkjent ved kgl. res. 19. mai 2000. Nemnda behandler tvister som vedrører privatpersoners kontraktsforhold med en bank, finansieringsselskap, kredittforetak, forvaltningsselskap for verdipapirfond eller utenlandsk kredittelller finansinstitusjon som tilbyr tilsvarende tjenester til forbrukere i Norge.

Norske Finansanalytikeres Forening[7] (NFF) har vedtatt Etiske Regler og opprettet en Etisk Komité. Etisk Komité behandler klager om brudd på NFFs Etiske Regler og/eller offentligrettslig lovgivning fremsatt av NFFs styre, finansanalytiker eller annen som har rettslig interesse.

Utvalget viser til at det eksisterer flere utenrettslige klageorganer i Norge på områder MiFID regulerer, jf. ovenfor. Utvalget legger til grunn at disse organenes virkemidler er tilstrekkelige i forhold til direktivets oppfordring om at det skal etableres utenomrettslige ordninger for klager fra investorer.

9.7 Tilsyn med organisatoriske og operasjonelle krav

9.7.1 EØS-rett

9.7.1.1 Verdipapirforetak

Art. 16 og 17 stiller krav til at kompetent myndighet løpende fører tilsyn med at verdipapirforetakene oppfyller de organisatoriske og operasjonelle kravene. Art. 16 og art. 17 er i stor grad en videreføring av ISD art. 8 nr. 1 og 2.

Etter art. 16 skal det føres kontroll med at konsesjonskravene er oppfylt til enhver tid; dvs. kravene i art. 9 til foretakets ledelse, art. 10 til aksjonærer med kvalifisert eierandel, art. 11 til at verdipapirforetaket er medlem av en investorgarantiordning, art. 12 til foretakets kapital og art. 13 til organisering av virksomheten. Det skal etableres hensiktsmessige metoder for å føre tilsyn med at verdipapirforetakene oppfyller konsesjonskravene, herunder krav til at verdipapirforetakene melder fra om vesentlige endringer av betingelsene for tillatelsen.

Etter art. 17. skal det føres kontroll med at de operasjonelle kravene til verdipapirforetakene er

[5] se http://www.nfmf.no

[6] se http://www.bankklagenemnda.no

[7] se http://www.finansanalytiker.no

oppfylt til enhver tid. Dette omfatter håndtering av interessekonflikter, jf. § 18, investorbeskyttelsesregler, herunder kravene i art. 19 om god forretningsskikk, art. 21 om beste resultat ved utførelse av kundeordre og art. 22 om ordrebehandling, samt kravene som er oppstilt i art. 25 flg. for å sikre markedsgjennomsiktighet og -integritet. Det skal etableres hensiktsmessige foranstaltninger for å sikre kompetent myndighet tilgang til de opplysninger som er nødvendig for å vurdere overholdelse av disse kravene.

Etter art. 16 nr. 3 og 17 nr. 2 kan medlemsstatene gi kompetent myndighet adgang til å delegere administrative, forberedende og tilknyttede oppgaver knyttet til kontrollen av om konsesjonskravene og de operasjonelle kravene til enhver tid er oppfylt. Adgangen er begrenset til verdipapirforetak som kun driver investeringsrådgivning og må skje i henhold til de begrensninger som følger av art. 48 nr. 2, se nærmere om sistnevnte bestemmelse ovenfor.

9.7.1.2 Regulerte markeder

Direktivet har i del 3 enkelte særregler for så vidt gjelder tilsynet med regulerte markeder. Etter art. 36 nr. 2 første punktum skal markedsoperatør «perform tasks» i forbindelse med regulert markeds organisering og virksomhet. Disse «tasks» skal utføres under myndighetstilsyn:

> «Member States shall require the operator of the regulated market to perform tasks relating to the organisation and operation of the regulated market under the supervision of the competent authority.»

Det kan reises spørsmål om hva som ligger i «perform tasks». Trolig fastsetter bestemmelsen kort og godt en plikt til etterlevelse av organisatoriske og virksomhetsmessige krav under myndighetens tilsyn.

Virksomheten til regulerte markeder skal etter art. 36 nr. 2 annet og tredje punktum være gjenstand for tilsyn:

> «Member States shall ensure that competent authorities keep under regular review the compliance of regulated markets with the provisions of this Title. They shall also ensure that competent authorities monitor that regulated markets comply at all times with the conditions for initial authorisation established under this Title.»

Av annet punktum følger det krav om «regular review» av regulerte markeders etterlevelse av bestemmelsene i direktivets del 3. I tredje punktum heter det at tilsynsmyndigheten skal påse at regulerte markeder «comply at all times» med vilkårene for tillatelsen. Trolig kan det ikke utledes noe presist av bestemmelsene med hensyn til hvordan tilsynet med regulerte markeder skal gjennomføres, jf. pkt. 9.7.3 under.

Ansvaret for etterlevelsen av reglene i direktivets del 3 hviler etter art. 36 nr. 3 første ledd hos markedsoperatøren. Rettighetene som følger av direktivbestemmelsene skal etter art. 36 nr. 3 annet ledd tilligge markedsoperatøren. Som nevnt er det i utredningen kapittel 6 foreslått at markedsoperatøren og det regulerte markedet skal være en og samme juridiske person. Dette er i tråd med direktivets valgadgang, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 13.

9.7.2 Norsk rett

ISD art. 8 nr. 1 og 2 er gjennomført i norsk rett ved ulike bestemmelser i kredittilsynsloven og verdipapirhandelloven. Kredittilsynet er pålagt å føre tilsyn med verdipapirforetak etter kredittilsynsloven § 3 første ledd og vphl. § 12-1 annet ledd og handelen med finansielle instrumenter generelt etter vphl. § 12-1 første ledd. Etter kredittilsynsloven § 3 annet og tredje ledd og vphl. § 12-2 første ledd har foretakene, subsidiært dets tillits- og tjenestemenn, en opplysningsplikt overfor tilsynet om forhold som angår dets forretning og virksomhet, herunder plikt til å utlevere dokumentasjon. Videre har revisor rapporteringsplikt til Kredittilsynet etter kredittilsynsloven § 3a.

Kredittilsynet har vphl. § 12-4 kompetanse til å gi verdipapirforetak pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov. Pålegg om retting kan også gis dersom verdipapirforetak opptrer i strid med interne retningslinjer og instrukser som nevnt i vphl. § 9-1. Tilsvarende gjelder dersom verdipapirforetakets ledelse eller styre ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring. Kredittilsynet har videre etter kredittilsynsloven § 4 kompetanse til å pålegge foretakene å innrette internkontroll, revisjon, årsregnskap og registrering av regnskapsopplysninger på bestemt måte, å ha en høyere ansvarlig kapital enn de lovbestemte minstekrav eller å rette på forholdet dersom en institusjons organer ikke har overholdt sine plikter i henhold til bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, eller handlet i strid med konsesjonsvilkår. Det samme gjelder dersom institusjonens organer ikke har overholdt vedtekter eller interne retningslinjer fastsatt etter bestemmelser gitt i eller i medhold av lov.

Etter vphl. § 12-2 annet ledd skal foretakene straks gi melding til Kredittilsynet dersom det inntreffer forhold som medfører risiko for at foretaket ikke vil kunne oppfylle de fastsatte kapitalkrav, eller det oppstår andre forhold som kan innebære stor risiko knyttet til driften av foretaket.

Verdipapirforetak skal opplyse Kredittilsynet om skifte av ledere som nevnt i § 7-2 annet ledd. For verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, gjelder opplysningsplikten også ved endringer i sammensetningen av selskapets styre. Etter vphl. § 7-4 kan erverv av betydelig eierandel i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon bare gjennomføres etter at melding er sendt til Kredittilsynet. Avhendelse av eierandel, som medfører at gjenværende eierandels størrelse kommer under grensen, er også underlagt meldeplikt.

Dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eller det ikke er gitt melding i samsvar med § 7-4 eller ervervet i strid med pålegg, kan Kredittilsynet gi pålegg om at stemmeretter knyttet til aksjene ikke kan utøves, jf. vphl. § 12-4 fjerde ledd.

I tillegg rapporterer verdipapirforetakene månedlig, men foretak som kun har konsesjon til å yte investeringstjeneste etter vphl. § 1-2 første ledd nr. 3 og/eller nr. 5 rapporterer kvartalsvis, om kapitaldekning etter forskrift av 15. november 1996 nr. 1130. Opplysninger knyttet til foretakets organisasjon, utført virksomhet, tall for omsetning av enkelte finansielle instrumenter, resultatregnskap, balanse, klientmidler og -gjeld, trekkrettigheter i bank mv., aktiv forvaltning samt utestående derivatkontrakter rapporteres kvartalsvis etter forskrift om kvartalsoppgave for verdipapirforetak av 18. mars 1997 nr. 1053. Store engasjementer rapporteres kvartalsvis, men slik at foretak med konsesjon til å yte investeringstjeneste etter vphl. § 1-2 første ledd nr. 3 rapporterer årlig og nr. 5 ikke rapporterer, etter forskrift av 23. april 1997 nr. 376, jf. forskrift av 10. desember 1997 nr. 1388 om store engasjementer.

Børsloven kapittel 8 har regler om tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser. I kredittilsynsloven § 1 er børser og autoriserte markedsplasser opplistet som tilsynsinstitusjoner. Kredittilsynet vil som følge av bestemmelsene kunne gjennomføre tilsynet på flere måter, for eksempel ved dokumentbasert eller stedlig tilsyn.

I børsloven § 8-2 første ledd er det regler om opplysningsplikt:

> «Børs, autorisert markedsplass og selskap i samme konsern som slike, har plikt til å gi de opplysninger som Kredittilsynet krever om forhold som angår foretakets virksomhet, samt til å fremvise og utlevere til Kredittilsynet dokumentasjon som angår virksomheten.»

Etter annet ledd har børser og autoriserte markedsplasser meldeplikt til Kredittilsynet dersom det inntreffer forhold som medfører risiko for at foretaket ikke vil kunne oppfylle de fastsatte krav til ansvarlig kapital og likviditet, eller det oppstår andre forhold som kan innebære betydelig risiko knyttet til driften av foretaket. Utstedere av finansielle instrumenter som er børsnotert har etter § 8-2 tredje ledd opplysningsplikt overfor Kredittilsynet.

Kredittilsynet kan etter børsloven § 8-4 første ledd gi pålegg om retting:

> «Kredittilsynet kan gi børs eller autorisert markedsplass pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller bestemmelser gitt med hjemmel i lov eller egne regler og forretningsvilkår. Tilsvarende gjelder dersom foretakets ledelse eller styremedlemmer ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring som fastsatt i § 3-2 annet ledd.»

I § 8-4 annet ledd er det gitt en tilsvarende regel som i vphl. § 12-4 fjerde ledd hvorved stemmeretter til en aksjeeier som ikke anses skikket, kan suspenderes. Det vises til utredningen kapittel 3 der denne bestemmelsen er drøftet.

9.7.3 Utvalgets vurdering

Utvalget legger til grunn at MiFID art. 16 og 17 allerede er gjennomført i norsk rett og foreslår ingen endringer. Det samme gjelder i utgangspunktet MiFID art. 36 nr. 2 og 3. Utvalget ser behov for å foreta to mindre presiseringer i børsloven § 8-2 første ledd om opplysningsplikt (bestemmelsen foreslås videreført som ny § 4-2 første ledd, jf. utredningen kapittel 6). Utvalget foreslår at bestemmelsen skal lyde:

> «Regulert marked og selskap i samme konsern, har plikt til å gi de opplysninger som Kredittilsynet krever om forhold som angår foretakets virksomhet, herunder bistå Kredittilsynet ved mistanker om brudd på verdipapirhandelloven kapittel 3, samt til å fremvise og utlevere til Kredittilsynet dokumentasjon som angår virksomheten. Opplysningene og bistanden skal gis uten kostnad for Kredittilsynet.»

Kravet om å bistå Kredittilsynet ved mistanker om brudd på markedsmisbruksreglene mv. følger av MiFID art. 43 nr. 2. Det vises til utredningen kapittel 6 for en nærmere omtale av

bestemmelsen. Videre foreslår utvalget en ny setning til slutt i første ledd. Tillegget endrer ikke gjeldende rett, men det er så vidt utvalget er kjent med på bakgrunn av praksis behov for å presisere forholdet.

Som nevnt i utredningen kapittel 3 finner utvalget det hensiktsmessig at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg om salg der en aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eventuelt at det ikke gis melding om erverv eller det erverves i strid med vedtak fattet av Kredittilsynet. Etter vphl. dagens § 12-4 fjerde ledd kan det i slike situasjoner bare gis pålegg om at stemmerettigheter knyttet til aksjene ikke kan utøves. Kredittilsynet foreslår at bestemmelsen suppleres med «eller avhendes», jf. forslaget til ny § 15-7. All den tid Kredittilsynet med forslaget gis materiell kompetanse til å kreve aksjer solgt, ser utvalget behov for prosessuelle regler som skal gjelde i tvangssalgssituasjoner. Utvalget viser til at det er gitt slike regler i børsloven § 4-1 fjerde ledd, som er foreslått videreført i lov om regulerte markeder § 3-3 fjerde ledd. Utvalget foreslår at det inntas en henvisning til nevnte bestemmelse i vphl. ny § 15-7 fjerde ledd. Stemmerettigheter knyttet til aksjer som er besluttet tvangssolgt vil i utgangspunktet ikke kunne benyttes. Det vises til begrunnelsen i Ot.prp. nr. 50 (2003-2004).

9.8 Revisors meldeplikt til Kredittilsynet

9.8.1 EØS-rett

Art. 55 stiller krav til at revisor med tillatelse i tråd med direktiv 84/253/EF (8. selskapsdirektiv - revisordirektivet), og som i et verdipapirforetak utfører oppgaver nevnt i direktiv 78/660/EF (4. selskapsdirektiv - regnskapsdirektivet) art. 51 eller direktiv 83/349/EF (7. selskapsdirektiv - konsernregnskapsdirektivet) art. 37 eller direktiv 85/611/EF (UCITS-direktivet) art. 31 eller annet lovpålagt oppgave, straks sender melding til kompetent myndighet om følgende:

> «any fact or decision concerning that undertaking of which that person has become aware while carrying out that task and which is liable to:
>
> (a) constitute a material breach of the laws, regulations or administrative provisions which lay down the conditions governing authorisation or which specifically govern pursuit of the activities of investment firms;
>
> (b) affect the continuous functioning of the investment firm;
>
> (c) lead to refusal to certify the accounts or to the expression of reservations.»

Revisor skal også melde ethvert forhold og enhver avgjørelse som revisor får kjennskap til under utøvelse av sin revisjonsvirksomhet for foretak som institusjonen har nære forbindelser med. Melding skal ikke anses som brudd på lov- eller avtalefestet taushetsplikt og skal ikke gi grunnlag for erstatning, jf. art. 55 nr. 2.

9.8.2 Norsk rett

Det følger av kredittilsynsloven § 3a at revisor som reviderer årsregnskapet i institusjoner som nevnt i § 1 første ledd, straks plikter å rapportere til Kredittilsynet ethvert forhold vedrørende virksomheten som denne får kjennskap til under utøvelsen av sin revisjonsvirksomhet som kan

1. innebære en overtredelse av bestemmelser som regulerer institusjonens virksomhet, dersom overtredelsen kan medføre tilbakekall av institusjonens tillatelse til å drive virksomhet.
2. skade den fortsatte drift av institusjonen, eller
3. medføre at regnskapene ikke godkjennes eller at det tas forbehold.

Rapporteringsplikten etter kredittilsynsloven § 3a første ledd gjelder tilsvarende for forhold som revisor får kjennskap til under utøvelse av sin revisjonsvirksomhet for foretak som institusjonen har nære forbindelser med. «Nære forbindelser» er nærmere definert i kredittilsynsloven § 3a annet ledd. Forhold som revisor rapporterer i aktsom god tro til Kredittilsynet skal ikke anses som brudd på taushetsplikten etter lov, forskrift eller avtale, og ikke medføre ansvar, jf. kredittilsynsloven § 3a tredje ledd.

Verdipapirforetaks årsregnskap skal revideres av en registrert revisor eller statsautorisert revisor i samsvar med revisorloven § 2-2 (revisjonsplikt), jf. revisorloven § 2-1 første ledd, jf. annet ledd.

9.8.3 Utvalgets vurdering

Direktivet art. 55 krever at revisor straks skal sende melding til kompetente myndigheter om nærmere angitte forhold som revisor blir kjent med i forbindelse med utførelsen av sine oppgaver som revisor. Utvalget legger til grunn av forpliktelsene allerede er gjennomført ved meldeplikten som fremgår av kredittilsynsloven § 3a. Det foreslås derfor ingen endringer i gjeldende rett.

9.9 Samarbeid mellom kompetente myndigheter i forskjellige medlemsstater

9.9.1 EØS-rett

MiFID Del IV kapittel II omhandler samarbeid mellom kompetente myndigheter i de forskjellige stater. Art. 56 stiller krav til samarbeid og ytelse av bistand mellom kompetente myndigheter, herunder utveksling av opplysninger og samarbeid om undersøkelser og tilsyn. Hver medlemsstat skal utpeke en kompetent myndighet som kontaktpunkt etter direktivet og meddeler dette til Kommisjonen og øvrige medlemsstater. Art. 56 angir videre nærmere regler om samarbeidsordninger. Etter art. 57 kan kompetent myndighet anmode kompetent myndighet i annen medlemsstat om samarbeid om tilsyn, stedlig kontroll eller undersøkelser. Bestemmelsen inneholder videre prosedyreregler. Art. 58 inneholder regler om utveksling av opplysninger mellom kompetente myndigheter. I art. 59 gis regler om nektelse av samarbeid. Art. 60 angir at det skal finne sted en innbyrdes konsultasjon mellom kompetente myndigheter før meddelelse av tillatelse i nærmere angitte situasjoner.

Art. 61 nr. 1 bestemmer at vertsstaten til statistisk bruk kan kreve at ethvert verdipapirforetak som har filial på dens territorium jevnlig rapporterer om sin virksomhet. Videre kan vertsstaten for å ivareta oppgaver etter direktivet kreve at filialer av verdipapirforetak gir nødvendige opplysninger til kontroll av at filialer overholder vertslandets regler for så vidt gjelder tilfeller nevnt i art. 32 nr. 7, jf. art. 61 nr. 2. Slike krav må imidlertid ikke være mer vidtgående enn kravene som stilles til etablerte selskaper for å kunne kontrollere at disse overholder de samme reglene. Med etablerte selskaper menes selskaper som har hovedkontor (hjemstat) i den aktuelle vertsstaten.

Art. 62 omhandler vertsstatens adgang til å fastsette beskyttelsestiltak dersom det foreligger tilstrekkelig grunn til å tro at et verdipapirforetak eller filial som utøver virksomhet på dets område etter reglene om fri utveksling av tjenesteytelser ikke overholder regler fastsatt til gjennomføring av direktivet.

MiFID Del III kapittel III inneholder bestemmelser om samarbeid med tredjeland, dvs. land utenfor EØS-området. Art. 63 gir nærmere regler om samarbeidsavtaler om utveksling av opplysninger med tredjeland, og krav om at opplysninger som videreformidles er underlagt taushetsplikt som minst svarer til taushetsplikt iht. art. 54. Utveksling av opplysninger skal ha til formål å gi disse kompetente myndigheter mulighet for å utføre deres oppgaver.

9.9.2 Norsk rett

Det er gitt regler om tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat i vphl. kapittel 13. Ifølge vphl. § 13-1 første ledd kan Kredittilsynet til statistisk bruk pålegge verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til vphl. § 7-7 å avgi rapporter om sin virksomhet. Videre kan Kredittilsynet kreve de opplysninger fra verdipapirforetakene som anses nødvendige for å kontrollere at de regler som gjelder for virksomheten her i landet overholdes.

I vphl. § 13-2 om stedlig kontroll kan vedkommende myndigheter i verdipapirforetakets hjemstat, etter forutgående melding og i samarbeid med Kredittilsynet, foreta stedlig kontroll i filial etablert i henhold til vphl. § 7-7. Etter anmodning fra vedkommende myndigheter i hjemstaten kan Kredittilsynet foreta den nevnte kontroll. Dette er ikke til hinder for at Kredittilsynet kan foreta den stedlige kontroll som anses nødvendig for å kontrollere at de regler som gjelder for filialens virksomhet her i landet overholdes.

Ifølge vphl. § 13-3 skal Kredittilsynet gi verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til § 7-7, pålegg om retting, herunder opphør av virksomhet her i landet, dersom virksomheten drives i strid med lov eller forskrift. Kredittilsynet kan treffe tiltak for å hindre nye overtredelser dersom pålegg etter første ledd ikke etterkommes. Før Kredittilsynet gir pålegg etter første ledd, skal tilsynsmyndighetene i verdipapirforetakets hjemstat varsles, og gis anledning til å treffe tiltak for å bringe det lovstridige forhold til opphør. Hvis det er nødvendig for å verne interessene til investorer og andre som mottar tjenester fra verdipapirforetaket, kan Kredittilsynet treffe nødvendige tiltak uten slikt varsel. Dersom et foretak med hovedsete i annen EØS-stat har fått sin tillatelse tilbakekalt, skal Kredittilsynet treffe tiltak for å hindre at foretaket fortsatt yter investeringstjenester her i landet.

9.9.3 Utvalgets vurdering

MiFID del III regulerer i hovedsak forholdet mellom tilsynsmyndighetene i EØS-området og land utenfor EØS-området. Direktivets regler om tilsynssamarbeid mv. medfører en rekke folkerettslige forpliktelser for Norge. Flere av bestemmelsene retter seg imidlertid ikke mot norske borgere

direkte. Utvalget legger til grunn at direktivets bestemmelser som kun retter seg mot tilsynsmyndighetene i medlemslandene, som hovedregel ikke behøver å gjennomføres i norsk lov eller forskrift.

MiFID art. 61 nr. 1 anses gjennomført ved at Kredittilsynet etter vphl. § 13-1 første ledd til statistisk bruk kan pålegge verdipapirforetak fra annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge å avgi rapporter om sin virksomhet.

MiFID art. 61 nr. 2 bygger på ISD art. 19. Opplysningsplikten for filialer etter MiFID art. 61 nr. 2 er avgrenset til opplysninger til kontroll av at filialer overholder vertslandets regler for så vidt gjelder tilfeller nevnt i art. 32 nr. 7. Etter gjeldende vphl. § 13-1 kan Kredittilsynet kreve de opplysninger fra verdipapirforetakene med hovedsete i annen EØS-stat som anses nødvendige for å kontrollere at de regler som gjelder for virksomheten her i landet overholdes. Utvalget viser til at opplysningsplikten ut i fra gjeldende rett allerede er avgrenset til «de regler som gjelder for virksomheten her i landet». Det vises i den forbindelse til vurderinger i kapittel 5. Utvalget legger til grunn at direktivet er gjennomført på dette punktet, og foreslår ingen endringer i gjeldende rett.

Kapittel 10
Enkelte andre endringer

10.1 Adgangen for ansatte mv. i visse foretak til å foreta egenhandel

10.1.1 EØS-rett

Etter MiFID art. 13 nr. 2 skal medlemsstatene kreve at verdipapirforetak fastsetter interne regler for ansattes personlige transaksjoner. I medhold av art. 13 nr. 10 kan Kommisjonen vedta utfyllende rettsakter om blant annet nærmere angivelse av de konkrete organisatoriske krav. Forslag til slike regler foreligger i utkast til kommisjonsdirektiv kapittel II. MiFID art. 13 nr. 2 tilsvarer ISD art. 10 første strekpunkt.

10.1.2 Norsk rett

Ifølge vphl. § 9-1 nr. 2 skal verdipapirforetak innrette sin virksomhet slik at foretaket har tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som blant annet omfatter regler for personlige transaksjoner.

Det er gitt regler om ansattes egenhandel i vphl. kapittel 2a, samt enkelte særbestemmelser ellers i loven. Kapittel 2a gjelder for ansatte i verdipapirforetak og en rekke andre finansforetak samt forvaltningsselskaper for verdipapirfond, forutsatt at disse normalt arbeider med eller har innsyn i investeringstjenestevirksomhet eller forvaltning av arbeidsgiverforetakets eller kunders finansielle instrumenter, jf. vphl. § 2a-1.

Vphl. § 2a-2 setter blant annet forbud mot at ansatte i verdipapirforetak kjøper og selger derivater eller utsteder slike finansielle instrumenter. Det er gjort unntak for erverv av opsjoner på aksjer eller grunnfondsbevis i arbeidsgiverforetaket når opsjonene er utstedt av foretaket. For andre finansielle instrumenter, med unntak av andeler i verdipapirfond, er det fastsatt bindingstid, ved at disse kan avhendes tidligst 12 måneder etter ervervet. Vphl. § 2a-2 annet ledd gir forbud mot at ansatte finansierer erverv av finansielle instrumenter ved lån som er opptatt med sikkerhet i egne finansielle instrumenter. Videre kan ansatte ikke selge finansielle instrumenter vedkommende ikke eier eller låne finansielle instrumenter. Ifølge vphl. § 2a-2 tredje ledd kan ansatte ikke kjøpe, selge eller tegne finansielle instrumenter når arbeidsgiverforetaket har truffet beslutning om kjøp, salg eller tegning av vedkommende instrument, eller når det foreligger kundeordre på vedkommende instrument. Dette gjelder til dagen etter at handelen er gjennomført. Det er gitt unntak dersom den ansatte ikke kjente til og heller ikke burde ha kjent til, at det forelå slik beslutning eller kundeordre. Etter vphl. § 2a-2 siste ledd kan Kredittilsynet i særlige tilfeller gjøre unntak fra bestemmelsene i første og annet ledd.

I vphl. § 2a-3 er det fastsatt særlige regler om egenhandel for ansatte i visse typer foretak. Vphl. § 2a-4 angir habilitetskrav for ansatte. I vphl. § 2a-5 er det gitt regler om at ansatte skal rapportere egenhandel til foretaket. Vphl. § 2a-6 inneholder nærmere regler om egenhandel foretatt av nærstående og tillitsvalgte. Vphl. § 2a-7 stiller krav til arbeidsgiverforetaket.

10.1.3 Utvalgets vurdering

Hensynene bak regler om ansattes egenhandel er å motvirke at ansatte og tillitsvalgte foretar verdipapirhandel for egen regning som må antas å være i strid med institusjonens eller institusjonens kunders interesser, å hindre ansatte og tillitsvalgte i å utnytte informasjon de mottar i sin stilling til egen fordel i verdipapirhandelen, samt å hindre at ansatte og tillitsvalgte utnytter sin posisjon for å oppnå særlige fordeler i verdipapirhandelen. Regulering av egenhandel for ansatte og tillitsvalgte er således viktig for å sikre den alminnelige tillit til mellommannsvirksomhet, og igjen for tilliten til at markedet fungerer tilfredsstillende. Det er viktig at reglene om ansattes egenhandel er utformet slik at de er egnet til å ivareta formålet med og hensynene bak reglene.

Ved implementeringen av MiFID vil nye typer verdipapirforetak bli konsesjonspliktig ved at definisjonen av finansielle instrumenter utvides, samt at nye tjenester blir konsesjonspliktig. Gjennom disse endringene vil flere typer foretak være underlangt reguleringen av ansattes egenhandel i vphl. kapittel 2a. Som en konsekvens av dette, bør det vurderes om gjeldende regulering av ansattes

egenhandel er egnet til å ivareta formålet med reglene. Utvalget antar som utgangspunkt at de fleste av dagens lovbestemmelser om ansattes egenhandel er adekvate for ansatte i nye typer verdipapirforetak. Reglene synes imidlertid å være lite fleksible mht. nye konsesjonspliktige foretak. Det vises blant annet til at det fremstår som et lite egnet tiltak å ha en lang bindingstid for ansattes avhendelse av aksjer i et foretak som kun driver mellommannsvirksomhet i derivatmarkedet, for eksempel i råvarederivatmarkedet eller valutamarkedet.

Det fremstår som komplisert å gi lovbestemmelser som er hensiktsmessige og dekkende for alle de forhold reglene om ansattes egenhandel er ment å dekke. Utvalget mener derfor at det er behov for at det kan gjøres unntak fra enkelte av bestemmelsene i kapittel 2a gjennom forskrift. I forskrift kan det på et mer detaljert nivå blant annet reguleres hvilke typer finansielle instrumenter ansatte kan erverve, hvor lenge finansielle instrumenter må eies før de kan avhendes og vilkår for at minste eiertid kan fravikes. Det vises til lovutkastet § 8-1 nytt tredje ledd.

Gjeldende vphl. §2a-2 tredje ledd inneholder en bestemmelse om at ansatte ikke kan foreta handel i finansielle instrumenter når arbeidsgiverforetaket har truffet beslutning om handel i samme finansielle instrument eller når det foreligger kundeordre. Dette gjelder til dagen etter at handelen er gjennomført. Denne bestemmelsen omtales gjerne som vikepliktbestemmelsen.

Hovedbegrunnelsen for denne bestemmelsen er å forhindre såkalt frontrunning, dvs at (Kredittilsynets høringsnotat 3. april 1997 side 40):

> «den ansatte kan foreta private disposisjoner i forkant av disposisjonene som skal foretas på vegne av kunden eller arbeidsgiveren. Som eksempel kan nevnes privat kjøp av et verdipapir før den ansatte effektuerer en stor kjøpsordre på det samme verdipapiret. På den måten vil den ansatte kunne nyte godt av en kursoppgang som følge av at markedet får kjennskap til stor etterspørsel etter det aktuelle verdipapiret.»

Departementet utdypet begrunnelsen for bestemmelsen i proposisjonen og viste blant annet til risikoen for interessekonflikter med kunder (jf. Ot.prp. nr. 84 (1997-97) side 28):

> «Departementet legger imidlertid til grunn at såkalt «frontrunning» også kan innebære interessekonflikter med foretakets kunder i tilfeller der foretakets handel ikke er egnet til å påvirke kursen vesentlig.»

Etter utvalgets syn bør man fortsatt ha bestemmelser som ivaretar de hensyn som ligger bak gjeldende bestemmelse i vphl. § 2a-3 ledd, likevel slik at bestemmelsen om at ansatte må vente til dagen etter med å gjennomføre sin ordre blir en unødig restriksjon sett hen til de øvrige bestemmelser som vil styre ansattes egenhandel. Utvalget vil for det første vise til utviklingen av rettstillstanden etter at bestemmelsen om vikepliktsbestemmelsen ble innført i norsk rett i 1999. Innsidehandelforbudet er skjerpet blant annet ved at det ikke lenger er et vilkår at informasjon skal kunne påvirke kursene vesentlig for å regnes som innsideinformasjon. Det er videre innført plikt for verdipapirforetak til å føre elektronisk ordrebok og å foretak lydopptak av kundeordre, jf. forskrift 13. august 2003. De sistnevnte bestemmelser skal forhindre at ansatte kan manipulere tidsrekkefølgen på ordreutførelse. Dernest vil utvalget peke på at det innføres nye bestemmelser i kapittel 10 som ivaretar hensynet om å unngå interessekonflikter i forhold til kunder. Det pekes spesielt på utkastet § 10-12 om god forretningsskikk hvoretter verdipapirforetak skal påse at kundenes interesse går foran foretakets og de ansattes interesser. Videre vil utvalget vise til utkastet § 10-15 første og annet ledd om plikt til å treffe tiltak som sikrer kundene den beste ordreutførelse samt kundenes rett etter 6. ledd til å kontrollere at ordre er uført i samsvar med pliktene som fremgår av første og annet ledd. Det følger videre av utkast til § 10-16 om håndtering av kundeordre at verdipapirforetak skal utføre sammenlignbare kundeordre i den rekkefølge de kommer inn.

Utvalget mener at de hensyn som lå bak gjeldende vphl. § 2a-3 tredje ledd er ivaretatt gjennom de ovennevnte bestemmelser og at det ikke lenger er hensiktsmessig å opprettholde den. I praksis fører dagens bestemmelse til at ansatte i verdipapirforetak ikke kan kjøpe eller selge de mest likvide omsettelige verdipapirer så som stasobligasjoner og aksjer i de største selskaper, dvs i de verdipapirene det er minst betenkelig at ansatte handler sett hen til formålet bak egenhandelbestemmelsene generelt og vikepliktbestemmelsen spesielt. Utvalget foreslår på denne bakgrunn ikke å videreføre regelen.

De norske bestemmelsene om egenhandel vil gjelde tilsvarende for ansatte i utenlandske filialer av norske foretak. Departementet kan gjøre unntak fra bestemmelsene i §§ 2a-2 og 2a-3 når det gjelder handel i utenlandske finansielle instrumenter dersom det er nødvendig av konkurransemessige hensyn. Unntak kan i dag bare gjøres dersom de ansatte underlegges tilsvarende egenhandelsregler i vertstaten som de norske. Etter utvalgets

syn bør hovedregelen fortsatt være at de norske bestemmelsene bør gjelde, men utvalget foreslår at betingelsene i bestemmelsen for at departementet kan gjøre unntak endres noe. Som nevnt foran, vil reglene om ansattes egenhandel etter gjennomføringen av direktivet få et bredere nedslagsfelt ved at ansatte i nye typer verdipapirforetak omfattes. Lovgivningen vil i tillegg omfatte flere typer finansielle instrumenter. Videre vises det til at gjennomføringen av direktivet vil innebære en harmonisering av de nasjonale regelverk, bl.a. i forhold til markedsstrukturer, krav til organisering av virksomheter, og foretakenes atferd. I denne nye situasjonen kan det være komplisert å vurdere hva som er «nødvendig på grunn av konkurransemessige hensyn» og om vertstatens eventuelle egenhandelsregler for ansatte tilsvarer de norske. Vurderingskriteriet bør slik utvalget ser det, heller være om et eventuelt unntak i det konkrete tilfelle vil være i konflikt med de hensyn som de norske egenhandelsreglene skal ivareta i forhold til det norske markedet for finansielle instrumenter. Det vises til lovutkastet kapittel 8.

10.2 Verdipapirforetaks handel i finansielle instrumenter for egen regning

10.2.1 Norsk rett

Vphl. § 8-5 regulerer verdipapirforetaks handel i finansielle instrumenter for egen regning. Utgangspunktet i bestemmelsen er at verdipapirforetak bare kan kjøpe, selge eller tegne finansielle instrumentet for egen regning når handelen foretas som ledd i investeringstjenestevirksomheten eller handelen er ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning, jf. første ledd.

I § 8-5 annet ledd første punktum begrenses adgangen til verdipapirforetak, som ikke er kredittinstitusjoner, til å foreta handler i finansielle instrumenter som ikke er opptatt til handel på regulert marked (det vil si unoterte instrumenter). Etter tredje ledd kan Kredittilsynet i særlige tilfeller gjøre unntak fra denne bestemmelsen, dersom unoterte finansielle instrumenter erverves til varig eie eller bruk for foretaket. I praksis tolkes «varig eie eller bruk» som ett år.

10.2.2 Utvalgets vurdering

MiFID har ikke regler som tilsvarer vphl. § 8-5 annet ledd første punktum, jf. tredje ledd. Etter utvalgets syn bør bestemmelsene oppheves til fordel for en adgang for Kredittilsynet til å fastsette nærmere regler om handler i unoterte finansielle instrumenter. Slike regler kan for eksempel regulere type instrument og «bindingstid» for verdipapirforetaket. Kredittilsynet må vurdere nærmere om det er behov for slike regler. Reglene om verdipapirforetaks melding om egenhandel, bør uansett videreføres, jf. forskrift 26. september 1996 nr. 948 om verdipapirforetaks handel for egen regning som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning, herunder om melding av slik handel. Utvalget foreslår at annet og tredje ledd i gjeldende vphl. § 8-5 (ny § 10-4) erstattes med ett nytt annet ledd som skal lyde:

> «Foretaket skal gi Kredittilsynet melding om slik egenhandel. Kredittilsynet kan fastsette nærmere regler om slik melding, samt om handelen til verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner i finansielle instrumenter som ikke er opptatt til handel på regulert marked.»

10.3 Lån av finansielle instrumenter

10.3.1 Norsk rett

Vphl. § 8-8 har regler om verdipapirforetaks formidling av avtaler om lån av finansielle instrumenter. Etter tredje ledd første punktum skal verdipapirforetaks låneavtaler standardiseres. Etter tredje ledd annet punktum skal Kredittilsynet på visse vilkår, godkjenne standardavtaler om lån av finansielle instrumenter. Dersom hensynet til sikker levering tilsier det, kan Kredittilsynet tilbakekalle godkjenning av slike låneavtaler, jf. tredje ledd tredje punktum.

10.3.2 Utvalgets vurderinger

Etter utvalgets syn er det lite hensiktsmessig at Kredittilsynet skal godkjenne standardiserte låneavtaler for finansielle instrumenter. Utvalget foreslår at tredje ledd annet punktum i vphl. § 8-8 (ny § 10-6), oppheves. Adgangen til å trekke godkjenning i tredje punktum foreslås også opphevet. For øvrig foreslår utvalget at bestemmelsen videreføres.

10.4 Motregning

10.4.1 Norsk rett

Vphl. kapittel 10 inneholder særregler om motregningsavtaler (avregningsavtaler) i konkurs knyttet til enkelte finansielle instrumenter.

Etter vphl. § 10-1 første punktum gjelder kapittelet for varederivater, fremtidige renteavtaler (FRA), rente- og valutaopsjoner, rente- og valutaterminer, rente- og valutabytteavtaler, og avtaler om handel med valuta. Ifølge vphl. § 10-1 annet punktum kan departementet bestemme at reglene i kapittelet også skal gjelde avtaler om andre finansielle instrumenter.

Det følger av vphl. § 10-2 at skriftlig avtale mellom to parter om at partenes forpliktelser etter avtaler som nevnt i § 10-1 skal motregnes til markedskurs løpende eller ved mislighold, kan gjøres gjeldende uten hinder av dekningsloven §§ 7-3 og 8-1. Dette benevnes ofte «netting».

Etter vphl. § 10-3 kan sikkerhet for avtaler som nevnt i § 10-1, som er stilt overfor en oppgjørssentral i samsvar med de regler som gjelder for sentralen, ikke omstøtes etter dekningsloven § 5.

10.4.2 Utvalgets vurdering

Etter utvalgets syn kan det reises spørsmål om virkeområdet for reglene som gir motregningsadgang i enkelte finansielle instrumenter i vphl. § 10-1 er avgrenset på en fornuftig måte. Utvalget viser blant annet til at «verdipapirderivater» (gjenkjøpsavtaler på omsettelige verdipapirer (for eksempel repo-avtaler/gjenkjøpsavtaler på rentebærende verdipapirer som kan gjøres ved en spotforretning og en terminforretning), opsjoner/terminer på obligasjoner (for eksempel obligasjonsfutures), aksjer og indekser og eventuelt bytteavtaler) faller utenfor vphl. § 10-1. Utvalget viser samtidig til at det for finansielle forpliktelser som omfattes av lov om finansiell sikkerhetsstillelse § 6 (avtaler om finansiell sikkerhetsstillelse) kan avtales sluttavregning som kan gjøres gjeldende uten hinder av dekningsloven §§ 7-3 og 8-1 eller gjeldsbrevloven § 26. Lov om finansiell sikkerhetsstillelse har således avhjulpet situasjonen noe. Etter utvalgets oppfatning kan det generelt sett være behov for å revurdere virkeområdet for motregningsadgangen i gjeldende vphl. kapittel 10. Utvalget har imidlertid ikke drøftet dette spørsmålet i sin bredde, men har valgt å avgrense vurderingen her til å foreslå justeringer i bestemmelsen som følge av at gjennomføring av MiFID medfører endringer i definisjonen av finansielle instrumenter, jf. omtale i pkt. 2.5 ovenfor.

Utvalget foreslår at motregningsadgangen i gjeldende vphl. kapittel 10 utvides til å omfatte kreditderivater og derivater nevnt i lovutkastet § 2-2 femte ledd nr. 5, jf. lovutkastet § 14-1. Hensynene bak reglene i dagens kapittel 10 gjør seg også gjeldende i forhold til de nye derivattypene. Dessuten taler rettstekniske hensyn imot å måtte trekke et skille i relasjon til motregningsreglene mellom varederivater og derivater nevnt i lovutkastet § 2-2 femte ledd nr. 5.

10.5 Tilbakebetaling av kreditt innen en måned

10.5.1 Norsk rett

Etter vphl. § 8-2 første ledd kan verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner bare yte kreditt etter tillatelse fra departementet. Der det er gitt slik tillatelse kan kreditt bare ytes til kjøp av finansielle instrumenter som handles gjennom foretaket.

Foretak med tillatelse til å yte kreditt skal sørge for at det stilles betryggende sikkerhet, jf. § 8-2 annet ledd første punktum. I tillegg skal kreditten tilbakebetales innen én måned etter at den er gitt, jf. annet ledd annet punktum.

Etter MiFID vedlegg I seksjon B pkt. 2 anses kredittgivning som en tilleggstjeneste, jf. utredningen pkt. 2.4. MiFID har ingen regler om lengden på kreditten. Tilsvarende regulering fulgte av ISD.

10.5.2 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår at dagens regulering av verdipapirforetaks adgang til å yte kreditt, som utgangspunkt videreføres. Det vises til lovutkastet til ny § 9-6. På ett punkt ser imidlertid utvalget det som hensiktsmessig at norsk rett endres. Utvalget har vanskelig for å se at fristen på tilbakebetaling innen én måned, bør opprettholdes.

Kravet om at kreditt skal tilbakebetales innen én måned er i Ot.prp. nr. 15 (1995-96) side 56 omtalt som følger:

> «...motivet for å tillate kredittgivning må være at kortsiktige kreditt fra verdipapirforetak kan bidra til å effektivisere handelen. For at foretakene ikke skal gå over til å yte langvarig kreditt på linje med finansinstitusjonene, foreslår departementet derfor at kreditten skal nedbetales innen én måned.»

Det var i NOU 1995:1 (Investeringsforetak) ikke foreslått noen regel om kredittens lengde, jf. forslaget til § 4-2. I høringen var det Norges Bank som fremsatte forslaget om én måneds tilbakebetalingstid.

Yting av kreditt vil være en tilleggstjeneste. Dette betyr at kravet til god forretningsskikk mv. gjelder når verdipapirforetak yter kreditt til sine kunder.

Verdipapirforetak fra andre EØS-land som yter investeringstjenester i Norge, er ikke underlagt verdipapirhandellovens regler om kredittgivning, jf. gjeldende § 7-9. Norske verdipapirforetak som er kredittinstitusjoner, er heller ikke underlagt vphl. § 8-2. Dette betyr at foretak som i utgangspunktet yter de samme tjenestene overfor norske investorer, på dette punktet er underlagt ulik regulering. Når det stilles krav om tillatelse for at verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner skal yte kreditt, at kreditt bare kan ytes til kjøp av finansielle instrumenter som handles gjennom foretaket, og at det skal stilles betryggende sikkerhet for tilbakebetalingskravet, tilsier etter utvalgets oppfatning hensynet til norske verdipapirforetaks konkurransesituasjon at kravet om tilbakebetaling innen én måned, oppheves, jf. lovutkastet § 9-6.

Del II Transparencydirektivet

Kapittel 11
Saklig og stedlig virkeområde

11.1 EØS-rett

11.1.1 Regulerte markeder for omsettelige verdipapirer

Det fremgår av transparencydirektivet art. 1 nr. 1 at kravene til periodisk og løpende rapportering gjelder for utstedere hvis «omsettelige verdipapirer» er tatt opp til handel («admitted to trading») på et regulert marked «situated or operating» innenfor EØS-området. Det vises til utredningens kapittel 6 for så vidt gjelder innholdet av begrepet «regulert marked». Bestemmelsene om periodisk og løpende rapportering gjelder ikke for omsettelige verdipapirer som bare omsettes på MHF, jf. utredningens kapittel 8.

Begrepet «utsteder» er definert i direktivet art. 2 nr. 1 bokstav d) og omfatter i utgangspunktet enhver offentlig eller privatrettslig juridisk enhet, herunder en stat, hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked. Direktivets bestemmelser kommer, som det fremgår, bare til anvendelse overfor utstedere av omsettelige verdipapirer. Det vises i direktivet art. 2 nr. 1 a) til definisjonen av omsettelige verdipapirer i MiFID art. 4 nr. 18. Definisjonen er nærmere omtalt i utredningens kapittel 2. Det er videre i direktivet fastslått at pengemarkedsinstrumenter som angitt i MiFID art. 4. nr. 19 med en løpetid på mindre enn 12 måneder (for eksempel sertifikater), faller utenfor direktivets anvendelsesområde, slik at det vil være opp til den nasjonale lovgiver å avgjøre hvilke rapporteringsplikter utstedere av slike instrumenter skal underlegges, jf. art. 2 nr 1 bokstav a) sammenholdt med art. 1 nr. 1. Når det gjelder direktivets regler om flaggeplikt, vil både aksjer og omsettelige verdipapirer som gir rett til å erverve allerede utstedte aksjer omfattes av direktivet jf. utredningen kapittel 14.

Flere av direktivets bestemmelser omhandler «regulated information». Etter art. 2 nr. 1 bokstav k) er «regulated information» opplysninger som er informasjonspliktig etter transparency- og markedsmisbruksdirektivet, herunder nasjonale regler som gjennomfører sistnevnte direktiv. Dette betyr at bestemmelsene om offentliggjøring i transparencydirektivet art. 21 må gis tilsvarende anvendelse på opplysninger som skal offentliggjøres i medhold av børsforskriften kapittel 5 og 10, jf. kapittel 15 nedenfor.

11.1.2 Verdipapirfond

Det fremgår av direktivet art. 1 nr. 2 at direktivet ikke kommer til anvendelse på verdipapirfond og verdipapirfondsandeler «other than the closed-end type». Det avgjørende for direktivets anvendelse på verdipapirfondsandeler vil følgelig være hvorvidt det aktuelle verdipapirfond er å betegne som et «lukket fond» i direktivets forstand, i tillegg til at verdipapirfondsandelene må være opptatt til notering på et regulert marked.

11.2 Norsk rett

11.2.1 Regulerte markeder for omsettelige verdipapirer

Børsloven § 2-1 stiller krav om tillatelse for å kunne drive virksomhet som børs eller autorisert markedsplass, som er de to norske formene for regulerte markeder. Det er i dag kun Oslo Børs som er gitt konsesjon som verdipapirbørs etter børsloven § 2-1. Det er ikke gitt konsesjon til autoriserte markedsplasser for omsettelige verdipapirer. Den nordiske kraftbørsen Nord Pool er gitt konsesjon som børs for omsetning av elektrisk kraft og kraftderivater. IMAREX er gitt konsesjon etter børsloven § 2-1 som autorisert markedsplass for handel med derivater tilknyttet skipsfartskontrakter. Verken Nord Pool eller IMAREX vil bli omfattet av direktivets bestemmelser siden ingen av disse driver handel med omsettelige verdipapirer. Det vises til utredningens kapittel 6 for en nærmere omtale av norske regulerte markeder.

11.2.2 Løpende og periodisk informasjonsplikt

Regler om informasjonsplikt for utstedere av noterte omsettelige verdipapirer finnes i børsloven §§ 5-7 og 6-8. Det følger av børsloven § 5-7, sam-

menholdt med børsloven § 6-8, at en utsteder av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på børs eller autorisert markedsplass, skal offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av instrumentene, og sende slike opplysninger inn til den børs eller autoriserte markedsplass der instrumentene er notert etter nærmere regler fastsatt av departementet. Det er i medhold av børsloven § 5-7 gitt nærmere regler for henholdsvis aksje- og obligasjonsutsteder i børsforskriften av 17. januar 1994 nr. 30 kapittel 5 (løpende informasjonsplikt for aksjeutstedere), 6 (periodisk informasjonsplikt for aksjeutstedere) og 10 (løpende og periodisk informasjonsplikt for obligasjonsutstedere).[1] Etter børsforskriften §§ 6-2 og 10-9 skal låntager med børsnoterte aksjer/obligasjoner avlegge årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter i henhold til regnskapslovgivningen og bestemmelser fastsatt i børsforskriften, jf. nærmere i pkt.13.1 og 13.2 nedenfor.

11.2.3 Flagging

Investorers flaggeplikt er regulert i vphl. §§ 3-2 og 3-3 annet ledd. Etter førstnevnte bestemmelse skal det sendes melding til børsen om erverv av aksjer og/eller rettigheter til aksjer som er notert på norsk børs når erververens andel av aksjekapitalen eller stemmene når opp til eller passerer 1/20, 1/10, 1/5, 1/3, ½, 2/3 eller 9/10. Flaggeplikten i § 3-2 gjelder tilsvarende ved avhendelse av aksjer der nevnte grenser passeres, jf. annet ledd. Det er i § 3-2 sjette ledd gitt regler om konsolidering av nærståendes eierandeler. Flaggeplikten gjelder tilsvarende for erverv og avhendelse av grunnfondsbevis, jf. § 3-2 siste ledd. Det nærmere innholdet av flaggemeldingen er regulert i vphl. § 3-3 annet ledd.

11.2.4 Verdipapirfond

Verdipapirfond og verdipapirfondsandeler er i norsk rett regulert av verdipapirfondloven av 12. juni 1981 nr. 52 (vpfl.). Hovedregelen i vpfl. er at andelseiere i verdipapirfond har rett til løpende innløsning av sine andeler, jf. vpfl. § 6-9. I vpfl. § 6-9 siste ledd er det fastslått at tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av fond som er åpent for innløsning av andeler i en begrenset periode. Det følger videre av vpfl. § 6-7 første punktum at verdipapirfond skal være åpent for utstedelse av andeler på alle dager børser som er relevante for fondet er åpne for handel, men tilsynsmyndigheten kan gi samtykke til etablering av fond som er åpent for utstedelse av andeler i en begrenset periode, jf. vpfl. § 6-7. Det er fremmet forslag til nye regler i vpfl. der det åpnes for at såkalte spesialfond på et bestemt forhåndsangitt tidspunkt kan lukkes helt for ytterligere tegninger og for innløsningskrav, jf. forslag til ny vpfl. § 10-3 nr. 4 og 5.[2] Det er flere såkalte «exchange traded funds» notert på Oslo Børs. Andelshaverne i disse fondene kan på nærmere vilkår kreve sine andeler innløst.

11.3 Utvalgets vurdering

11.3.1 Generelt

Utvalget antar at det for norske forholds vedkommende i det vesentligste vil være utstedere av aksjer, gjeldsinstrumenter og grunnfondsbevis opptatt til handel på et regulert marked som berøres av direktivets bestemmelser. Enkelte av direktivets rapporteringsregler vil også gjelde for utstedere som kun har avledede rettigheter til slike verdipapirer opptatt til handel på regulert marked, som eksempelvis tegningsretter og såkalte «covered warrants».

11.3.2 Lovmessig plassering av rapporteringsbestemmelser

Utvalget foreslår at rapporteringsforpliktelsene til utstedere hvis omsettelige verdipapirer er eller er søkt opptatt til handel på et regulert marked, samles ett sted. Mer konkret foreslår utvalget at det i vphl. nytt kapittel 5 inntas regler om løpende og periodisk rapportering, samt om andre informasjonspliktige opplysninger, jf. transparencydirektivet art. 16. I tillegg foreslås det at prospektdirektivet art. 10 (årlig oversikt fra utstedere over offentliggjort informasjon) tas inn i kapittel 5. Denne bestemmelsen finnes i dag i børsforskriften § 5-2, men hører systematisk hjemme sammen med lovens øvrige rapporteringsbestemmelser. Etter utvalgets skjønn bør de nærmere reglene om offentliggjøring av nevnte opplysninger også inntas i kapittel 5, jf. utredningen kapittel 15 nedenfor. Videre foreslår utvalget at direktivet art. 17 og 18 om informasjonsgivning til hhv. aksjonærer og långivere inntas her. Dette gir følgende systematikk i et nytt kapittel 5:

– Del 1 om løpende rapportering

[1] Se også kapittel 5 og 10 for regler om løpende rapportering av kurssensitive opplysninger.

[2] Se http://www.odin.dep.no/fin/norsk/dok/hoeringer/underbehandling/006061-080352/dok-bn.html

- Del 2 om periodisk rapportering og informasjon til aksjonærer mv.
- Del 3 om offentliggjøring
- Del 4 om likebehandling

Gitt at anvendelsesområdet til de ulike reglene ikke er det samme, foreslår utvalget at det inntas bestemmelser om dette i hver av delene. Det vises til omtalen i det følgende.

Utvalget foreslår at direktivets regler om flagging gjennomføres i vphl. nytt kapittel 4 om meldeplikt, jf. dagens kapittel 3. Det vises til utredningen pkt.14.1 nedenfor.

11.3.3 Løpende informasjonsplikt

Utvalget foreslår at gjeldende regler om løpende informasjonsplikt videreføres med små justeringer. Disse reglene finnes i dag i børsforskriften kapittel 5 og 10, jf. børsloven § 5-7 og er gitt for å gjennomføre art. 6 i direktiv 2003/6/EF (markedsmisbruksdirektivet). Anvendelsesområdet for disse bestemmelsene er videre enn transparencydirektivet. Utvalget foreslår i denne forbindelse en ny § 5-1:

> «§§ 5-2 og 5-3 gjelder for utstedere hvis finansielle instrumenter er eller er søkt opptatt til handel på norsk regulert marked.»

11.3.4 Periodisk rapportering mv.

Generelt om virkeområde

Transparencydirektivet gjelder etter art. 1 nr. 1 for omsettelige verdipapirer som er opptatt til handel på regulert marked. For så vidt gjelder reglene i del 2 om periodisk rapportering, foreslår utvalget en ny § 5-4 om virkeområde. Etter forslaget gjelder reglene for «omsettelige verdipapirer» som er opptatt til handel på et «regulert marked». Utvalget presiserer at førstnevnte begrep omfatter sertifikater, jf. art. 2 nr. 1 bokstav a) hvoretter medlemslandene kan avgjøre om rapporteringsbestemmelsene skal gjelde for disse. En slik tilnærming er i tråd med gjeldende rett.

Enkelte av bestemmelsene i lovutkastets kapittel 5 del 2 vil bare være aktuelle for aksje- og obligasjonsutstedere, jf. lovutkastet §§ 5-8 flg. Dette er i samsvar med direktivet, jf. artiklene 16, 17 og 18. Forslaget til ny § 5-4 må leses i lys av art. 2 nr. 1 bokstav i) og j) som definerer hhv. hjem- og vertstat, samt art. 19 om hjemstatskontroll. Det vises til lovutkastet, samt omtalen av hjem-/vertstatsreguleringen i pkt. 12.3. Utvalget foreslår at unntakene fra direktivets rapporteringsregler, jf. art. 8, inntas som fjerde ledd i ny § 5-4. Unntakene er omtalt i utredningens pkt. 14.4.

Verdipapirfond

Direktivets bestemmelser skal etter art. 1 nr. 2 komme til anvendelse på «lukkede fond» dersom verdipapirfondsandelene er opptatt til notering på et regulert marked. Fond med begrensninger i forhold til tegning og innløsning som gjeldende regler i vpfl. §§ 6-7 og 6-9 åpner for, er etter utvalgets vurdering ikke å betrakte som «lukkede fond» i direktivets forstand, selv om disse etter vpfl. § 7-3 annet ledd skal betegnes som verdipapirfond med lukket inngang eller utgang.[3] Etter forslaget til § 5-4 fjerde ledd skal vphl. nye §§ 5-5 til 5-11 ikke gjelde for utstedere av verdipapirfond. På bakgrunn av at det vil kunne bli aktuelt å åpne for at verdipapirfond på et bestemt tidspunkt lukkes helt for ytterligere tegninger og innløsningskrav, foreslår utvalget at det inntas en hjemmel til slutt i § 5-4 fjerde ledd hvoretter det kan fastsettes bestemmelser om rapporteringsreglenes anvendelse overfor verdipapirfond som er opptatt til notering på et regulert marked.

Grunnfondsbevis

Utvalget antar på generelt grunnlag at gjeldende regulering av grunnfondsbevis bør videreføres. Det vises til lovutkastet til ny § 5-4 femte ledd. Bestemmelsene i § 5-5 flg. som gjelder for aksjeutstedere, vil med dette gis tilsvarende anvendelse på utstedere av grunnfondsbevis.

11.3.5 Flagging

Transparencydirektivets regler i kapittel 3 om flagging gjelder som utgangspunkt aksjer og enkelte rettigheter til aksjer. Utvalget foreslår at virkeområdet til flaggebestemmelsene fremgår av vphl. ny § 4-2 (som erstatter dagens § 3-2). Også her vil direktivets hjem- og vertstatsregulering komme til anvendelse. Som i dag bør de norske flaggereglene omfatte grunnfondsbevis. Det vises til omtalen i utredningen kapittel 14.

[3] Tilsvarende forståelse er lagt til grunn i rapport av 1. juni 2004 avgitt av arbeidsgruppe nedsatt for å utarbeide forslag til gjennomføring direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet) på s. 26 flg.

Kapittel 12
Hjem-/vertstatsregulering

12.1 EØS-rett

Det fremgår av art. 3 nr. 1 at hjemstaten vil kunne pålegge utstedere, aksjonærer og fysiske og juridiske personer som angitt i direktivet art. 10 og 13, strengere krav enn de som følger av direktivet. Det fremgår videre av art. 3 nr. 2 bokstav a) at man i de tilfellene der man er vertstat ikke vil kunne stille strengere krav til fremleggelse av opplysninger ved opptak av omsettelige verdipapirer til notering enn de som følger av direktivet. En vertstat kan heller ikke pålegge aksjonærer, eller fysiske eller juridiske personer som angitt i art. 10 eller 13, strengere krav enn de som følger av direktivet, jf. art. 3 nr. 2 bokstav b). I de tilfeller der man har hjemstatskompetanse er således direktivet et såkalt minimumsdirektiv, mens det i vertstatstilfellene vil være krav om fullharmonisering.

Begrepene hjemstat og vertstat er definert i direktivet art. 2 bokstav i). I forhold til utstedere av aksjer, og utstedere av gjeldsinstrumenter som på utstedelsestidspunktet har en pålydende pr. enhet på mindre enn 1000 euro, eller tilnærmet identisk med eller mindre enn 1000 euro ved angivelse i annen valuta, er hjemstaten den medlemsstat hvor utstederen har sitt vedtektsbestemte sete, jf. art. 2 nr. 1 bokstav i) (i). Dersom utstederselskapet er stiftet i et tredjeland utenfor EØS-området, er hjemstaten den medlemsstat hvor utstederen skal innsende de årlige opplysninger til den kompetente myndighet i henhold til art. 10 i direktiv 2003/71/EF (prospekt). Hjemstaten vil i disse tilfellene være den staten innenfor EØS-området der det først søkes om opptak av de omsettelige verdipapirene til handel på et regulert marked, jf. direktiv 2003/71/EF art. 2 nr. 1 bokstav m) (iii).

For andre utstedere enn de som er angitt i art. 2 nr. 1 bokstav i) (i) kan utstederselskapet selv foreta et hjemstatsvalg blant den staten der utstederselskapet har sitt vedtektsbestemte sete og andre medlemsstater der utsteder har gjeldsinstrumentene opptatt til handel på et regulert marked jf. art. 2 nr. 1 bokstav i) (ii). Bestemmelsen gjelder for utstedere av gjeldsinstrumenter som på utstedelsestidspunktet har en pålydende pr. enhet på mer enn 1000 euro (eller tilsvarende verdi på utstedelsestidspunktet hvis annen valuta). Utsteder kan kun velge én stat som sin hjemstat, og hjemstatsvalget skal være gyldig for minst tre år med mindre gjeldsinstrumentene ikke lenger er opptatt til notering på noe regulert marked innenfor EØS-området. Etter det utvalget forstår, må alle utstedere hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel i EØS, velge en hjemstat (hvis de har en slik valgadgang). Dette betyr at samtlige utstedere vil ha en hjemstat i en EØS-stat (og være underlagt en hjemstatsregulering), og at enkelte vil ha både hjem- og vertstat. Tilsvarende forståelse er så vidt utvalget er kjent med, lagt til grunn i de andre nordiske landene.

Art. 2 nr. 1 bokstav j) definerer begrepet «vertstat» som enhver annen medlemsstat enn hjemstaten hvor verdipapirene er opptatt til handel på et regulert marked.

Transparencydirektivet har i art. 19 regler om hjemstatskontroll. Bestemmelsene er relevante ved vurderingen av direktivets hjem-/vertstatsregulering, jf. art. 19 nr. 1 første ledd:

> «Whenever the issuer, or any person having requested, without the issuer's consent, the admission of its securities to trading on a regulated market, discloses regulated information, it shall at the same time file that information with the competent authority of its home Member State. That competent authority may decide to publish such filed information on its Internet site.»

En utsteder (eventuelt annen person som har søkt om opptak til handel) som offentliggjør «regulated information» skal som det fremgår sende opplysningene til den kompetente myndigheten i hjemstaten. Tilsynsmyndigheten kan velge å offentliggjøre opplysningene på sin hjemmeside. Art. 19 gjelder generelt, det vil si også i vertstatstilfellene. Dette betyr for eksempel at en svensk utsteder med verdipapirer opptatt til handel i Norge - i tillegg til å offentliggjøre «regulated information» på en effektiv måte i hele EØS, jf. art. 21 - skal sende opplysningene til den svenske kompetente myndigheten. Også flaggemeldinger skal sendes hjemstatens kompetente myndighet, jf. art.

19 nr. 3. Utstedere kan fritas fra plikten til å sende opplysninger til den kompetente myndigheten, for så vidt gjelder «information disclosed in accordance with Article 6 of Directive 2003/6/EC or Article 12 (6) of this Directive», jf. art. 19 nr. 3. Medlemsstatene kan med dette bestemme at opplysninger som offentliggjøres i medhold av markedsmisbruksdirektivet, samt flaggemeldinger, ikke må sendes tilsynsmyndigheten i hjemstaten. Slike opplysninger må imidlertid offentliggjøres, jf. art. 21 omtalt i utredningens pkt. 15.1

12.2 Norsk rett

De gjeldende norske regler oppstiller på en del punkter strengere krav til periodisk og løpende rapportering enn det som fremgår av direktivet, men det er også slik at direktivet på enkelte punkter innfører nye krav som i dag ikke følger av gjeldende regelverk. Norsk rett har som utgangspunkt intet skille mellom norske og utenlandske utstedere for så vidt gjelder rapportering og flagging.

12.3 Utvalgets vurdering

12.3.1 Generelt

Direktivet gir i art. 3 nr. 1 utstederens hjemstat adgang til å ha strengere krav vedrørende periodisk og løpende rapportering enn de krav som fremgår av direktivet. En vertstat har derimot ikke adgang til å pålegge strengere krav enn de som følger av direktivet, og dette gjelder selv om utstederselskapet er pålagt strengere opplysningskrav enn de som følger av direktivet i sin hjemstat, jf. art. 3 nr. 2. Utvalget antar imidlertid at utstedere som søker om opptak av sine omsettelige verdipapirer til notering i en vertstat, gjennom kursnoteringsavtalen må kunne pålegges andre forpliktelser i forhold til periodisk og løpende rapportering enn de krav som følger av direktivet, forutsatt at lovgivningen ikke pålegger de regulerte markeder å stille slike strengere krav, jf. NOU 1999: 3 side 210.

Når det gjelder spørsmålet om hvorvidt utvalget vil foreslå å ha strengere regler enn de som følger av direktivet overfor utstedere der man har hjemstatskompetanse, antas det på generelt grunnlag å være hensiktmessig å beholde enkelte norske særbestemmelser for så vidt gjelder flagging (for eksempel at det skal flagges straks, jf. vphl. dagens § 3-2 femte ledd (jf. ny § 4-2 sjette ledd). Tilsvarende krav i direktivet fremkommer av art. 12 nr. 2 hvor det heter «as soon as possible, but not later than four trading days»). Videre ser utvalget det som naturlig at kravene til delårsrapportering videreføres i hjemstatstilfellene. Det vises til drøftelsene i det følgende for så vidt gjelder den nærmere vurderingen av om en bør ha strengere regler der Norge har hjemstatskompetanse.

12.3.2 Nærmere om hjemstats- og vertstatsreguleringen

12.3.2.1 Periodisk rapportering, informasjon til aksjonærer mv.

Hjemstatsregulering

All den tid utvalget finner det hensiktsmessig å videreføre enkelte av de norske reglene som er strengere enn direktivet, må bestemmelsen i art. 2 nr. 1 bokstav i) og j) om skillet mellom hjem-/vertstat gjennomføres. Direktivet er på dette punktet detaljert og relativt teknisk, noe som naturlig nok vil ha innvirkning på den norske gjennomføringsbestemmelsen.

Utvalget foreslår som nevnt at virkeområde for reglene om periodisk rapportering, informasjon til aksjonærer mv, angis i vphl. ny § 5-5. Første og annet ledd i forslaget lyder:

> «(1) §§ 5-5 til 5-11 gjelder for utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked.
>
> (2) Norge er hjemstat for norske utstedere av aksjer, obligasjoner hvis pålydende pr. enhet er mindre enn 1000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta og utstedere fra land utenfor EØS som er forpliktet til å registrere opplysninger i medhold § 5-11 første ledd. Norge er i tillegg hjemstat for utsteder som ikke omfattes av forrige punktum såfremt utstederen:
> 1. har valgt Norge som hjemstat, og
> 2. er fra et EØS-land og dennes omsettelige verdipapirer et tatt opp til handel på et regulert marked.
>
> Slik utsteder må enten være norsk eller ha sine omsettelige verdipapirer opptatt til handel på norsk regulert marked. Valget av Norge som hjemstat skal gjelde i minst tre år med mindre de omsettelige verdipapirene ikke lenger er opptatt til handel på et regulert marked.»

Etter forslaget til første ledd gjelder reglene i vphl. nye §§ 5-4 til 5-11 for utstedere med Norge som hjemstat. Nevnte bestemmelser omhandler:

a) plikt til å avlegge årsrapport, jf. ny § 5-5,
b) plikt til å avlegge delårsrapporter, jf. ny § 5-6,
c) utstedere fra land utenfor EØS, jf. ny § 5-7,
d) endrede rettigheter, status for åpne lån, jf. ny § 5-8,

e) informasjon til aksjonærer, jf. ny § 5-9,
f) informasjon til långivere, jf. ny § 5-10, og
g) endringer i aksjekapitalen og stemmerettigheter, jf. ny § 5-11.

Bestemmelsene vil ikke gjelde der Norge er vertstat, jf. nedenfor.

Vertstatsregulering

Utvalget har vært i tvil med hensyn til hvilken regulering som bør foreslås i verdipapirhandelloven for vertstatstilfellene. Samtlige utstedere av omsettelige verdipapirer opptatt til handel i EØS, vil ha en medlemsstat som hjemstat. Utstedere med Norge som vertstat, vil derved ha en kompetent hjemstatsmyndighet å forholde seg til og en bakenforliggende hjemstatsregulering. Det er ikke adgang til å fastsette regler som er strengere enn direktivet der Norge er vertstat.

Transparencydirektivet bygger i likhet med MiFID og prospektdirektivet på prinsippet om hjemstatskontroll. Norske myndigheter vil derfor ikke kunne føre noen kontroll med den periodiske rapporteringen til utstederforetak med Norge som vertstat[1]. Utstederforetak med Norge som vertstat skal i tillegg til å offentliggjøre «regulated information», sende opplysningene til hjemstatens kompetente myndighet, jf. art. 19[2]. Norske myndigheter vil derved ikke motta års- og delårsrapporter mv. som utarbeides av foretak med Norge som vertstat.

Gitt direktivets regler om hjemstatskontroll i art. 19, jf. forbudet mot strengere regler i vertstatstilfellene i art. 3 nr. 2, finner utvalget det naturlig at norsk rett ikke skal regulere innholdet til den periodiske finansielle rapporteringen til utstedere med Norge som vertstat. Utvalget finner det lite hensiktsmessig at norsk rett skal stille krav til denne rapportering når det ikke kan føres et tilsyn med at innholdskravene etterleves. Etter utvalgets vurderinger bør det i vertstatstilfellene vises til hjemstatens regulering, jf. lovutkastet ny § 5-4 tredje ledd:

> «Utstedere med Norge som vertstat skal følge hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder forholdene regulert i §§ 5-5 til 5-11. Norge er vertstat for utstedere med annet EØS-land som hjemstat hvis verdipapirer er opptatt til handel på norsk regulert marked.»

Som det fremgår vil Norge være vertstat for utstedere med annet EØS-land som hjemstat, forutsatt at utstedernes omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på et norsk regulert marked. Til illustrasjon vil et svensk utstederforetak som alene er opptatt til handel på Oslo Børs, ha Sverige som hjemstat og Norge som vertstat. Etter forslaget til tredje ledd vil en slik utsteder være underlagt svensk rett for så vidt gjelder utarbeidelse av års- og delårsrapporter, endringer av rettigheter knyttet til aksjer, status for åpne lån, informasjon til aksjonærer og långivere, samt opplysninger om aksjekapitalendringer, jf. §§ 5-4 til 5-11. Etter MiFID art. 40 vil regulerte markeder ha en plikt til å påse at utstedere etterlever sine rapporteringsforpliktelser, jf. dets art. 40 nr. 3 omtalt i utredningen pkt. 7.1.

Utvalget bemerker at en slik reguleringsmåte er ny i verdipapirhandelloven. En slik tilnærming er likevel i tråd med direktivet. En innvending mot denne løsningen kan umiddelbart synes å være at norske investorer ikke vil ha samme tilgang til opplysninger som investorer i foretakets hjemstat. Videre kan det hevdes å være lite naturlig at en utsteder skal kunne være opptatt til handel på norsk regulert marked uten at norske myndigheter fører tilsyn med foretakets periodiske finansielle rapportering. Med hensyn til førstnevnte skal norske investorer i et «vertstatsforetak», som utgangspunkt være like godt stilt som investorer fra foretakets hjemstat med hensyn til tilgang til «regulated information». Det følger av art. 20 at utstedere skal sørge for en effektiv offentliggjøring av opplysninger som i rimelig grad sikrer tilgang i hele EØS-området. Art. 20 er nærmere omtalt i utredningen pkt.15.1 nedenfor. Når det gjelder sistnevnte innvending er det å bemerke at gjeldende norske regler om kontroll med finansiell rapportering, kun omfatter norske utstedere, jf. vphl. § 12-1 tredje ledd. Når det gjelder kontroll av periodisk finansiell rapportering bygger altså norsk rett allerede på et hjemstatsprinsipp.

Utvalget bemerker at reglene om løpende informasjonsplikt (det vil si bestemmelsene om offentliggjøring av kurssensitive opplysninger), ikke inneholder noen sondring mellom hjem- og vertstatstilfellene. Utstedere fra andre land som er opptatt til handel på norsk regulert marked vil derved være underlagt reglene om løpende informasjonsplikt på lik linje med norske utstedere, jf. forslaget til ny § 5-1.

[1] Jf. likevel art. 21 nr. 3, som er omtalt i utredningen kapittel 16.

[2] Etter art. 19 nr. 3 vil flaggepliktige investorer i en utsteder med Norge som vertstat, kun sende flaggemeldinger til utstederforetakets hjemstat.

12.3.2.2 Flagging

Utvalget finner det i tråd med ovennevnte naturlig å foreslå at norske flaggeregler skal gjelde i forhold til utstedere av omsettelige verdipapirer opptatt til handel på regulert marked med Norge som hjemstat. Det vises til pkt. 14.1.3 nedenfor for en nærmere omtale av lovutkastet § 4-2.

Kapittel 13
Periodisk rapportering

13.1 Årlig rapporteringsplikt

13.1.1 EØS-rett

Etter direktivet art. 4 nr. 1 skal en utsteder senest fire måneder etter utgangen av hvert regnskapsår offentliggjøre en årsrapport («annual financial report»), og sørge for at den forblir offentlig tilgjengelig i minst fem år. Plikten til offentliggjøring av en årsrapport gjelder for utstedere av omsettelige verdipapirer som definert i direktivet art. 2 nr. 1 bokstav d), som er opptatt til notering på et regulert marked. Direktivet har utover fristen på fire måneder, ingen nærmere regulering av når årsrapporten skal fastsettes. Det kan med dette oppstilles krav i nasjonal rett om når årsregnskapet mv. skal vedtas av generalforsamlingen, jf. nedenfor.

Det følger av direktivet art. 4 nr. 2 at årsrapporten som utsteder skal offentliggjøre skal inneholde:

a) revidert årsregnskap
b) årsberetning («the management report»)
c) en erklæring fra de ansvarlige personer hos utsteder, med tydelig angivelse av navn og stillingsbetegnelse, om at, etter deres beste overbevisning, årsregnskapet er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarder og at opplysningene i regnskapet gir et rettvisende bilde av foretaket og konsoliderte foretaks eiendeler, gjeld, finansiell stilling og resultat som helhet, og at årsberetningen gir et rettvisende bilde av den forretningsmessige utviklingen og resultatet til foretaket og konsoliderte foretak, sammen med en beskrivelse av sentrale risiko- og usikkerhetsfaktorer virksomheten står overfor.

Når det gjelder innholdet av årsrapporten, heter det i art. 4 nr. 2 bokstav a) «audited financial statements». Etter ordlyden er det ikke umiddelbart klart om det her er snakk om styrets forslag til årsregnskap eller det endelige årsregnskapet vedtatt av generalforsamlingen. Lest i sammenheng synes det imidlertid klart at art. 4 omhandler styrets forslag til årsregnskap.

Det fremgår av direktivet art. 4 nr. 3 at hvor utsteder er pålagt å utarbeide konsernregnskap i henhold til direktiv 83/349/EF om konsoliderte regnskaper (syvende selskapsrettsdirektiv), skal årsregnskapet utarbeides i henhold til forordning 1606/2002/EF om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder (IFRS-forordningen). Årsregnskapet til morselskapet skal utarbeides i overensstemmelse med nasjonal lovgivning i den medlemsstaten der morselskapet er stiftet («incorporated»). Hvor utsteder ikke er pålagt å utarbeide konsernregnskap følger det av art. 4 nr. 3 annet ledd at årsregnskapet skal bestå av regnskapet utarbeidet i samsvar med nasjonal lovgivning i den medlemsstaten der selskapet er stiftet.

Det fremgår av art. 4 nr. 4 første ledd at årsregnskapet skal være gjenstand for revisjon i overensstemmelse med art. 51 og 51a i fjerde rådsdirektiv 78/660/EF (fjerde selskapsrettsdirektiv), og hvis utsteder er pålagt å utarbeide konsernregnskap, i overensstemmelse med art. 37 i direktiv 83/349/EF. Det fremgår videre av art. 4 nr. 4 annet ledd at revisjonsberetningen skal være undertegnet av den eller de personer som er ansvarlige for regnskapsrevisjonen og fremlegges i sin helhet til offentliggjøring sammen med årsrapporten.

Det fremgår av art. 4 nr. 5 at styreberetningen skal utarbeides i henhold til art. 46 i direktiv 78/660/EF, og hvis utsteder er pålagt å utarbeide konsernregnskap, i henhold til art. 36 i direktiv 83/349/EF.

Etter art. 4 nr. 5 skal årsberetningen på selskapsnivå utarbeides i samsvar med art. 46 av direktiv 78/660/EF og på konsernnivå i samsvar med art. 36 av direktiv 83/349/EF.

Det fremgår av art. 4 nr. 5 at kommisjonen skal utarbeide nærmere bestemmelser vedrørende plikten til offentliggjøring av årsrapporten. Det er særlig fremhevet at kommisjonen skal utarbeide «technical conditions» for hvorledes årsrapporten, inkludert revisjonsberetningen, skal forbli offentlig tilgjengelig. Det åpnes også for at kommisjonen kan foreta tilpasninger i forhold til den femårsperiode som er angitt i art. 4 nr. 1. Det er i direktivutkastet til utfyllende regler (ESC/34/2005) ikke

inntatt forslag til nærmere bestemmelser om årsrapport.

13.1.2 Norsk rett

Regnskapsplikt og bruk av internasjonale regnskapsstandarder

De alminnelige reglene om regnskapsplikt, utarbeidelse av årsregnskap mv. følger av regnskapsloven (lov av 17. juli 1998 nr. 56) kapittel 1 og 3. Regnskapsloven gjelder generelt, dvs. både for foretak hvis verdipapirer er og ikke er opptatt til handel på et regulert marked. Regnskapspliktige er i § 1-2 definert som blant annet allmennaksjeselskap, statsforetak, finansinstitusjoner og verdipapirfond. Regnskapspliktige foretak skal etter regnskapsloven §§ 3-1 og 3-2 utarbeide årsregnskap og årsberetning på henholdsvis selskaps- og konsernnivå. Årsregnskapet og årsberetningen skal som hovedregel fastsettes innen seks måneder etter regnskapsårets slutt, jf. § 3-1 første ledd annet punktum.

Regnskapsloven § 3-9 gjennomfører forordning 1606/2002/EF (IFRS-forordningen) om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder. Det er i forordningen forutsatt at det skal utarbeides et konsernregnskap, jf. art. 4. De nærmere vilkårene knyttet til om det skal utarbeides et konsernregnskap er med andre ord regulert i nasjonal rett. Det er i regnskapsloven § 3-1 tredje ledd gjort unntak fra en rekke av regnskapslovens bestemmelser for foretak som omfattes av lovens § 3-9 (dvs. foretakene som anvender internasjonale regnskapsstandarder), for eksempel § 3-2a om rettvisende bilde og § 3-6 om konsernregnskap.

Etter regnskapsloven § 3-5 skal samtlige styremedlemmer og daglig leder undertegne årsregnskap og årsberetning.

Børsforskriftens regler om årsregnskap mv.

Særlige regler om informasjonsplikt for utstedere av noterte omsettelige verdipapirer finnes i børsloven §§ 5-7 og 6-8. Det er i medhold av børsloven § 5-7 gitt nærmere regler for henholdsvis aksje- og obligasjonsutsteder i børsforskriften (forskrift av 17. januar 1994 nr. 30) kapittel 6 og 10. Det fremgår av børsforskriften § 6-2 at selskap med børsnoterte aksjer skal avlegge årsregnskap og årsberetning i henhold til regnskapslovgivningen og bestemmelser fastsatt i børsforskriften. Delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, skal vedtas av selskapets styre innen tre måneder etter regnskapsårets utgang, og sendes børsen straks de er vedtatt av styret, jf. børsforskriften §§ 6-3 og 6-4. Etter forskriften § 6-5 første ledd skal styrets forslag til årsregnskap og årsberetning sendes børsen, som skal offentliggjøre melding om at dokumentene er mottatt og hvor de er tilgjengelige. Det er i § 6-5 første ledd ikke fastsatt noen frist for denne innsendelsen, men lest i sammenheng med § 6-4 om innsendelse av delårsrapporter er det rimelig å anta at styrets forslag skal sendes børsen straks det er vedtatt. Børsforskriften § 6-6 inneholder regler om visse tilleggsopplysninger for årsregnskapet til børsnoterte aksjeutstedere. Det skal i resultatregnskapet gis tilsvarende tall for de to foregående årsregnskapene, mens det i balansen skal gis tilsvarende tall fra foregående årsregnskap. Om nødvendig skal tallene omarbeides for å bli sammenlignbare. I den grad norske selskaper avlegger årsregnskap også etter andre regnskapsprinsipper, skal disse regnskapene oversendes børsen senest samtidig med offentliggjøring, jf. § 6-6 femte ledd.

Det fremgår av børsforskriften § 10-9 at låntager med børsnoterte obligasjoner skal utarbeide årsregnskap og årsberetning i samsvar med regnskapsloven og børsforskriften (likevel slik at utenlandske utsteder kan rapportere etter alminnelig aksepterte regnskapsstandarder). Etter § 10-10 skal styret eller tilsvarende organs forslag til årsregnskap og årsberetning foreligge innen tre måneder etter regnskapsårets slutt. Nærmere regler om innsendelse til børsen og offentliggjøring følger av § 10-11. Det er i forskriften § 10-12 første ledd inntatt en bestemmelse som tilsvarer § 6-6 femte ledd, jf. over. Børsen kan etter § 10-13 gjøre unntak fra §§ 10-9 til 10-12 dersom særlige forhold tilsier det.

Kredittilsynets kontroll av norske utstederes finansielle rapportering

Kredittilsynet fører etter vphl. § 12-1 tredje ledd kontroll med at den finansielle rapporteringen til norske utstedere hvis omsettelige verdipapirer er eller søkes notert på børs, autoriser markedsplass eller et regulert marked i en annen EØS-stat, er i samsvar med lov og forskrift. Finansielle rapportering innbefatter blant annet årsregnskap, årsberetning og delårsrapporter. Det er i medhold av vphl. §§ 12-1 tredje ledd og 12-2 sjette ledd, fastsatt en forskrift av 13. oktober 2005 (regnskapskontrollforskriften) om Kredittilsynets kontroll. Det vises til utredningen kapittel 21.

13.1.3 Utvalgets vurdering

Generelt

Norsk rett tilfredsstiller langt på vei kravene i direktivet art. 4. Utvalget viser i denne forbin-

delse til at IFRS-forordningen er gjennomført i norsk lov, i likhet med fellesskapsreglene om revisjon og regnskap mv. På enkelte punkter er det ikke samsvar mellom transparencydirektivet art. 4 og norsk rett. Uavhengig av dette har norsk rett en noe fragmentert regulering av utstederes periodiske finansielle rapportering. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at de relevante bestemmelsene samles i verdipapirhandelloven, jf. lovutkastet §§ 5-5 og 5-6.

For så vidt gjelder utarbeidelse og offentliggjøring av årsrapport foreslår utvalget en ny § 5-5 til gjennomføring av art. 4. Norsk rett inneholder i dag ikke begrepet «årsrapport», men dette synes å være en hensiktsmessig oversettelse av direktivet «annual financial reports». I den danske direktivversjonen benyttes «årsrapporten».

Lovutkastet § 5-5 vil gjelde for utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked, jf. lovutkastet § 5-4 omtalt i utredningen pkt. 12.3. Utstedere med Norge som vertstat vil være pålagt å utarbeide og offentliggjøre årsrapport i samsvar med hjemstatens lovgivning. Utvalget antar at lovutkastet § 5-5 vil være mest praktisk for aksje- og obligasjonsutstedere (herunder grunnfondsbevisutstedere), men foreslår i tråd med direktivet at utstedere av omsettelige verdipapirer opptatt til handel på regulert marked, underlegges rapporteringsforpliktelsen, jf. lovutkastet §§ 5-5 første ledd og 5-4 første ledd.

Plikten til å utarbeide og offentliggjøre årsrapport

Etter lovutkastet § 5-5 første ledd skal utsteder avlegge årsrapport i henhold til regnskapslovgivningen og bestemmelser fastsatt i og i medhold av verdipapirhandelloven. Dette er langt på vei en videreføring av dagens systematikk, jf. børsforskriften §§ 6-2 første ledd og 10-9 første ledd, og medfører at regnskapslovgivningen vil avgjøre spørsmål om konsolidering, «rapporteringsspråk» mv. En slik tilnærming er i samsvar med direktivet. Også ikke-norske foretak vil kunne ha Norge som hjemstat, og for disse foretakenes del må henvisningen til «regnskapslovgivningen» forstås som en henvisning til nasjonal rett.

Utvalget foreslår at plikten til å offentliggjøre årsrapporten fremkommer av lovutkastet § 5-5 tredje ledd:

> «Årsrapport og revisjonsberetning skal offentliggjøres sammen etter § 5-12 senest fire måneder etter regnskapsårets utgang. Utsteder skal sørge for at årsrapporten forblir offentlig i minst fem år.»

Som det fremgår, foreslås det at årsrapporten og revisjonsberetningen skal offentliggjøres sammen. Dette er i samsvar med direktivet, jf. art. 4 nr. 4 annet ledd. De nærmere kravene til revisors oppgaver vil være regulert i revisorloven.

Etter gjeldende rett skal styrets forslag til årsregnskap vedtas innen tre måneder etter regnskapsårets utgang, jf. børsforskriften §§ 6-3 første ledd og 10-10. Direktivets frist for offentliggjøring av årsrapport er fire måneder, jf. art. 4 nr. 1. All den tid kravene til årsrapport etter direktivet er noe mer omfattende enn gjeldende rapporteringskrav, foreslår utvalget direktivets løsning. Det presiseres imidlertid at vilkåret om utarbeidelse og offentliggjøring av foreløpig årsregnskap for aksjeutstedere, det vil si delårsrapport for årets fjerde kvartal, fortsatt bør være to måneder, jf. lovutkastet § 5-6 og pkt. 13.2 nedenfor.

I tråd med direktivet foreslår utvalget at utsteder skal sørge for at årsrapporten forblir offentlig i minst fem år. Utsteder kan i denne forbindelse for eksempel ha årsrapporten tilgjengelig i elektronisk format på sin hjemmeside. Nærmere regler om offentliggjøring er foreslått i ny § 5-12 omtalt i utredningen pkt. 15.3. Det er ikke foreslått endringer i gjeldende bestemmelser om registrering av regnskapsopplysninger mv.

Innholdet av årsrapporten

Utvalget foreslår at de innholdsmessige kravene til årsrapporten fremkommer av ny § 5-4 annet ledd. Langt på vei foreslår utvalget her en ordrett gjennomføring av direktivet art. 4 nr. 2. Enkelte presiseringer er likevel hensiktsmessige. For det første bør det presiseres at årsrapporten skal bestå av styrets forslag til årsregnskap og årsberetning. Forslaget til årsregnskap skal være revidert. Utenlandske utstedere med Norge som hjemstat, vil kunne være underlagt særskilte krav til utarbeidelsen av årsberetningen, for eksempel at foretakets ledelse skal avgi denne. Bestemmelsen må leses i lys av dette, jf. henvisningen til «regnskapslovgivningen» i første ledd.

Transparencydirektivet har i art. 4 nr. 2 bokstav c), nærmere krav til erklæringer fra personene i foretaket som er ansvarlig for årsregnskapet. Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres som ny § 5-5 annet ledd bokstav c):

> «erklæring fra personene ansvarlig hos utstederen, med tydelig angivelse av navn og stillingsbetegnelse, om at årsregnskapet, etter deres beste overbevisning, er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarder og at opplysningene i regnskapet gir en rettvisende

oversikt over foretakets og konsoliderte foretaks eiendeler, gjeld, finansielle stilling og resultat som helhet, og at årsberetningen gir en rettvisende redegjørelse av utvikingen, resultatet og stillingen til foretaket og konsoliderte foretak, sammen med en beskrivelse av de mest sentrale risiko- og usikkerhetsfaktorer foretakene står overfor.»

Hensikten med erklæringen er å tydeliggjøre de aktuelle personenes ansvar for regnskapsavleggelsen. Erklæringen vil omhandle mange av de samme forholdene som årsberetningen, jf. regnskapsloven § 3-3a. Gitt de omfattende norske kravene til årsberetning og kravet om undertegning av årsregnskapet og årsberetningen, antar utvalget at regnskapspliktige etter regnskapsloven ikke behøver å utarbeide erklæring som nevnt. Utenlandske utstedere med Norge som hjemstat, må imidlertid avgi erklæring (og på grunn av disse må direktivbestemmelsen gjennomføres i norsk rett).

Det kan etter direktivet art. 4 nr. 2 bokstav c) synes noe uklart hvem som skal avgi erklæringen, jf. «persons responsible within the issuer». En tolkning er at personene med det overordnede ansvaret for regnskapsavleggelsen, typisk styret og daglig leder, skal avgi erklæringen. En annet alternativ er at disse personene og andre som rent faktisk har et ansvar for regnskapsavleggelsen, typisk finansdirektøren og «nøkkelregnskapsmedarbeidere», avgir erklæringen. Utvalget legger til grunn det første tolkningsalternativet. I norske utstederforetak vil styret ha det overordnede ansvar for årsregnskapet og årsberetningen, jf. regnskapsloven § 3-5 om undertegning av årsregnskap og årsberetning. Utvalget legger som nevnt til grunn at regnskapspliktige etter regnskapsloven ikke behøver å utarbeide slik erklæring. Med hensyn til utenlandske foretak med Norge som hjemstat, må erklæringen utarbeides av personene som er ansvarlige for regnskapsavleggelsen etter regnskapsreglene som gjelder for vedkommende utsteder.

Etter art. 4 nr. 2 bokstav c) skal personer ansvarlig for årsregnskapet erklære at regnskapet er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarder, samt at regnskapet gir et «true and fair view» av utstederen og konsoliderte foretaks eiendeler, gjeld mv. Videre skal personene erklære at årsberetningen inneholder en «fair review» av utviklingen til utstederen og konsoliderte foretak, samt en beskrivelse av viktige risikoelementer. Utvalget antar at «rettvisende bilde» er en adekvat oversettelse av «true and fair view». I regnskapsloven benyttes «rettvisende bilde» i § 3-2a, men denne bestemmelsen gjelder ikke for såkalte IFRS-foretak, jf. § 3-1 tredje ledd. Videre antar utvalget at «rettvisende oversikt» er adekvat oversettelse av «fair review». I regnskapsloven § 3-3a om årsberetningens innhold (som gjelder for IFRS-foretak), benyttes «rettvisende oversikt».

Konsernregnskap, revisjon og krav til årsberetning

Det er etter utvalgets vurdering ikke nødvendig å gjennomføre direktivet art. 4 nr. 3, 4 og 5 særskilt ettersom tilsvarende regulering allerede følger av norsk rett.

Videreføring av gjeldede norske bestemmelser

Etter forslaget til § 5-5 fjerde ledd videreføres børsforskriften § 6-5 annet ledd om revisors merknader med små justeringer. Videre foreslås det at § 6-5 tredje ledd om bedriftsforsamlingen eller representantskapets innsigelser videreføres. Bestemmelsene vil, som i dag, kun gjelde for norske utstedere. Utvalget har vurdert, men ikke funnet grunn til å innta noen generell adgang for kontrollmyndigheten (det vil si Kredittilsynet) til å dispensere fra rapporteringskravet i § 5-5. Slik dispensasjonsadgang finnes i dag i børsforskriften § 6-7. Adgangen bør imidlertid videreføres i regelen om delårsrapportering ettersom denne savner motstykke i direktivet, jf. lovutkastet § 5-6 syvende ledd.

Forskriftshjemmel

Til slutt i lovutkastet § 5-5 er det foreslått inntatt en forskriftshjemmel for nærmere regler om årsrapporten, herunder om innhold, avleggelse og hvordan denne skal offentliggjøres.

Kontroll av finansiell rapportering

Det vises til utredningen kapittel 21.

13.2 Halvårlig rapporteringsplikt

13.2.1 EØS-rett

Det følger av direktivet art. 5 nr. 1 at utsteder av aksjer eller gjeldsinstrumenter skal offentliggjøre en halvårsrapport, som dekker regnskapsårets første seks måneder, så snart som mulig og senest innen to måneder etter slutten av den relevante seks måneders periode. Plikten til å avlegge årsrapport etter art. 4 gjelder til forskjell «issuers» generelt. Utsteder skal sørge for at halvårsrapporten forblir offentlig tilgjengelig i minst fem år.

Etter art. 5 nr. 2 skal halvårsrapporten inneholde:

1. regnskapet i sammendrag
2. interim styreberetning
3. en erklæring fra de ansvarlige personer hos utsteder, med tydelig angivelse av navn og stillingsbetegnelse, om at, etter deres beste overbevisning, det sammenfattede årsregnskapet er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarder og at opplysningene i regnskapet gir et rettvisende bilde av foretaket og konsoliderte foretaks eiendeler, gjeld, finansiell stilling og resultat som helhet, og at årsberetningen gir et rettvisende bilde av den forretningsmessige utviklingen og resultatet til foretaket og konsoliderte foretak, sammen med en fornuftig beskrivelse av den informasjonen som kreves etter art. nr. 4.

Det følger av art. 5 nr. 3 første ledd at hvor utsteder er pålagt å utarbeide konsernregnskap, skal det sammenfattede regnskapet utarbeides i overensstemmelse med den internasjonale regnskapsstandard for delårsregnskaper (IAS 34). Dersom utsteder ikke er pålagt å utarbeide konsernregnskap fremgår det av art. 5 nr. 3 annet ledd at det sammenfattede regnskapet minst skal inneholde sammenfattede balansetall, sammenfattede tall over inntekt og tap inkludert forklarende noter vedrørende disse tall. Ved utarbeidelsen av disse postene skal utsteder benytte samme prinsipper for beregning etc. («recognising and measuring») som ved utarbeidelse av årsregnskapet.

Det følger av art. 5 nr. 4 at den periodiske styreberetningen minst skal inneholde en redegjørelse for viktige begivenheter som har inntrådt de første seks måneder av regnskapsåret og disse begivenhetenes innvirkning på det sammenfattede regnskapet, sammen med en beskrivelse av sentrale («prinsipal») risko- og usikkerhetsmomenter knyttet til de resterende seks måneder av regnskapsåret. For aksjeutsteder skal beretningen redegjøre for større transaksjoner foretatt av tilknyttede personer/foretak.

Direktivet art. 5 nr. 5 fastslår at dersom halvårsrapporten har vært revidert skal revisjonsberetningen og ethvert forbehold, eller merknader fra revisor uten at det er tatt forebehold, gjengis i sin helhet. Det samme skal gjelde dersom det er foretatt revisorgjennomgang av halvårsrapporten. Hvis halvårsrapporten ikke har vært gjenstand for revisjon eller revisorgjennomgang skal det avgis en erklæring om dette i rapporten.

Kommisjonen kan etter art. 5 nr. 6 fastsette nærmere regler («implementing measures») om halvårsrapporter i samsvar med prosedyren foreskrevet i art. 27 nr. 2. I ESC/34/2005 er det i art. 4 inntatt forslag til regler om det sammenfattede regnskapet der utsteder ikke rapporterer etter IFRS, jf. utkastets art. 4 nr. 1:

> «With respect to half-yearly financial statements not prepared in accordance with international accounting standards adopted pursuant to the procedure provided for under Article 6 of Regulation (EC) n° 1606/2002, the minimum content of the balance sheet, profit and loss account and explanatory notes to these accounts shall be the following, as defined by reference to the principles of IAS 34.»

13.2.2 Norsk rett

Regnskapsloven har ingen regler om del- eller halvårsrapportering. Slike regler finnes imidlertid i børsforskriften kapittel 6 og 10 for henholdsvis utstedere av aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner. Børsforskriften § 6-2 fastslår at delårsrapport skal utarbeides for hvert av regnskapsårets fire kvartaler, men har ingen særskilt regulering av halvårsrapporter (utover at låntagere bare behøver å utarbeide slike, jf. nedenfor). Det fremgår av børsforskriften § 6-3 siste ledd at delårsrapporter skal vedtas av selskapets styre innen to måneder etter periodens utløp, og sendes børsen straks de er vedtatt av styret. Er det avgitt revisjonsberetning eller uttalelse om begrenset revisjon til delårsrapport skal denne meddeles børsen så snart den foreligger.

Delårsrapporter skal vise resultat og balansetall for perioden, samt sammenlignbare resultat og balansetall for samme delårsperiode foregående år, jf. børsforskriften § 6-6 annet ledd. Delårsrapporter skal inneholde opplysninger om driftsinntekter og driftsresultat fordelt på virksomhetsområder for delårsperioden og for samme periode foregående år. Tallene skal om nødvendig omarbeides for å bli sammenlignbare. Delårsrapporter skal videre inneholde opplysninger som er av vesentlig betydning for en vurdering av selskapets økonomiske situasjon. Selskapet skal opplyse om alle særlige faktorer som har hatt innvirking på virksomheten og resultatene i den aktuelle perioden, herunder sesongsvigninger og hvilken effekt disse har på resultatet. Det er i børsforskriften kapittel 6 ingen særskilte regler om styreberetning for delårsrapporter.

Låntagere skal etter børsforskriften § 10-9 tredje ledd utarbeide halvårsrapporter «i henhold til regnskapslovgivningen og bestemmelser fastsatt i denne forskrift», jf. første ledd. Det er i børsforskriften § 10-9 ingen krav til utarbeidelse av styreberetning. Etter annet ledd i § 10-9 skal låntagere

utarbeide delårsrapport både på selskaps – og konsernnivå. I følge bestemmelsens fjerde ledd gjelder ikke kravet om delårsrapportering for EØS-stater, kommuner og fylkeskommuner. Låntagere skal etter § 10-10 første punktum vedta årsregnskap innen tre måneder etter regnskapsårets utløp. Etter annet punktum skal andre delårsrapporter utarbeides innen to måneder etter regnskapsperiodens utløp. Det er i børsforskriften § 10-11 gitt regler om offentliggjøring av låntageres delårsrapporter. Børsen er gitt en generell dispensasjonsadgang i § 10-13. For øvrig vises det til reguleringen i børsforskriften kapittel 10.

For foretak som ikke er omfattet av regnskapsloven § 3-9 (dvs. som ikke anvender internasjonale regnskapsstandarder), er det fastsatt en regnskapsstandard (NRS 11) om delårsrapportering.

13.2.3 Utvalgets vurdering

Generelt

Etter direktivet skal utstedere av aksjer og «debt securities» (som definert i art. 2 nr. 1 bokstav b)) avlegge halvårsrapport etter art. 5. I tillegg skal aksjeutstedere utarbeide «interim management statements» etter art. 6, dersom det ikke følger et krav om delårsrapportering etter nasjonal rett, jf. nærmere i pkt. 13.3. Etter norsk rett skal utstedere av aksjer avlegge delårsrapporter for hvert av regnskapsårets fire kvartaler, jf. børsforskriften § 6-2 tredje ledd. Låntagere skal etter forskriftens § 10-9 tredje ledd utarbeide delårsrapport for regnskapsårets seks første måneder, det vil si en halvårsrapport.

Det er i dag intet krav om revisjon av halv- eller delårsrapporter. Utvalget foreslår ikke at det innføres et påbud om revisjon, jf. art. 5 nr. 5.

Plikten til å utarbeide og offentliggjøre delårs- og halvårsrapporter

Utvalget ser det som hensiktsmessig at intensiteten i gjeldende norske rapporteringskrav opprettholdes for både aksje- og gjeldsinstrumentutstedere. Videre bør som utgangspunkt alle låntagere underlegges kravet om halvårsrapport, jf. direktivet art. 2 nr. 1 bokstav b) som åpner for dette (jf. dog ny § 5-4 fjerde ledd). Utvalget foreslår derved en ny § 5-6 om delårsrapportering. Bestemmelsen gjennomfører art. 5 om halvårsrapportering og viderefører deler av gjeldende rett, jf. nedenfor. I likhet med ny § 5-5 om årsrapport, vil ny § 5-6 bare komme til anvendelse på utstedere med Norge som hjemstat. Utstedere med Norge som vertstat vil etter § 5-4 tredje ledd måtte avlegge delårs- og/eller halvårsrapporter i tråd med hjemstatens lovgivning.

Utstedere skal etter forslaget avlegge delårsrapport i medhold av regnskapslovgivningen, samt bestemmelser «fastsatt i og medhold av denne lov». Regnskapsloven inneholder ingen særskilte regler om delårsrapporter. Henvisningen til regnskapsloven er likevel nødvendig ettersom de nærmere kravene til konsolidering, «regnskapsspråk» mv. fremkommer der. Delårsrapporter behøver ikke å fastsettes av utsteders generalforsamling.

Både direktivet og gjeldende rett inneholder krav om offentliggjøring. Art. 5, som omhandler halvårsrapporter, fastslår i så måte at offentliggjøring skal skje så raskt som mulig etter utgangen av regnskapsperioden, og senest to måneder, jf. nr. 1. I forslaget til ny § 5-6 tredje ledd er vilkåret i børsforskriften § 6-3 annet ledd foreslått videreført:

> «Delårsrapport skal offentliggjøres etter § 5-12 senest to måneder etter regnskapsperiodens utgang. Utsteder skal sørge for at delårsrapport forblir offentlig i minst fem år.»

Kravet om at delårsrapporten skal forbli offentlig i fem år følger av direktivet art. 5 nr. 1.

Innholdet av delårsrapporter

Utvalget foreslår at de innholdsmessige kravene til delårsrapporter fremkommer av ny § 5-6 annet ledd. Etter forslaget skal delårsrapporter inneholde delårsregnskap, delårsberetning og erklæringer fra personer ansvarlig for regnskapsavleggelsen. Utvalget antar at begrepene «delårsregnskap» og «delårsberetning» er dekkende for direktivet «condensed set of financial statements» og «interim management statements». Det er gitt nærmere innholdsmessige krav til både regnskapet og beretningen i art. 5 nr. 3 og 4. Når det gjelder innholdet av delårsregnskapet foreslår utvalget at følgende presisering inntas i ny § 5-6 fjerde ledd:

> «Utsteder som er pliktig å avlegge sitt konsernregnskap etter internasjonale regnskapsstandarder, jf. forordning (EF) nr. 1606/2002, skal benytte disse også ved utarbeiding av delårsregnskapet.»

Tilsvarende vilkår følger av art. 5 nr. 3 første ledd. IFRS-foretaks «konserndelårsregnskap» skal med dette utarbeides etter IAS 34. Etter forslaget skal utsteder som er «pliktig» å benytte internasjonale regnskapsstandarder, også benytte disse standardene ved delårsrapportering. Det kan imidlertid etter utvalgets syn ikke være noe i veien for at foretak som velger å benytte IFRS i årsregnskap, jf.

regnskapsloven § 3-9, også benytter IFRS i delårsregnskapet.

Delårsregnskapet til utstederforetak som ikke er pålagt å utarbeide konsernregnskap, skal etter art. 5 nr. 3 annet ledd i det minste inneholde:

> «a condensed balance sheet, a condensed profit and loss account and explanatory notes on these accounts. In preparing the condensed balance sheet and the condensed profit and loss account, the issuer shall follow the same principles for recognizing and measuring as when preparing annual financial reports.»

De nærmere kravene til innholdet av den sammenfattede balansen, resultatet og notene skal fastsettes på nivå-2 av kommisjonen, jf. art. 5 nr. 6 annet ledd bokstav c). Prinsippene for beregning og måling skal være de samme som ved utarbeidelsen av årsregnskapet. Utkast til nærmere kommisjonsregler om innholdet av den sammenfattede balansen mv. finnes i ESC/34/2005 art. 4.

Utvalget foreslår at de nærmere reglene om innholdet til delårsregnskapet for foretak som ikke er pliktige å benytte internasjonale regnskapsstandarder, inntas i forskrift. Det er i ny § 5-6 åttende ledd inntatt forslag til slik forskriftshjemmel. Bestemmelsene om tilleggsopplysninger i børsforskriften § 6-6 vil med dette erstattes av ny forskriftsregulering som ventelig vil videreføre hovedelementene av dagens krav.

Innholdet av delårsberetningen er nærmere regulert i direktivet 5 nr. 4. Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres i ny § 5-6 femte ledd. Det er etter gjeldende rett ikke noe krav om slik beretning. Av forslaget følger det at beretningen skal avgis av styret. Beretningen skal i det minste inneholde opplysninger om viktige begivenheter i den aktuelle regnskapsperioden og en beskrivelse av hvordan disse begivenhetene har virket inn på delårsregnskapet. I tillegg skal det gis en beskrivelse av de viktigste risikofaktorene virksomheten står overfor den neste periode. Utvalget foreslår at det i tråd med direktivet bare skal være et krav om å gi en beskrivelse av de viktigste risikofaktorene i halvårsrapporten. Det skal for aksjeutstederes del inntas en beskrivelse av nærståendes («major related parties» i den engelske versjonen, «tilknyttede parter» i den danske) vesentlige transaksjoner. Det vises til lovutkastet § 5-6 femte ledd.

Delårsrapporter skal inneholde erklæringer om utarbeidelsen og innholdet til delårsregnskap og delårsberetning, jf. art. 5 nr. 2 bokstav c). Utvalget foreslår at direktivet på dette punktet gjennomføres i ny § 5-6 annet ledd bokstav c):

> «erklæringer fra personene ansvarlig hos utstederen, med tydelig angivelse av navn og stillingsbetegnelse, om at, etter deres beste overbevisning, delårsregnskapet er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarder og at opplysningene i regnskapet gir en rettvisende oversikt over foretaket og konsoliderte foretaks eiendeler, gjeld, finansielle stilling og resultat som helhet, og at delårsberetningen gir en rettvisende redegjørelse for opplysningene nevnt i femte ledd.»

Bestemmelsen har mange likhetstrekk med forslaget til ny § 5-5 annet ledd bokstav c), jf. omtalen i pkt. 13.1.3. Også norske foretak vil imidlertid måtte utarbeide en slik erklæring ettersom regnskapsloven ikke har krav om delårsberetning.

Videreføring av gjeldende norske bestemmelser

Utvalget foreslår at børsforskriften § 6-4 tredje punktum om offentliggjøring av revisjonsberetning, videreføres i ny § 5-6 sjette ledd. I tråd med direktivet art. 5 nr. 5 foreslås det også en bestemmelse hvorved utstedere må gi opplysninger hvis delårsregnskapet ikke har blitt revidert. Etter gjeldende rett har børsen er generell dispensasjonsadgang knyttet til delårsrapportering. Denne foreslås videreført i § 5-6 syvende ledd, likevel slik at kompetansen bør hvile hos Kredittilsynet som vil være kompetent myndighetsorgan, jf. pkt. 21.1 om tilsyn.

13.3 Kvartalsmessig rapporteringsplikt

13.3.1 EØS-rett

Direktivet art. 6 fastslår at en utsteder av aksjer som er opptatt til notering på et regulert marked skal offentliggjøre en erklæring fra ledelsen i løpet av regnskapsårets første seks måneder. Tilsvarende erklæring skal utarbeides i løpet av de neste seks måneder av regnskapsåret. Utsteders plikt til å offentliggjøre slik erklæring fra ledelsen skal ikke ha noen innvirkning på utstederes plikt til offentliggjøring av innsideinformasjon etter art. 6 i direktiv 2003/6/EF (markedsmisbruksdirektivet).

Slik erklæring skal utarbeides innenfor ti uker etter begynnelsen av seksmånedersperioden, og seks uker før utløpet av den aktuelle seksmånedersperioden. Erklæringen skal inneholde informasjon som dekker tiden mellom begynnelsen av den relevante seksmånedersperioden og tidspunktet for offentliggjøring av erklæringen. Erklæringen skal minst inneholde:

- en forklarende uttalelse vedrørende vesentlige begivenheter («material events») og transaksjoner som har funnet sted i den aktuelle perioden og deres innvirkning på utsteders og dets datterselskapers («controlled undertakings») finansielle stilling.
- en generell beskrivelse av utsteders og dets datterselskapers finansielle stilling og prestasjoner i den relevante perioden.

Det fremgår av art. 6 nr. 2 at utstedere som i henhold til nasjonal lovgivning, regler for regulerte markeder eller på eget initiativ offentliggjør kvartalsrapporter i overensstemmelse med slike regler, ikke skal være pålagt å avgi slik ledelseserklæring.

13.3.2 Norsk rett

Det vises til redegjørelsen for reglene om kvartalsmessig rapporteringsplikt i børsforskriftens kapittel 6 og 10 under pkt. 14.2.2 ovenfor.

13.3.3 Utvalgets vurdering

Utstedere av aksjer som er notert på børs må etter gjeldende rett utarbeide delårsrapporter for hvert kvartal, jf. børsforskriften § 6-2 annet ledd. Låntagere skal utarbeide halvårsrapport, jf. børsforskriften § 10-9 tredje ledd. Utvalget foreslår som nevnt at gjeldende rett videreføres. Det er med dette ikke nødvendig å gjennomføre transparencydirektivet art. 6. Det vises til vurderingene i pkt. 14.2.3 og lovutkastet § 5-6. Dersom markedsmessige behov skulle tilsi det, foreslås en hjemmel til å gi forskrift om *unntak fra plikten til å avlegge delårsrapport,* jf. lovutkastet § 5-6 åttende ledd. Direktivet art. 6 må i tilfelle gjennomføres.

13.4 Unntak

13.4.1 EØS-rett

Etter art. 8 nr. 1 bokstav a) skal reglene om periodisk finansiell rapportering i art. 4, 5 og 6 ikke komme til anvendelse på stater, regionale eller kommunale myndigheter i en stat, offentlige internasjonale organer der ett eller flere medlemsland er medlem av organet. Art. 4, 5, og 6 skal heller ikke gis anvendelse overfor Den europeiske sentralbank og medlemsstatenes sentralbanker.

Etter art. 8 nr. 1 bokstav b) skal reglene om periodisk finansiell rapportering i art. 4, 5 og 6 ikke komme til anvendelse på utstedere som kun utsteder gjeldsinstrumenter opptatt til notering på et regulert marked med pålydende pr. enhet på minst 50 000 euro, eller som minst tilsvarer 50 000 euro ved pålydende i annen valuta.

Direktivet art. 8 nr. 2 fastslår at hjemstaten kan velge å gjøre unntak fra kravet til offentliggjøring av halvårsrapporter etter art. 5 for kredittinstitusjoner som ikke har opptatt aksjer til notering på et regulert marked, og som på kontinuerlig og gjentagende basis bare har utstedt gjeldsinstrumenter hvis samlede pålydende er under 100 000 000 euro, og de ikke er underlagt prospektplikt i henhold til direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet).

Direktivet art. 8 nr 3 fastslår at hjemstaten kan velge å gjøre unntak fra kravet til offentliggjøring av halvårsrapporter etter art. 5 for utstedere som allerede eksisterer ved ikrafttredelsestidspunktet for direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet) og som utelukkende utsteder gjeldsinstrumenter på et regulert marked som ubetinget og ugjenkallelig er garantert av hjemstaten, eller av en av dets regionale eller kommunale myndigheter.

13.4.2 Norsk rett

Unntakene i direktivet art. 8 er i utgangspunktet kun aktuelle for låntagere (staten, kommuner mv. utsteder ikke noterte egenkapitalinstrumenter). I følge gjeldende rett er «EØS-stater, kommuner og fylkeskommuner» unntatt fra kravet om delårsrapportering, jf. børsforskriften § 10-9 fjerde ledd. Etter det utvalget har fått opplyst er stater unntatt fra kravet om utarbeidelse av årsregnskap og årsberetning, mens kommuner og fylkeskommuner må rapportere på årlig basis. Det er i kapittel 6 ingen unntak som tilsvarer art. 8 nr. 1 bokstav b) eller nr. 2 og 3. Børsen har likevel en generell dispensasjonsadgang i børsforskriften § 10-13.

13.4.3 Utvalgets vurdering

Etter utvalgets syn må gjeldende unntak fra låntageres periodiske rapporteringsforpliktelser endres for å tilfredsstille direktivet art. 8. For det første må unntaket i art. 8 nr. 1 bokstav a) og b) inntas i norsk rett. Dette vil på generelt grunnlag unnta stater, kommuner mv. fra den periodiske rapporteringsplikten, samt utstedere av gjeldsinstrumenter omsatt på et regulert marked så frem pålydende pr. enhet minst tilsvarer 50.000 euro. Det vises til lovforslaget til ny § 5-4 fjerde ledd.

Når det gjelder gjennomføringen av de diskresjonære bestemmelsene i art. 8, antar utvalget at gjeldende rett langt på vei bør videreføres. Dersom det imidlertid likevel skulle oppstå behov for å unnta kredittinstitusjoner fra kravene i art. 5, antar utvalget at unntaksadgangen i lovutkastet § 1-4 gir

departementet anledning til å gjøre slikt unntak, jf. direktivet art. 8. nr. 2. Med dette legges det til grunn at unntaket for kredittinstitusjoner i art. 8 nr. 2 ikke skal implementeres særskilt i norsk rett. Videre antas det at gjennomføringen av unntakshjemmelen i art. 8 nr. 3 bør samkjøres med prospektreglene i vphl. dagens kapittel 5, jf. i sær § 5-6 nr. 3. Dette betyr at utstedere av (kun) renteinstrumenter som var notert på et regulert marked på ikrafttredelsestidspunktet til direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet) og som er garantert av staten, ikke behøver å utarbeide delårsrapporter, jf. vphl. §§ 5-4 første ledd nr. 2 og 5-5 første ledd nr. 3. Utsteder av (kun) renteinstrumenter som var notert på et regulert marked på ikrafttredelsestidspunktet til direktiv 2003/71/EØF og som er garantert av en kommune eller fylkeskommune, må utarbeide delårsrapporter, likevel slik at det bør kunne dispenseres fra dette kravet. Unntaket for utstedere hvis renteinstrumenter er garantert av staten, bør etter utvalgets syn fastsettes i forskrift, jf. forslaget til forskriftshjemmel til slutt i ny § 5-4 fjerde ledd.

13.5 Ansvar

13.5.1 EØS-rett

Det fremgår av art. 7 nr. 1 at medlemsstatene skal sikre at ansvaret for utarbeidelse av den informasjon som skal offentliggjøres i henhold til art. 4, 5, 6 og 16, som et minstekrav («at least») skal påhvile utstederen eller utsteders administrasjon, ledelse eller kontrollorganer. Det fastslås videre at medlemsstatene skal sørge for at dens lover, forskrifter eller administrative bestemmelser om ansvar («liability») kommer til anvendelse overfor utsteder og utsteders ansvarlige enheter og personer.

13.5.2 Norsk rett

Ansvaret for avleggelsen av årsregnskap og årsberetning hviler etter regnskapsloven på «Regnskapspliktige», jf. §§ 3-1 og § 1-2. Etter børsforskriften kapittel 6 og 10 er ansvarssubjektet hhv. «Selskap» og «Låntager», jf. §§ 6-2 og 10-1. Kredittilsynet fører etter vphl. § 12-1 tredje ledd kontroll med at «norske utstedere» rapporterer i samsvar med lov og forskrift.

Brudd på regnskapsloven er etter § 8-5 straffesanksjonert. Etter bestemmelsen kan «Den» som forsettlig eller uaktsomt vesentlig overtrer regnskapsloven eller forskrift gitt i medhold av loven, straffes med bøter eller fengsel i inntil tre år, jf. første ledd. Som vanlig når straffebud retter seg mot eller omfatter juridiske personer, vil på nærmere vilkår straffansvar kunne pålegges den eller de fysiske personer som er ansvarlig for den juridiske persons etterlevelse av den straffesanksjonerte plikten på den juridiske persons vegne, hvilket normalt vil si styremedlemmer og administrerende direktør.

Avdekker Kredittilsynet feil i utstederforetaks finansielle rapportering, kan pålegg om å gi tilleggsinformasjon, endring av fremtidig regnskapspraksis mv. ilegges i medhold av regnskapskontrollforskriften. Kredittilsynet har ikke hjemmel til å ilegge administrativ sanksjon til tross for at det har ansvaret for kontrollen av børsnoterte foretaks finansielle rapportering. Oslo Børs har derimot en slik kompetanse. Brudd på børsforskriftens informasjonspliktsbestemmelser kan straffes med overtredelsesgebyr, jf. børsloven § 5-12 og børsforskriften § 25-5.

Etter allmennaksjeloven § 6-12 er styret ansvarlig for forvaltningen av selskapet. I henhold til allmennaksjeloven § 17-1 kan selskapet kreve at styrets medlemmer, daglige leder mv. erstatter tap de har voldt forsettelig eller uaktsomt under utøvelsen av sine oppgaver. Ifølge nærmere regler kan også andre kreve styrets medlemmer mv. for tap som er voldt forsettelig eller uaktsomt. Etter revisorloven § 8-1 vil revisor kunne bli erstatningsansvarlig for tap voldt under utførelsen av sitt oppdrag, jf. § 8-2.

13.5.3 Utvalgets vurdering

Norsk rett oppfyller direktivets krav på dette punktet, jf. pkt. 14.5.2. Det er derved ikke nødvendig å gjennomføre direktivet art. 7 særskilt.

Kapittel 14
Flaggeplikt

14.1 Flaggepliktens omfang

14.1.1 EØS-rett

Innledning

Direktivet har i del 3, det vil si art. 9 til 15, bestemmelser om aksjonærers og andre personers flagging («notification») av større erverv eller avhendelser av aksjer og/eller rettigheter til aksjer. Del 3 inneholder videre bestemmelser om flagging som følge av annen omstendighet enn erverv eller avhendelse.

Direktivet art. 9 til 15 erstatter flaggebestemmelsene i direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) art. 85 følgende, som igjen bygger på direktiv 88/627/EF (flaggedirektivet – innarbeidet i direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet)). Enkelte av flaggebestemmelsene i transparency- og opptaksdirektivet er imidlertid langt på vei like, for eksempel reglene om konsolidering, jf. hhv. art. 10 og 92.

Et sentralt hensyn bak flaggebestemmelsene i art. 9 flg. er å gjøre investorer i stand til å fatte velfunderte investeringsbeslutninger, jf. fortalens pkt. 18:

> «The public should be informed of changes to major holdings in issuers whose shares are traded on a regulated market situated or operating within the Community. This information should enable investors to acquire or dispose of shares in full knowledge of changes in the voting structure; it should also enhance effective control of share issuers and overall market transparency of important capital movements.»

Flaggemeldinger kan i tillegg være et hjelpemiddel i markedsovervåkingssaker. Det er som utgangspunkt hjemstaten som skal tilse at flaggebestemmelsene etterleves av investorer og utstedere, jf. art. 19. Det er i direktivet gjort enkelte unntak fra kravene om flagging, for eksempel der aksjer er ervervet for oppgjørsformål.

Kommisjonen kan i medhold av direktivet art. 9 og 12 til 14 fastsette utfyllende nivå-2 regler. Utkast til slike finnes i ESC/34/2005.

Erverv og avhendelse av aksjer

Det følger av direktivet art. 9 nr. 1 første ledd at erverv eller avhendelse av aksjer opptatt til handel på et regulert marked, som medfører at andelen stemmer («proportion of voting rights») innehaveren besitter etter ervervet eller avhendelsen når opp til, overstiger eller faller under grensene på henholdsvis 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % og 75 %, skal meldes til selskapet. Etter sin ordlyd omfatter art. 9 nr. 1 kun stemmerettigheter, noe som betyr at stemmeløse aksjer faller utenfor. Medlemsstatene kan velge å ikke anvende terskelgrensene på 30 % og 75 % dersom det i stedet anvender terskelgrenser på 1/3 og 2/3, jf. art. 9 nr. 3.

Flaggeplikten etter art. 9 nr. 1 påhviler i utgangspunktet enhver «aksjonær» som definert i direktivet art. 2 nr 1 (e), hvilket omfatter fysiske eller juridiske personer som direkte eller indirekte enten besitter aksjer i eget navn og på egen konto, eller som besitter aksjer i eget navn men på vegne av en annen fysisk eller juridisk person. Når erverv skjer ved utstedelse av depotbevis for aksjer er det innehaveren av depotbeviset som skal anses som aksjonær i direktivets forstand. I følge art. nr. 10 vil også andre enn aksjonærer kunne være flaggepliktige, jf. pkt. 15.2.1 nedenfor. I tillegg vil selskapet selv kunne være flaggepliktig etter art. 14, jf. nedenfor.

Etter art. 9 nr 1 annet ledd skal andelen av stemmeberettigede aksjer beregnes på grunnlag av alle aksjer med stemmerett, uavhengig av om stemmeretten skulle være suspendert. Flaggeplikten gjelder etter ordlyden i art. 9 nr. 1 annet ledd også ved passering av de angitte terskelgrenser innenfor en enkelt aksjeklasse. Dersom selskapet har flere aksjeklasser som det er knyttet stemmerettigheter til, kan ordlyden synes å tale for et krav om flagging av andelen stemmeberettigede aksjer i hver enkelt aksjeklasse, i tillegg til flagging av innehavers samlede andel av selskapets stemmeberettigede aksjer. Utvalget antar imidlertid at art. 9 nr. 1 annet ledd ikke kan forstås som et krav om flagging innen en aksjeklasse med mindre innehaverens andel av aksjene totalt sett (det vil si hen-

syntatt alle aksjeklasser/hele aksjekapitalen) passerer en av de nevnte tersklene.

Flaggeplikt ved andre begivenheter som endrer fordelingen av stemmerettigheter

Det fremgår av direktivet art. 9 nr. 2 at flaggeplikten ikke er begrenset til erverv eller avhendelse av aksjer. Flaggeplikten inntrer også ved andre begivenheter som endrer fordelingen av stemmerettigheter, og som aksjonæren blir kjent med på grunnlag av informasjon som er offentliggjort etter art. 15. Et eksempel på slik begivenhet er en kapitalforhøyelse der aksjonærens beholdning av aksjer faller under en flaggegrense fordi han ikke tegner seg for nye aksjer. Flaggeplikten ved slike begivenheter skal også gjelde hvor utsteder er registrert i et tredjeland.

Flaggeplikt ved erverv og avhendelse av rettigheter til aksjer

Det fremgår av direktivet art. 13 nr. 1 at flaggeplikten etter art. 9 også gjelder ved erverv og avhendelse av finansielle instrumenter som i henhold til formell avtale på innehaverens eget initiativ alene, gir rett til å erververe allerede utstedte aksjer med tilknyttede stemmerettigheter som er opptatt til notering på et regulert marked. At flaggeplikten er begrenset til rettigheter til allerede utstedte aksjer innebærer at tegningsretter og konvertible obligasjoner etc. faller utenfor. Flaggeplikten etter art. 13 nr. 1 hviler på «a natural person or legal entity». Direktivet regulerer ikke utrykkelig hvorvidt en aksjonærs finansielle instrumenter som nevnt skal legges sammen med (dvs. aggregeres med) vedkommendes aksjer for så vidt gjelder utløsning av flaggeplikten. Kommisjonen skal vedta utfyllende kommisjonsregler om rekkevidden av art. 13 nr. 1, jf. art. 13 nr. 2.

Avtaler om utøvelse eller overføring av stemmerettigheter tilknyttet aksjer vil i tillegg kunne være omfattet av flaggeplikten etter bestemmelsene i art. 10, jf. nærmere om dette under pkt. 15.2.1 nedenfor.

Selskapets erverv av egne aksjer

Det følger av direktivet art. 14 nr. 1 at selskapets handel med egne aksjer på visse vilkår skal flagges. Handler utført av selskapet selv eller for selskapets regning som resulterer i at andelen stemmeberettigede aksjer når opp til, passerer eller faller under 5 % eller 10 %, skal flagges «as soon as possible», men ikke senere enn fire dager etter transaksjonen. Beregningen av stemmeretter skal foretas på grunnlag av det totale antall stemmeberettigede aksjer, jf. nr. 1 siste punktum. Kommisjonen kan etter art. 14 nr. 2 fastsette nærmere regler om selskapets flagging av handler i egne aksjer.

Unntak fra flaggeplikten

Etter art. 9 nr. 4 inntrer ikke flaggeplikten ved erverv som kun er foretatt med det formål å forestå clearing og oppgjørsvirksomhet innenfor den alminnelige korte oppgjørsperiode («short settlement cycle»). Flaggeplikt skal heller ikke inntre overfor bank eller annen forvalter som sitter på aksjene på vegne av en aksjeeier (forvalterregistrering) forutsatt at forvalteren kun kan utøve stemmerettigheter etter skriftlig eller elektronisk formidlet instruks fra aksjeeieren. Kommisjonen kan fastsette nærmere regler om hva som skal anses som alminnelig kort oppgjørsperiode, jf. art. 9 nr. 7 annet ledd.

Etter art. 9 nr. 5 inntrer det ikke flaggeplikt ved erverv eller avhendelse av eierandel som medfører at terskelgrensen på 5 % nås eller passeres av en «market maker» som opptrer i egenskap av sådan forutsatt at (a) vedkommende har tillatelse i henhold til direktiv 2004/39/EF (MiFID), og (b) denne verken påvirker ledelsen av selskapet, eller påvirker selskapet til å støtte aksjekursen eller tilbakekjøpe aksjer.

Etter art. 9 nr. 6 kan hjemstaten gjøre unntak fra flaggeplikten for «voting rights held in the trading book» (som definert i direktiv 93/6/EF art. 2 nr. 6) av verdipapirforetak og kredittinstitusjoner, forutsatt at (a) andelen stemmeberettigede aksjer ikke overstiger 5 %, og (b) vedkommende verdipapirforetak eller kredittinstitusjon ikke utøver stemmerettene eller for øvrig søker å påvirke forvaltningen av selskapet.

Art. 11 fastslår at art. 9 og 10 (c) ikke skal komme til anvendelse på aksjer «provided to or by the members of the European System of Central Banks (ESCB) in carrying out their functions as monetary authorities, including shares provided to or by members of the ESCB under a pledge or repurchase or similar agreement for liquidity granted for monetary policy purposes or within a payment system». Unntaket skal gjelde for de ovenfor nevnte transaksjoner som varer i en kort periode forutsatt at stemmerettigheter tilknyttet aksjene ikke utøves, jf. art. 11 nr. 2.

Melding om stemmerettighets- eller kapitalendringer

Etter direktivet art. 15 skal utsteder offentliggjøre det totale antallet stemmer og størrelsen på aksjekapitalen ved utgangen av hver kalendermåned en endring av stemmene eller kapitalen har funnet sted. Offentliggjøringen har til hensikt å gjøre aksjonærer og andre flaggepliktige i stand til å beregne hvorvidt de har passert en av grensene i art. 9.

Konsolidering mv.

Det er gitt særskilte regler om flagging og konsolidering i art. 10, jf. især pkt. 14.2 nedenfor.

14.1.2 Norsk rett

Innledning

Norsk rett har siden 1985 stilt krav om melding (flagging) av visse typer aksjeerverv. Hovedhensynet bak flaggereglene er å gi markedet informasjon om vesentlige eierendringer i børsnoterte selskap, som igjen skal gjøre investorer i stand til å fatte velfunderte investeringsbeslutninger. Gjeldende regler i vphl. §§ 3-2 og 3-3 annet ledd gjennomfører Rådsdirektiv 88/627/EF, likevel slik at det er valgt særnorske løsninger på enkelte områder. I det følgende beskrives hovedelementene i nevnte bestemmelser.

Flaggeplikt ved erverv og avhendelse av aksjer

Det følger av vphl. § 3-2 første ledd at dersom et erverv fører til at erververens andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer som er notert på norsk børs når opp til eller passerer 1/20, 1/10, 1/5, 1/3, ½, 2/3 eller 9/10 av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene i selskapet, skal erververen melde ervervet til børsen.

Nærmere om aksjer

Flaggeplikten etter vphl. § 3-2 første ledd gjelder for aksjer og grunnfondsbevis notert på norsk børs, jf. syvende ledd. Plikten gjelder ikke for aksjer/grunnfondsbevis notert på autorisert markedsplass (slik notering finnes pr. i dag ikke). Det er etter vphl. § 3-2 første ledd ikke noe vilkår at det aktuelle selskapet er norsk eller at den flaggepliktige er norsk. I NOU 1996: 2 s. 91 er det lagt til grunn at flaggeplikten også gjelder for depotbevis til aksjer.

Nærmere om erverv

Flaggeplikten gjelder ved «erverv», dvs. enhver ervervsform, herunder vederlagsfri overføring (gave, skifte, mv.) og tegning. Ved fusjon vil aksjonærene i det overdragende selskapet kunne bli flaggepliktige. Det er ikke noe vilkår at ervervet finner sted over børs. Lån av aksjer er særskilt regulert i bestemmelsens fjerde ledd, jf. nedenfor. Det må trolig vurderes konkret om indirekte erverv omfattes av flaggeplikten. Avhendelse av aksjer som faller under nevnte grenser omfattes også av vphl. § 3-2, likevel slik at avhendelse av rettigheter faller utenfor, jf. annet ledd. Det er etter norsk rett ikke antatt å være flaggeplikt ved kapitalendringer der aksjonæren forholder seg passiv.

Aksjer og/eller rettigheter til aksjer

Plikten til å flagge utløses ved erverv av aksjer «og/eller rettigheter til aksjer». Vphl. § 3-2 tredje ledd utdyper hva som menes med rettigheter til aksjer. I korte trekk omfattes konvertible obligasjoner, tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter. Det er ikke noe vilkår etter § 3-2 at de underliggende aksjene er utstedt eller at rettigheten er børsnotert. Som det fremgår skal den flaggepliktiges beholding av aksjer og rettigheter aggregeres, dvs. at det skal flagges for aksjeinnhavet selvstendig og for aksjeinnhavet tillagt rettighetene (eventuelt kun for rettighetene). En flaggepliktig vil både måtte flagge erverv av en rettighet til aksjer, (for eksempel tegning av et konvertibelt lån) og utøvelsen av rettigheten (for eksempel konvertering til aksjekapital). Er rettigheten til aksjen betinget, anses det uklart om rettigheten skal flagges etter norsk rett.

Andel av aksjekapital eller stemmer

Erverv som fører til at erververens andel av aksjekapitalen eller stemmene i selskapet passerer nevnte grenser, skal flagges etter vphl. § 3-2 første ledd. Andel av stemmene i selskapet vil ha betydning blant annet der selskapet har stemmeløse aksjer. Ved beregning av om erververen når opp til eller passerer flaggegrensene skal selskapets registrerte aksjekapital legges til grunn (herunder selskapets egne aksjer). Ved en nytegning av aksjer er antatt at den forhøyede aksjekapitalen skal legges til grunn.

Lån av aksjer

Vphl. § 3-2 fjerde ledd bestemmer at innlån og tilbakelevering av lånte aksjer til utlåner, skal regnes som erverv og avhendelse av aksjer «i forhold til

denne bestemmelse». Etter § 3-2 fjerde ledd har innlån og tilbakelevering av lånte aksjer betydning for låntakers flaggeplikt. Utlån og tilbakelevering av lånte aksjer kan også bli å anse som avhendelse og erverv for långiver, men da etter vphl. § 3-2 henholdsvis andre og første ledd fordi det i realiteten er å anse som avhendelse og erverv av aksjer i det konkrete tilfelle. Mens innlån/tilbakelevering av aksjer alltid skal regnes som erverv eller avhendelse av aksjer for låntager, må det altså avgjøres konkret, i og for seg uavhengig av den særlige bestemmelsen i vphl. § 3-2 fjerde ledd, om utlån/tilbakelevering av aksjer anses som avhendelse eller erverv av aksjer for utlåner. Føringer for denne konkrete vurderingen er blant annet lagt i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) side 60[1]. Det antas å være usikkert om såkalte repo-forretninger skal flagges.

Konsolidering

Vphl. § 3-2 sjette ledd inneholder nærmere regler om konsolidering. Etter bestemmelsen skal en flaggepliktigs andel av aksjer/rettigheter til aksjer legges sammen med «nærståendes» innehav. Den flaggepliktige må vurdere om det er grunnlag for konsolidering. Hvem som er nærstående er regulert i vphl. § 1-4.

Unntak fra flaggeplikten

Det fremgår av vphl. § 3-2 siste ledd at departementet i forskrift kan gjøre unntak fra flaggeplikten for verdipapirforetak. I forskrift av 18. desember 2002 nr. 1613 er det gitt nærmere bestemmelser om verdipapirforetaks unntak fra plikten til å flagge større aksjeposter. Det fremgår av forskriftens § 2 at verdipapirforetaks erverv eller avhendelse av aksjer og/eller rettigheter til aksjer som foretas som ledd i investeringstjenestevirksomheten, og som medfører at eierandelen når opp til eller passerer grensen på 1/20, ikke er undergitt flaggeplikt, forutsatt at verdipapirforetaket ikke påvirker eller søker å påvirke forvaltningen av selskapet.

Innholdet i flaggmeldingen

Det nærmere innholdet av flaggemeldingen er regulert i vphl. 3-3 annet ledd. Av meldingen skal fremgå bl.a. tidspunktet for ervervet eller avhendelsen, antall aksjer meldingen omfatter, samt hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende har etter ervervet/avhendelsen, jf. nr. 1, 2 og 4.

[1] Se også Ot.prp. nr. 42 (2002-2003). Utvalget kan ikke se at rettstilstanden endres av proposisjonen.

Tilsyn og sanksjoner

Flaggemeldinger skal sendes til børsen, som offentliggjør meldingene i sitt meldingssystem, jf. § 3-2 første ledd og § 3-3 siste ledd. Børsen vil som ledd i sin virksomhet føre en viss kontroll med etterlevelse av flaggeplikten og innholdet av flaggemeldingene. I den grad børsen avdekker forhold som tyder på brudd på vphl. §§ 3-2 eller 3-3 annet ledd, vil saken oversendes Kredittilsynet for videre vurdering, jf. § 12-1 fjerde ledd. Kredittilsynet fører etter vphl. § 12-1 annet ledd tilsyn med «overholdelse av» verdipapirhandellovens «bestemmelser». Brudd på flaggereglene som avdekkes vil som utgangspunkt anmeldes av Kredittilsynet til ØKOKRIM eller annen påtalemyndighet. Overtredelser på flaggeplikten er straffesanksjonert etter vphl. § 14-3. Forsettlige og uaktsomme overtredelser kan straffes med bøter, jf. tredje ledd.

Melding om stemmerettighets- eller kapitalendringer

Selskaper hvis aksjer er eller søkes notert på børs skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet, jf. børsforskriften §§ 5-1 og 5-2. Innsideinformasjon er i vphl. § 2-2 første ledd definert som presise opplysninger som kan påvirke kursen på et finansielt instrument merkbart, jf. den nærmere definisjonen av presise opplysninger og merkbart kurspåvirkning i annet og tredje ledd. Børsforskriften inneholdt tidligere regler om offentliggjøring av melding ved kapitalendringer mv. Børsen har i sirkulær 3/2005 opplyst at slike regler vil bli vurdert inntatt i børsens eget regelverk jf. pkt. 3.2. Norske allmennaksjeselskapers vedtekter (herunder størrelsen på dets aksjekapital og stemmerettigheter) vil være offentlig tilgjengelige gjennom registreringen i Foretaksregisteret. Etter børsforskriften kapittel 4 skal børsnotere selskapers innkalling til og protokoll fra generalforsamling, sendes børsen, jf. §§ 4-1 og 4.4.

14.1.3 Utvalgets vurdering

Generelt

Utvalget finner dagens struktur i flaggeregelverket hensiktsmessig, og foreslår at gjeldende §§ 3-2 og 3-3 annet ledd om henholdsvis flaggeplikt og innholdet av flaggmeldinger, videreføres som nye §§ 4-2 og 4-3 annet ledd. Sistnevnte bestemmelse er omtalt i pkt. 15.3. I ny § 4-2 er betingelsene/hendelsene som utløser flaggeplikt, angitt i første til tredje ledd. Det vises til lovutkastet.

Virkeområde for flaggeplikten

Flaggeplikten gjelder etter direktivet for aksjer (og visse rettigheter til aksjer) som er opptatt til handel på regulert marked. Etter art. 19 om hjemstatskontroll, skal norske myndigheter kun føre tilsyn med flagging av erverv mv. i utstedere som har Norge som hjemstat, jf. pkt. 12.1.

Utvalget foreslår at virkeområdet til ny § 4-2 angis i tråd med ovennevnte. Etter forslaget til første ledd gjelder flaggeplikten for aksjer opptatt til handel på regulert marked i utsteder med Norge som hjemstat. Hjemstat er nærmere definert i ny § 5-4 første og annet ledd, jf. ny § 4-2 femte ledd. I ny § 4-2 femte ledd er det foreslått en tilsvarende bestemmelse som i ny § 5-4 tredje ledd. Etter denne skal aksjonærer mv. som erverver aksjer i utstedere med Norge som vertsland, følge hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder forhold som nevnt i §§ 4-2 og 4-3 annet ledd med forskrifter.

Transaksjoner som omfattes av flaggeplikten

Utvalget antar at begrepene «erverv» og «avhendelse» er dekkende for direktivet «acquires» og «disposes». Det legges til grunn at vederlagsfrie overføringer er omfattet. Utvalget antar at avhendelse av rettigheter er omfattet av direktivet, jf. art. 13 nr. 1 som gir art. 9 tilsvarende anvendelse for rettigheter. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at flaggeplikten skal komme til anvendelse på også slike avhendelser. Etter gjeldende rett er avhendelse av rettigheter til aksjer ikke omfattet av flaggeplikten. Det bemerkes at kun rettigheter til aksjer vil være omfattet av ny § 4-2. Dette er i tråd med gjeldende rett. Erverv og avhendelse av rett til å selge aksjer, utløser derved ikke flaggeplikt. Videre bemerkes det at indirekte erverv av finansielle instrumenter som gir rett til erverv av en utstedt aksjer, vil kunne være omfattet av flaggeplikten.

Art. 9 nr. 2 krever at passering av flaggetersklene ved kapitalendringer skal omfattes, også der aksjonæren forholder seg passiv («events changing the breakdown of voting rights»). Norsk rett må endres tilsvarende. Dette betyr at en person kan havne i flaggeposisjon uten å ha kjennskap til begivenheten som utløser flaggeplikten. Sanksjon for brudd på flaggeplikten er imidlertid betinget at den flaggepliktige har utvist forsett eller uaktsomhet. Utvalget foreslår at art. 9 nr. 2 annet ledd gjennomføres i ny § 4-2 annet ledd som «annen omstendighet». I tredje ledd er det foreslått noen eksempler på hvilke type omstendighet som vil kunne utløse flaggeplikten:

> «Med annen omstendighet i annet ledd, menes begivenhet som endrer stemmerettsfordelingen, etablering av konsernforhold, bortfall av rettigheter til aksjer på annen måte enn utøvelse og inngåelse av avtale om samarbeid som nevnt i § 2-7 nr. 5.»

Som det fremgår foreslår utvalget at fire eksempler på «annen omstendighet» lovfestes. Norsk rett inneholder i dag ingen tilsvarende bestemmelse. Det er klart at direktivet på visse vilkår krever en nasjonal regel om flagging ved endringer av aksjonærenes stemmerettsfordeling, jf. art. 9 nr. 2 annet ledd. For øvrig er det noe uklart hvilke andre omstendigheter som skal utløse flaggeplikt. Art. 10 gir anvisning på en rekke situasjoner der det skal flagges. Rekkevidden av bestemmelsen er imidlertid ikke klar, jf. pkt. 15.2.1. Enkelte av alternativene i art. 10 er dessuten ikke aktuelle for norske utstedere.

Det synes riktig å legge til grunn at art. 10 bokstav a) og e) oppstiller et krav om flagging ved inngåelse av visse type avtaler, samt i visse typer kontrollforhold. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at etablering av konsernforhold skal kunne utløse flaggeplikt, i tillegg til inngåelse av forpliktende samarbeidsavtaler når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier , jf. ny § 2-7 nr. 5. Flaggetersklene i § 4-2 første ledd gjelder selvsagt i begge tilfellene. Hvis selskap A kjøper selskap B og selskapene hver eier 2 % av selskap C, skal det derved ikke flagges. Hvis to personer som hver eier 3 % i et selskap inngår en forpliktende samarbeidsavtale, skal det derimot flagges. I slike tilfeller må begge avtalepartene flagge. I konsernforhold må det være tilstrekkelig at kun morselskapet flagger. I tillegg til etablering av konsernforhold og inngåelse av forpliktende samarbeidsavtaler, bør bortfall av rettigheter til aksjer på annen måte enn utøvelse, flagges. All den tid ervervet av slike rettigheter skal meldes, vil markedet kunne ha et behov for opplysninger om at retten ikke utøves.

Et selskaps erverv av egne aksjer skal flagges etter direktivet art. 14. Utvalget legger til grunn at norsk rett er i samsvar med direktivet på dette punktet. Videre legges det til grunn at reglene i vphl. § 3-2 fjerde ledd om lån og tilbakelevering av aksjer kan videreføres, jf. lovutkastet til ny § 4-2 fjerde ledd. Det må som i dag vurderes konkret om et indirekte erverv er omfattet av flaggeplikten.

Personer som omfattes av flaggeplikten

Etter forslaget vil en aksjonær eller annen person omfattes av flaggepliktsregelen. En annen person

vil for eksempel kunne være en person som erverver rettigheter til aksjer.

Instrumenter omfattet av flaggeplikten

Etter direktivet skal det i utgangspunktet flagges for aksjer, depotbevis, samt finansielle instrumenter som gir en ubetinget rett til erverv av allerede utstedte og noterte aksjer med stemmerett, jf. art. 9 nr. 1 og 13 nr. 1. Det følger av sistnevnte bestemmelse at konvertible obligasjoner, tegningsrett og tilsvarende rettigheter ikke vil være omfattet av direktivets flaggeplikt. Ettersom Norge har hjemstatskompetanse, foreslås det å videreføres gjeldende rett på dette punktet, jf. ny § 4-2 syvende ledd. I tilfeller hvor utenlandsk aksjeutsteder har Norge som hjemstat, må bestemmelsen (som i dag) leses under henvisning til hjemstatens selskapsrett. Som nevnt er kun rettigheter til aksjer omfattet av ny § 4-2. Samme løsning følger av direktivet art. 13 og gjeldende norsk rett. Det er uten betydning om rettighetene til aksjene er opptatt til handel på regulert marked. Når det gjelder spørsmålet om aggregering av en aksjonærs aksjer og rettigheter til aksjer, antar utvalget at norsk rett bør videreføres. Utvalget legger også til grunn at flaggeplikten for grunnfondsbevis bør videreføres, ny § 4-2 jf. tiende ledd. Det foreslås ingen særskilt regulering av depotbevis til aksjer. Flaggeplikten vil imidlertid der Norge er hjemstat for utenlandske utstedere, etter omstendighetene, gjelde tilsvarende for innehaverne av slike. Utvalget legger for øvrig til grunn at gjeldede rett videreføres med hensyn til flagging av terminer.

Flagging av andel stemmer eller aksjekapital

Etter sin ordlyd omfatter direktivet art. 9 nr. 1 kun stemmerettigheter. Dette betyr at det etter direktivet ikke skal flagges for erverv eller avhendelse av stemmeløse aksjer. Vphl. § 3-2 første ledd omfatter til forskjell aksjonærenes forholdsmessige andel av «aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene». Etter det utvalget har fått opplyst vil flaggeplikten i de andre nordiske landene videreføres for så vidt gjelder erverv/avhendelse av stemmeløse aksjer. Til tross for at tillegget om «aksjekapitalen» antas å ha liten selvstendig betydning i praksis, legger utvalget til grunn at tilsvarende løsning bør velges for norsk retts vedkommende. Dette betyr at det skal flagges også der et selskap har flere aksjeklasser med ulik stemmevekt og en aksjonær passerer en flaggeterskel sett hen til vedkommendes andel av den totale aksjekapitalen.

Terskelgrensene for flaggeplikten

Terskelgrensene i direktivet er til dels andre enn etter gjeldende norske flaggepliktregler. I samsvar med direktivet foreslår utvalget at det innføres nye terskelgrenser på 15 % og 25 %. Terskelgrensene på 1/3 og 2/3 kan beholdes, jf. direktivet art. 9 nr 3 (b) og (c). Etter vphl. § 3-2 er det også flaggeplikt ved terskelgrensen på 9/10. Bestemmelsen har sin bakgrunn i at dette er grensen for tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer etter asal. § 4-25. Direktiv 2004/25/EF (overtakelsestilbud) vil innføre en rett til tvangsinnløsning ved erverv av 90 % av aksjene i selskaper notert innenfor hele EØS-området. Utvalget legger til grunn at terskelgrensen på 90 % derfor bør opprettholdes.

Unntak fra flaggeplikten

Direktivets unntak fra flaggeplikten i art. 9 nr. 4 og 5 er obligatoriske. Lest i sammenheng med art. 9 nr. 6, synes det riktig at unntakene må innføres i norsk rett, også i hjemstatstilfellene. Videre må det antas at det ikke kan innføres flere unntak fra flaggeplikten enn de nevnte unntakene (flere unntak vil bety lempeligere regler), jf. dog art. 11 omtalt nedenfor. Dette betyr for det første at det må innføres et unntak fra flaggeplikten for aksjer som erverves utelukkende for å forestå clearing og oppgjørsvirksomhet innenfor den alminnelige korte oppgjørsperiode («short settlement cycle»). Dette unntaket er trolig ikke særlig praktisk for det norske verdipapirmarkedet. Videre må det må innføres et generelt unntak fra flaggeplikten for forvaltere, forutsatt at forvalteren bare kan utøve stemmerettighetene til aksjene etter skriftlig eller elektronisk instruks fra aksjonæren. Heller ikke dette synes særlig praktisk ettersom en forvalter kun kan utøve en aksjonærs økonomiske rettigheter, jf. allmennaksjeloven § 4-10 nr. 3. Vphl. § 3-2 siste ledd har i dag en hjemmel for fastsettelse av unntak fra flaggeplikten for verdipapirforetak. I forskrift av 18. desember 2002 nr. 1613 unntas på visse vilkår verdipapirforetak fra å flagge erverv eller avhendelser der 5 % grensen passeres, forutsatt at handelen foretas som ledd i deres investeringstjenestevirksomhet. Utvalget antar at det ikke er noen vesensforskjell mellom direktivet art. 9 nr. 5 og 6 på den ene siden og forskriftsunntaket for investeringstjenester på den annen side, jf. definisjonen av handelsbok i art. 2 nr. 6 bokstav a) i direktiv 93/6/EF. Unntaket må like fullt utvides til å omfatte kredittinstitusjoner. Dette kan gjøres i forbindelse med gjennomføringen av direktivets nivå-2 regler. I tillegg til art. 9 nr. 4 – 6 må direktivet

art. 11 implementeres. Utvalget foreslår at det inntas en bestemmelse hvorved EØS-lands sentralbanker og Den Europeiske Sentralbanken på visse vilkår ikke behøver å flagge, jf. lovutkastet til ny § 4-2 tiende ledd som gjennomfører art. 11.

Melding om stemmeretts- og kapitalendringer

Utvalget antar at det for ordens skyld bør fastsettes en bestemmelse hvoretter aksjeutstedere skal sende en melding til markedet senest mot slutten av hver måned det finner sted en stemmerettighets/kapitalendring i selskapet, jf. forslaget til ny § 5-8 annet ledd og direktivet art. 15. Det bemerkes imidlertid at utstedere kan ha plikt til å offentliggjøre kapitalendringer tidligere på grunnlag av andre regler.

14.2 Konsolidering

14.2.1 EØS-rett

Etter art. 10 kommer flaggeplikten i art. 9 nr. 1 og 2 også til anvendelse i forhold til fysiske eller juridiske personer i den utstrekning de har rett til å erverve, avhende eller utøve stemmerettigheter i et eller flere av følgende tilfeller:

a) dersom vedkommende har inngått en avtale med en tredjepart, som forplikter partene til, gjennom samordnet utøvelse av stemmerettighetene de besitter, en langsiktig, felles politikk overfor ledelsen i utstederselskapet
b) dersom vedkommende har inngått avtale med en tredjepart om midlertidig overføring stemmerettigheter mot et vederlag
c) dersom aksjer med tilknyttede stemmerettigheter er stilt som sikkerhet til vedkommende, forutsatt at han kontrollerer stemmerettighetene, og har erklært at vedkommende har til hensikt å bruke dem
d) dersom det er tale om aksjer med tilknyttede stemmerettigheter som vedkommende har livslang disposisjonsrett over
e) dersom vedkommende kontrollerer et selskap som er berettiget til å utøve stemmerettigheter i henhold til bestemmelsene i bokstav a-d
f) dersom aksjer med tilknyttede stemmerettigheter er deponert hos vedkommende og denne etter eget forgodtbefinnende kan benytte stemmerettighetene uten spesifikke instruksjoner fra aksjonærene
g) stemmerettigheter som besittes av en tredjeperson i eget navn men for vedkommendes regning
h) dersom vedkommende kan utøve stemmerettigheter som fullmektig for aksjonærene etter eget skjønn uten spesifikke instrukser fra aksjonærene

Art. 10 bokstav c) skal på visse vilkår ikke komme til anvendelse på aksjer «provided to or by» medlemmer av ESCB, jf. art. 11 nr. 1.

Art. 12 nr. 4 første ledd bestemmer at morselskap til et forvaltningsselskap («management company») ikke skal måtte konsolidere («aggregate») sine eiendeler etter art. 9 og 10, med eiendelene som forvaltes av forvaltningsselskapet i henhold til direktiv 85/611/EF, forutsatt at forvaltningsselskapet utøver sine stemmerettigheter uavhengig av morselskapet. Etter annet ledd skal imidlertid art. 9 og 10 komme til anvendelse der morselskap, eller annet datterselskap av morselskapet, har investert i andeler som forvaltes av forvaltningsselskapet, og forvaltningsselskapet er uten diskresjonær kompetanse mht. å utøve stemmerettigheter tilknyttet andelene, men bare kan utøve slike stemmerettigheter under direkte eller indirekte instruksjoner fra morselskap eller annet datterselskap av morselskapet.

Art. 12 nr. 5 bestemmer at morselskap til verdipapirforetak med konsesjon i henhold til MiFID-direktivet ikke skal pålegges konsolidering etter art. 9 og 10 med eierandelene som verdipapirforetaket forvalter på «client-by-client basis» i henhold til MiFID art. 4 (1) forutsatt at:

- verdipapirforetaket har konsesjon til å tilby slik porteføljeforvaltning under MiFID punkt 4 i section A, annex I
- det bare kan utøve slike stemmerettigheter tilknyttet slike aksjer i henhold til skriftlig eller elektronisk formidlet instruks, eller det sørger for at porteføljeforvaltningstjenestene utøves uavhengig fra andre tjenester angitt i direktiv 85/611/EF, ved å innføre passende ordninger
- verdipapirforetaket utøver sine stemmerettigheter uavhengig av morselskapet.

Etter art. 12 nr. 5 annet ledd skal imidlertid art. 9 og 10 komme til anvendelse der morselskap, eller annet datterselskap av morselskapet, har investert i andeler som forvaltes av verdipapirforetaket, og verdipapirforetaket er uten diskresjonær kompetanse mht. å utøve stemmerettigheter tilknyttet andelene, og bare kan utøve slike stemmerettigheter under direkte eller indirekte instruksjoner fra morselskap eller annet datterselskap av morselskapet.

14.2.2 Norsk rett

Etter vphl. § 3-2 sjette ledd fremgår det at like med erververens eller avhenderens egne aksjer eller rettigheter til aksjer, regnes aksjer eller rettigheter til aksjer som eies eller i tilfelle erverves eller avhendes av nærstående som nevnt i § 1-4.

Som noens nærstående etter § 1-4 menes:

1. ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
2. mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt i nr. 1 som vedkommende bor sammen med,
3. selskap innen samme konsern som vedkommende,
4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2, eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd,
5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument.

Det følger av allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd at et allmennaksjeselskap er et morselskap hvis det på grunn av avtale eller som eier av aksjer eller selskapsandeler har bestemmende innflytelse over et annet selskap (datterselskap). Et allmennaksjeselskap skal alltid anses å ha bestemmende innflytelse hvis selskapet:

1. eier så mange aksjer eller andeler i et annet selskap at de representerer flertallet av stemmene i det andre selskapet, eller
2. har rett til å velge eller avsette et flertall av medlemmene i det andre selskapets styre.

Eier et morselskap sammen med et datterselskap, eller eier ett eller flere datterselskaper sammen, så mange aksjer eller andeler i et annet selskap som angitt i første punktum, anses det sistnevnte selskap som datterselskap til morselskapet. Har et morselskap sammen med et datterselskap, eller har ett eller flere datterselskaper sammen, slik bestemmende innflytelse og andel i et annet selskaps driftsresultat som angitt i annet punktum, anses det sistnevnte selskap som datterselskap til morselskapet.

14.2.3 Utvalgets vurdering

Innledning

Direktivets hovedregler om konsolidering fremkommer av art. 10. Hensikten med bestemmelsen er å likestille visse tredjepersoners erverv, avhendelser og innehav av stemmerettigheter med en aksjonærs, eventuelt annen flaggepliktig persons. Den nærmere rekkevidden av art. 10 er imidlertid ikke åpenbar. Utvalget antar at kun tre av konsolideringsalternativene i bestemmelsen er aktuell for norske selskapers vedkommende, jf. under.

Virkeområde

Både juridiske og fysiske personer (herunder aksjonærer) omfattes av art. 10. Utvalget legger til grunn at stemmerettsbeholdningen til personene som konsolideres må nå opp til, passere eller falle under en av flaggegrensene i art. 9 («The notification requirements shall apply»). Det er rimelig å anta at en aksjonærs beholdning av stemmeberettigede aksjer etter art. 9, skal aggregeres med stemmerettighetene som reguleres i art. 10. Tilsvarende gjelder etter vphl. § 3-2 sjette ledd («Like med»). Videre synes det riktig at konsolideringsplikten etter art. 10 vil kunne inntre allerede på avtaletidspunktet, for eksempel ved inngåelsen av en aksjonæravtale eller ved tildelingen av en fullmakt til å stemme, jf. «entitled to». Konsolideringsbestemmelsen i vphl. § 3-2 sjette ledd omfatter til forskjell kun aksjer eller rettigheter til aksjer som «eies eller i tilfelle erverves eller avhendes av nærstående».

Konsolideringsregler for norske utstedere

Utvalget antar at enkelte av konsolideringsalternativene i art. 10 ikke vil være aktuelle for norske aksjeutstedere. Etter norsk rett er det for eksempel ikke adgang til å skille stemmerettigheter fra aksjer, jf. bokstav b). Videre vil en panthaver uten særskilt fullmakt ikke ha anledning til å stemme for en pantsatt aksje, jf. bokstav c). Unntak fra dette kan følge av for eksempel lov om finansiell sikkerhetsstillelse. Etter omstendighetene vil det måtte flagges etter denne lovens §§ 3 og 4. Heller ikke bokstav d), f) eller g) synes aktuelle for norske aksjeutstedere. Utvalget legger til grunn at konsolideringsreglene i art. 10 som forutsetter en avtale eller et arrangement som vil være i strid med norsk rett, ikke bør implementeres. Etter utvalgets oppfatning er kun konsolideringsreglene i art. 10 bokstav a), e) og h) aktuelle for norske utstedere.

Art. 10 bokstav a) kommer til anvendelse dersom vedkommende person (dvs. den flaggepliktige) har inngått en avtale med en tredjepart som forplikter partene til samordnet utøvelse av stemmerettighetene de besitter i form av en vedvarende felles langsiktig politikk overfor ledelsen i utste-

derselskapet. Direktivforpliktelsen svarer i stor grad til opptaksdirektivet art. 92 første ledd bokstav c). Alternativet tilsvarer langt på vei gjeldende vphl. § 1-4 nr. 5 (ny § 2-7 nr. 5).

Art. 10 bokstav e) er aktuell dersom et selskap som kontrolleres av vedkommende person er berettiget til å utøve stemmerettigheter i utstederforetaket. Direktivbestemmelsen svarer langt på vei til opptaksdirektivet art. 92 første ledd bokstav b). Dette alternativet har sitt motstykke i vphl. § 1-4 nr. 4 (ny § 2-7 nr. 4).

Art. 10 bokstav h) vil komme til anvendelse der vedkommende person kan utøve stemmerettigheter som fullmektig for en aksjonær etter eget skjønn uten spesifikke instrukser fra aksjonæren. Bestemmelsen medfører for eksempel at en aktiv forvalter vil kunne ha flaggeplikt dersom forvalteren har en generell rett til å avgi stemme. Er aksjen forvalterregistrert vil forvalteren bare kunne utøve økonomiske rettigheter, jf. allmennaksjeloven § 4-10 nr. 3. Art. 10 bokstav h) svarer i en viss grad til opptaksdirektivet art. 92 første ledd bokstav h). En forskjell er at nevnte bestemmelse i opptaksdirektivet regulerer konsolidering av stemmerett som er knyttet til aksjer deponert hos vedkommende. Transparencydirektivet angir konsolidering av stemmerett som vedkommende kan utøve ved fullmakt. I begge tilfeller er det et vilkår at vedkommende må kunne utøve stemmeretten etter eget skjønn, og at det ikke foreligger særlig instruks fra aksjeeier. Ifølge aksjeloven og allmennaksjeloven § 5-2, jf. § 5-3, er det fri adgang til å la fullmektig utøve stemmerett, hvilket kan gjøres etter instrukser fra aksjonæren eller uten slike instrukser.

Forholdet til vphl. § 1-4 (ny § 2-7)

Etter det utvalget kan se vil konsolideringsbestemmelsene i vphl. §§ 3-2 sjette ledd og 1-4 (nye §§ 4-2 åttende ledd og 2-7), langt på vei tilfredsstille kravene som stilles i art. 10 bokstav a) og e). Uavhengig av dette foreslår utvalget at ny § 4-2 fastslår at inngåelse av avtaler om forpliktende samarbeid og konsernetableringer, utløser flaggeplikt. Det vises til pkt. 15.1.3. Utvalget kan ikke se at art. 10 bokstav h) har noe motstykke i gjeldende norsk rett. For å oppfylle EØS-forpliktelsene anses det nødvendig å presisere i ny § 4-2 åttende ledd at visse fullmektigforhold skal konsolideres. Av hensyn til at vphl. § 1-4 (ny § 2-7) gjelder generelt (for eksempel tilbudsplikt, egenhandel og meldeplikt) mener utvalget det er mest hensiktsmessig at en slik presisering inntas i vphl. § 4-2.

Konsolideringsregler for utenlandske utstedere med Norge som hjemland

Norge vil kunne være hjemland for utenlandske utstedere. Det vil være nødvendig å gjennomføre art. 10 bokstav b) – d), f) og g) for disse utstederne, jf. utkastet til forskrifthjemmel niende ledd i ny § 4-2.

Særskilte konsolideringsregler

Art. 12 nr. 4 og nr. 5 inneholder særlige regler mht. konsolidering for så vidt gjelder hhv. morselskaps eierandeler og datterselskaps eierandeler som besittes som ledd i forvaltning for kunder på nærmere vilkår, bl.a. avhengig av om datterselskapet kan utøve stemmerettigheter for slike andeler med eller uten instruks fra morselskapet. Etter utvalgets oppfatning åpner gjeldende vphl. § 1-4 nr. 3 (ny § 2-7 nr. 3) ikke for unntak fra konsolidering (og flaggeplikt) for selskap innen samme konsern. Utvalget antar at det vil være mest i tråd med EØS-forpliktelsene dersom det i norsk rett innføres unntak i slike tilfeller. Det anses mest hensiktsmessig at reglene gis i forskrift, jf. utkastet til niende ledd i ny § 4-2.

14.3 Krav til innholdet i flaggemeldingen

14.3.1 EØS-rett

Art. 12 regulerer innholdet i flaggemeldinger, samt hvordan det skal flagges.

Art. 12 nr. 1 bestemmer at melding om større eierandeler etter art. 9 og 10 skal inneholde følgende opplysninger:

a) situasjonen som følge av ervervet/avhendelsen for så vidt angår andelen av stemmerettigheter og kapital.
b) kjeden av kontrollerte selskaper som stemmerettighetene besittes gjennom («the chain of controlled undertakings through which voting rights are effectively held.»)
c) datoen da terskelgrensen ble nådd eller passert (over eller under).
d) identiteten til aksjonæren, selv om vedkommende ikke er berettiget til å utøve stemmerettigheter under vilkårene fastlagt i art. 10, og identiteten til den person eller juridiske enhet som er berettiget til å utøve stemmerettigheter på vegne av aksjonæren.

Kommisjonen kan i medhold av art. 12 nr. 8 fastsette nærmere bestemmelser om blant annet inn-

holdet av flaggemeldinger (herunder bruk av et «standard form»).

14.3.2 Norsk rett

Kravene til innholdet i meldingen følger av vphl. § 3-3 annet ledd. Melding etter § 3-2 skal inneholde opplysninger om:

a) tidspunktet for ervervet eller avhendelsen,
b) antall aksjer meldingen omfatter,
c) om ervervet eller avhendelsen gjelder vedkommende selv eller nærstående som nevnt i § 1-4,
d) hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar etter ervervet eller avhendelsen som utløser meldeplikten,
e) hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar i form av rettigheter til aksjer etter ervervet eller avhendelsen som utløser meldeplikten, og
f) opplysninger om på hvilket tidspunkt rettigheter som nevnt i § 3-2 tredje ledd kan utøves.

14.3.3 Utvalgets vurdering

Norsk rett er i utgangspunktet strengere enn direktivet for så vidt gjelder innholdet av flaggemeldinger. Kommisjonen skal imidlertid fastsettes nærmere nivå-2 regler om innholdet av flaggemeldinger. Det synes hensiktsmessig at kravene til flaggemeldinger samles ett sted. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at kravene til slike meldinger fastsettes i forskrift. Det vises til lovutkastet § 4-3 annet ledd.

14.4 Fremsettelse av melding

14.4.1 EØS-rett

Art. 12 nr. 2 bestemmer at melding skal gis til utsteder snarest mulig og senest innen fire handelsdager regnet fra den dagen en meldepliktig

a) blir kjent med ervervet, avhendelsen eller muligheten for å utøve stemmerettigheter, eller, etter omstendighetene, den dagen vedkommende burde ha blitt oppmerksom på dette, uavhengig av datoen ervervet, avhendelsen eller muligheten for å utøve stemmerettigheter faktisk inntrådte,
b) blir informert om begivenheter som nevnt i art. 9 nr. 2.

Art. 12 nr. 3 bestemmer at et selskap skal være fritatt fra å gi melding i henhold til nr. 1, dersom melding har blitt gitt av morselskap, eller, der morselskapet selv er et kontrollert selskap, av dets eget morselskap.

Art. 12 nr. 6 bestemmer at utsteder ved mottak av melding i henhold til nr. 1, og ikke senere enn tre handelsdager, skal offentliggjøre all informasjon flaggemeldingen inneholder. Etter art. 12 nr. 7 kan imidlertid hjemstaten frita utstedere fra forpliktelsen etter nr. 6 dersom flaggemeldingen blir offentliggjort av hjemstatens kompetente myndighet i henhold til vilkårene fastsatt i art. 21, ved mottak av meldingen, og ikke senere enn tre handelsdager deretter.

Etter art. 19 nr. 3 skal opplysninger som sendes utsteder i henhold til flaggereglene i art. 9, 10, 12 og 13, samtidig sendes til den kompetente myndigheten i hjemstaten.

Kommisjonen kan fastsette nærmere regler om innholdet og fremsettelsen av flaggemeldinger, jf. art. 12 nr. 8.

Det er regler om flaggemeldingers språk i art. 20 nr. 5:

> «Member States shall allow shareholders and the natural person or legal entity referred to in Articles 9, 10 and 13 to notify information to an issuer under this Directive only in a language customary in the sphere of international finance. If the issuer receives such a notification, Member States may not require the issuer to provide a translation into a language accepted by the competent authorities.»

I realiteten gir direktivbestemmelsen flaggepliktige adgang til å sende flaggemeldinger på engelsk.

14.4.2 Norsk rett

Etter vphl. § 3-2 femte ledd skal det flagges ved melding til børsen «straks» (dvs. umiddelbart) etter at «avtale om erverv eller avhendelse av inngått». Vilkåret er i praksis tolket og håndhevet strengt. Det er uten betydning når det skal leveres i henhold til avtalen. Ved tegning av aksjer vil det avgjørende være når aksjonæren er forpliktet vis-à-vis selskapet, dvs. når forpliktelsen til å innbetale aksjeinnskuddet inntrer (etter tildeling). Dette vil normalt være før registrering av kapitalforhøyelsen i Foretaksregisteret/VPS. Større grupper/konsern (særlig med tilstedeværelse i flere land) gis av praktiske grunner tid til å aggregere sin beholding av aksjer, gjerne til påfølgende dag. Børsen offentliggjør innkomne flaggemeldinger i sitt meldingssystem, jf. § 3-3 tredje ledd.

14.4.3 Utvalgets vurdering

Fristen for å flagge

Utvalget ser vesentlige fordeler ved å videreføre gjeldende krav til når flaggmeldinger skal inngis. Det vil etter utvalgets vurdering være lite heldig om fristen for å flagge heves fra «straks» til inntil fire dager etter sluttet avtale. Utvalget foreslår likevel at den norske flaggebestemmelsen på dette punktet tilpasses direktivets terminologi. Etter forslaget til ny § 4-2 sjette ledd skal det derved flagges så raskt som mulig etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått, eller vedkommende blir kjent med eller burde ha blitt kjent med annen omstendighet (kapitalendring, inngåelse av avtale mv.) som utløser flaggeplikten, jf. art. 12 nr. 2. Utvalget legger til grunn at dette ikke innebærer noen realitetsforskjell fra i dag.

Generelt om fremgangsmåten ved flagging

Det oppstår etter utvalgets vurdering to spørsmål knyttet til fremgangsmåten ved flagging. For det første må det avklares hvem som skal offentliggjøre flaggemeldinger til markedet. Direktivets utgangspunkt er her at utstederne skal stå for offentliggjøringen, likevel slik at de på gitte vilkår kan fritas fra denne plikten, jf. art. 12 nr. 6. For det andre oppstår spørsmål om hvem de flaggepliktige skal inngi meldingene til. Direktivets utgangspunkt på dette punktet er at meldingen skal sendes til utsteder, jf. art. 9 nr. 1.

Offentliggjøring av flaggemeldinger

Etter direktivet skal som nevnt utsteder offentliggjøre flaggemeldinger, jf. art. 12 nr. 6. Utvalget finner det ikke hensiktsmessig å gjennomføre direktivets ordning i norsk rett. Dette er heller ikke påkrevd. Gjeldende praksis på området er vel innarbeidet i Norge og det synes ikke å være i markedets interesse å legge ansvaret for offentliggjøring på utstederne. Utvalget foreslår derved at Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker skal offentliggjøre meldinger etter § 4-3 (det vil si primærinnsideres meldinger og flaggemeldinger). På gitte vilkår vil den Kredittilsynet kunne delegere ansvaret for offentliggjøring av flaggemeldinger til andre, mest typisk vedkommende regulerte marked der opptak til handel av aksjen finner sted, Det vises til pkt. 22.1.3 for en nærere vurdering av denne adgangen.

Innsending av flaggemeldinger

Når det gjelder spørsmålet om hvem flaggepliktige skal inngi meldinger til, antar utvalget at gjeldende ordning ikke tilfredsstiller direktivet. Utvalget kan ikke se at art. 12 nr. 2 er oppfylt hvis norsk rett kun stiller krav om innsendelse av melding til det regulerte markedet, eventuelt Kredittilsynet. Utvalget foreslår derfor at direktivets løsning legges til grunn på dette punkt. Dette betyr at flaggepliktige må sende melding til den aktuelle aksjeutstederen og til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpekter, jf. art. 12. nr. 2 og 19 nr. 3. Det vises til lovutkastet § 4-2 første ledd. På gitte vilkår vil Kredittilsynet kunne delegere ansvaret for mottak og kontroll av flaggemeldinger til andre, mest typisk det aktuelle regulerte markedet, jf. art. 24 nr. 2 og 4 bokstav h). Det vises til pkt. 22.1.3 for en nærmere vurdering av denne adgangen.

Språk

Etter art. 20 nr. 5 skal flaggemeldinger kunne sendes på engelsk. Etter forslaget til ny § 4-3 fjerde ledd kan meldinger gis på norsk eller engelsk.

Kapittel 15
Utsteders offentliggjøring av «regulated information»

15.1 EØS-rett

15.1.1 Generelt

Direktivet har i art. 21 bestemmelser om offentliggjøring og lagring av «regulated information». Sistnevnte begrep er definert i art. 2 nr. 1 bokstav k) og omfatter opplysninger som skal offentliggjøres etter transparency- og markedsmisbruksdirektivet, jf. omtalen i pkt. 12.1.

Art. 21 retter seg mot utstedere hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked, samt andre personer som har søkt om slikt opptak. Hensynet bak bestemmelsen er å bedre investorers tilgang til informasjonspliktige opplysninger i EØS-området, jf. fortalens pkt. 25:

> «Access for investors to information about issuers should be more organised at a Community level in order to actively promote integration of European capital markets. Investors who are not situated in the issuer's home Member State should be put on an equal footing with investors situated in the issuer's home Member State, when seeking access to such information.»

Det er som utgangspunkt hjemstaten som pålegges plikter i forbindelse med utsteders og andres offentliggjøring av opplysninger, jf. likevel pkt. 16.1.4. Hjemstaten skal i denne forbindelse sikre overholdelse av minimumsstandarder for en hurtig utbredelse av opplysninger på en ikke-diskriminerende måte.

Det skal i medhold av art. 21 nr. 4 fastsettes nærmere regler om offentliggjøring og lagring av informasjonspliktige opplysninger:

> «the Commission shall adopt implementing measures in accordance with the procedure referred to in Article 27(2). The Commission shall in particular specify:
> (a) minimum standards for the dissemination of regulated information
> (b) minimum standards for the central storage mechanism as referred to in paragraph 2.
>
> The Commission may also specify and update a list of media for the dissemination of information to the public.»

Utkast til bestemmelser om offentliggjøring finnes i kommisjonens arbeidsdokument ESC/34/2005 art. 13. På sikt skal det gis nærmere regler om lagring av informasjonspliktige opplysninger.[1]

15.1.2 Offentliggjøring

Art. 21 nr. 1 inneholder visse minimumskrav til offentliggjøringen. Den skal skje på en måte som sikrer rask tilgang til opplysningene på en ikke-diskriminerende måte, jf. første punktum. Investorer kan ikke avkreves særskilt betaling for opplysningene, jf. annet punktum. Det er i bestemmelsen stilt krav om at utsteder (og annen person som har søkt om opptak til handel) skal benytte «such media as may reasonably be relied upon» for en effektiv informasjonsspreding til allmennheten i EØS. Når det gjelder bruk av slikt «media» heter det til slutt i art. 21 nr. 1:

> «The home Member State may not impose an obligation to use only media whose operators are established on its territory.»

En hjemstat kan derved ikke pålegge sine utstedere å benytte dette landets «media» til offentliggjøring. Fortalens pkt. 25 utdyper dette forholdet:

> «Issuers should benefit from free competition when choosing the media or operators for disseminating information under this Directive».

Direktivets utgangspunkt er derved at utstedere skal kunne velge medium for offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger. Medlemsstatene er i denne forbindelse underlagt et diskrimineringsforbud for så vidt gjelder nasjonalitet. Medlemsstatene kan likevel stille krav til måten opplysningene offentliggjøres på.

15.1.3 Lagring

Etter art. 21 nr. 1 skal utsteder og annen person som har søkt om opptak til handel, i tillegg til å sørge for effektiv offentliggjøring av informasjons-

[1] CESR er gitt et mandat til å lage utkast til slike regler, jf. http://www.cesr-eu.org/ under «consultations».

pliktige opplysninger, sende opplysningene til en såkalt «officially appointed mechanism». I denne mekanismen skal «regulated information» som offentliggjøres, lagres. Nærmere bestemmelser om lagringsmekanismen finnes i art. 21 nr. 2. Etter denne skal medlemsstatene sørge for at det finnes minst en «officially appointed mechanism» for «the central storage» av informasjonspliktige opplysninger. Som det fremgår er det etter direktivet anledning til å utpeke flere lagringsmekanismer i hvert medlemsland. Videre i art. 21 nr. 2 er det stilt krav om sikkerheten til lagringssystemet:

> «These mechanisms should comply with minimum quality standards of security, certainty as to the information source, time recording and easy access by end users and shall be aligned with the filing procedure under Article 19(1).»

Prosedyrene for lagring og innsendelse til hjemstatens kompetente myndighet, skal være «aligned» («afstemt» i den danske direktivversjonen). På sikt er det et mål at «regulated information» som lagres i ett medlemsland, skal være søkbar i hele EØS, eventuelt at alle opplysningene skal lagres i ett sentralt europeisk system, jf. fortalens pkt. 25.

> «In addition, information which has been disseminated should be available in the home Member State in a centralized way allowing a European network to be built up, accessible at affordable prices for retail investors, while not leading to unnecessary duplication of filing requirements for issuers.»

15.1.4 Vertstatsforpliktelser

Det er i utgangspunktet hjemstaten som skal sørge for at utsteder og annen person som har søkt om opptak til handel, etterlever sine forpliktelser til å offentliggjøre og lagre informasjonspliktige opplysninger. Etter art. 21 nr. 3 pålegges imidlertid en vertstat å tilse at rettmessig offentliggjøring finner sted, dersom det omsettelige verdipapiret bare er opptatt til handel i vertstaten. Rekkevidden av bestemmelsen er ikke umiddelbart klar all den tid vertstaten ikke vil motta kopi av «regulated information» som skal offentliggjøres, jf. art. 19. En vertstat kan heller ikke pålegge utstedere eller andre personer (herunder flaggpliktige investorer) å sende opplysninger til vertstatens kompetente myndighet, jf. art. 3 nr. 2.

15.2 Norsk rett

15.2.1 Lovgrunnlag

En sentral forpliktelse for børsnoterte foretak er kravet til offentliggjøring av opplysninger som er relevante for kursen på foretakets verdipapirer. I norsk rett følger dette kravet av børsloven § 5-7 første ledd første punktum. Informasjonsplikten etter børslovens § 5-7 er aktuell for utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp eller søkes tatt opp til notering. Børsloven § 5-7 gjelder tilsvarende for autoriserte markedsplasser, jf. § 6-8.

Etter børsloven § 5-7 første ledd annet punktum skal informasjonspliktige opplysninger sendes til den børs der de finansielle instrumentene er eller søkes notert, med mindre Kredittilsynet bestemmer noe annet. Utgangspunktet etter norsk rett er derved at offentliggjøring skal skje gjennom børsens informasjonssystem. Nærmere regler om offentliggjøring følger av børsforskriften kapittel 23, jf. pkt. 16.2.1.

Norsk rett har ingen særskilte regler om lagring av informasjonspliktige opplysninger.

15.2.2 Børsforskriftens regler om offentliggjøring

Nærmere regler til utfylling av børsloven § 5-7 første ledd følger av børsforskriften kapittel 5, 6 og 10. Som hovedregel skal informasjonspliktige opplysninger offentliggjøres i medhold av § 23-2. Etter denne bestemmelsens første ledd anses offentliggjøring å ha funnet sted når opplysningene er mottatt av børsen og børsmelding har blitt distribuert i børsens informasjonssystem.[2] Det kan besluttes at offentliggjøring skal finne sted på annen måte, jf. § 23-2 annet ledd.

I forskriften § 23-3 er det gitt egne regler for offentliggjøring utenom børsens åpningstid. Utgangspunktet her er at offentliggjøring skal skje på en betryggende måte som sikrer at informasjonen blir samtidig og alminnelig tilgjengelig. I tillegg skal opplysningene være mottatt av børsen og klar for offentliggjøring gjennom børsens informasjonssystem, innen åpningen av børsen neste dag.

Det følger av børsforskriften § 23-2 fjerde ledd at opplysninger som er fortrolige eller hemmelige av hensyn til rikets sikkerhet mv, ikke kan offentliggjøres.

[2] Børsen har gitt egne regler om innsendelse av opplysninger, format mv. Se børssirkulær nr. 3 og 7 av 2005.

15.3 Utvalgets vurdering

15.3.1 Generelt

Direktivet art. 21 inneholder bestemmelser om offentliggjøring og lagring av «regulated information», det vil si informasjonspliktige opplysninger. Norsk rett oppfyller ikke kravene i art. 21 fullt ut. De norske bestemmelsene om offentliggjøring må da endres for å tilfredsstille de kravene som direktivet stiller. Videre må det innføres bestemmelser om lagring av opplysninger hos en sentral lagringsmekanisme.

Utvalget bemerker at gjeldende norske regulering av utstederforetaks offentliggjøring av kursrelevante opplysninger, har fungert godt i praksis. Slik art. 21 er utformet kan imidlertid børsloven § 5-7 første ledd ikke videreføres. Denne bestemmelsen foreslås derfor opphevet, jf. nedenfor. Utvalget presiserer at det enkelte regulerte markedet innenfor fellesskapsrettens rammer, vil kunne fastsette egne bestemmelser om offentliggjøring av opplysninger.

Endringer i reglene om offentliggjøring av opplysninger, nødvendiggjør justeringer i de norske tilsynsbestemmelsene. Det vises til pkt. 22.1.3.

15.3.2 Offentliggjøring

Utvalget foreslår at art. 21 gjennomføres i en ny § 5-12 i vphl. Reglene i børsloven § 5-7 første ledd foreslås opphevet. I børsforskriften kapittel 23 om offentliggjøring må det også foretas endringer, men utvalget går ikke nærmere inn på dette ettersom denne vurderingen må tas i forbindelse med gjennomføringen av direktivets nivå-2 regler.

Etter forslaget til ny § 5-12 første ledd skal utsteder eller annen person som har søkt om opptak til handel uten utsteders samtykke, offentliggjøre informasjonspliktige opplysninger på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Utvalget foreslår at plikten knyttes til alle opplysninger som skal offentliggjøres etter verdipapirhandelloven, jf. «etter denne lov» i lovforslaget. Børsens monopol som informasjonsformidler vil med forslaget oppheves. Dette er i tråd med direktivet art. 21 nr. 1, jf. fortalens pkt. 25. Etter forslaget til første ledd annet punktum skal offentliggjøring skje uten kostnad for eiere og potensielle eiere (det vil si investorer kan ikke avkreves noen spesifikk betaling for opplysningene), og ved bruk medier som i «rimelig grad» kan forventes å sikre tilgang til opplysningene i hele EØS. Også dette er i samsvar med direktivet.

En utsteder (og annen person) vil etter forslaget til ny § 5-12 første ledd kunne velge det medium som finnes hensiktsmessig, forutsatt at offentliggjøringen er:

- effektiv,
- ikke-diskriminerende,
- kostnadsfri for investorer, og
- i rimelig grad sikrer tilgang i EØS.
- Det må i utgangspunktet vurderes konkret om de enkelte vilkårene er oppfylte. Med unntak av vilkåret om kostnad, vil vurderingene etter omstendighetene fremstå som skjønnsmessige. Det må ved vurderingen sees hen til hensynet med offentliggjøringsbestemmelsen, nemlig å lette investorers tilgang til opplysninger i hele EØS-området. Utvalget presisere at det ventelig vil bli fastsatt nivå-2 regulering som vil legge nærmere føringer for hvordan offentliggjøring kan finne sted, og derved hvordan nevnte vilkår skal forstås i praksis. Utvalget foreslår i denne forbindelse en forskriftshjemmel i § 5-12 femte ledd. Under enhver omstendighet synes det klart at utstedere og andre personer, etter avtale med vedkommende regulerte marked, også i fremtiden vil ha rett til å benytte markedets informasjonssystem forutsatt at dette tilfredsstiller de nærmere vilkårene til offentliggjøring.

Utvalget foreslår at børsforskriften § 23-2 fjerde ledd om unntak for opplysninger som er fortrolige eller hemmelige av hensyn til rikets sikkerhet, videreføres i ny § 5-12 tredje ledd.

Direktivets utgangspunkt er som nevnt at hjemstaten skal sørge for at offentliggjøring finner sted. Etter art. 21 nr. 3 pålegges imidlertid vertstaten visse forpliktelser i denne forbindelse. Utvalget foreslår at art. 21 nr. 3 gjennomføres som fjerde ledd i ny § 5-12:

> «Første ledd første og annet punktum, samt annet ledd gjelder for utstedere med Norge som hjem- og vertsland, jf. § 5-4. For utstedere med Norge som vertsland gjelder nevnte bestemmelser likevel bare der opptak til handel kun finner sted på norsk regulert marked. Slike utstedere skal i tillegg til å offentliggjøre opplysningene, sende disse til vedkommende lands offisielle lagringsmekanisme.»

Utstedere med Norge som vertsland som alene er opptatt til handel her, vil med dette måtte offentliggjøre sine årsrapporter mv. i samsvar med vphl. ny § 5-12 første ledd. Etter forslaget til ny § 5-4 fjerde ledd vil slike utstederes årsrapporter mv. bli utarbeidet i samsvar med hjemstatens rett. Denne reguleringen skal i det minste tilfredsstille direkti-

vets krav. Art. 21 nr. 3 omhandler kun offentliggjøring, ikke lagring av opplysninger, jf. lovforslaget.

15.3.3 Lagring

Informasjonspliktige opplysninger skal, i tillegg til å offentliggjøres, lagres, jf. art. 21 nr. 1 og 2. Det er klart at Norge kan ha flere lagringssystemer for denne type opplysninger. Per i dag omsettes omsettelige verdipapirer kun på Oslo Børs. I fremtiden vil imidlertid aksje- og obligasjonsomsetning mv. kunne finne sted på andre regulerte markeder (i tillegg til på MHF og andre handelsplattformer).

Utvalget foreslår at vedkommende regulerte marked, det vil si det regulerte markedet der det aktuelle omsettelige verdipapirer er opptatt til handel, er lagringssystem for informasjonspliktige opplysninger. Opplysningene skal etter forslaget lagres på betryggende vis. Dette er i samsvar med direktivet, jf. art. 21 nr. 2. Nærmere regler om tilgang til lagringssystemet mv. vil kunne fastsettes i forskrift, jf. § 5-12 femte ledd.

I den grad et omsettelig verdipapir er opptatt til handel på flere regulerte markeder, vil utsteder og annen person som har søkt om opptak, måtte sende opplysningene til alle de regulerte markedene. Dersom en slik løsning viser seg å være uhensiktsmessig, for eksempel ved at ett og samme omsettelige verdipapir tas opp til handel på svært mange regulerte markeder (noe som per i dag synes lite sannsynlig), vil det kunne fastsettes nærmere regler om lagring i forskrift, jf. lovutkastet til § 5-12 femte ledd.

Etter utvalget syn er det flere fordeler med den foreslåtte løsningen. For det første vil vedkommende regulerte marked motta den informasjonen som utstedere og andre personer offentliggjør. Dette er viktig ettersom regulerte markeder spiller en sentral rolle i markedsovervåkingen mv. Regulerte markeder skal også påse at utstedere av omsettelige verdipapirer etterlever sine informasjonsforpliktelser etter fellesskapsretten, jf. MiFID art. 40 nr. 3. Videre synes den foreslåtte ordningen å innebære minst kostnader totalt sett. Børsen har i dag et system for mottak av opplysninger som antas å tilfredsstille de behov som direktivets regulering medfører. Opprettelsen av en ny ordning for innsendelse og lagring av opplysninger vil formentlig medføre større kostnader enn en tilpassning av dagens system. Dessuten vil Kredittilsynet gjennom sitt tilsyn med regulerte markeder kunne kontrollere at ordningen fungerer tilfredsstillende.

15.3.4 Innsending av opplysninger til Kredittilsynet

Etter forslaget til ny § 5-12 annet ledd skal års- og delårsrapporter sendes Kredittilsynet elektronisk samtidig som offentliggjøring finner sted. Vilkåret om elektronisk innsending følger ikke av direktivet, men for øvrig er forslaget i samsvar med direktivet. Etter art. 19 nr. 2 kan utstedere fritas fra å sende løpende meldinger til tilsynsmyndigheten. Utvalget foreslår at denne adgangen benyttes. Videre foreslås det at departementet i forskrift skal kunne gi nærmere regler om innsendelse av opplysninger til Kredittilsynet, jf. lovforslaget. For øvrig vises det til at forskriften om Kredittilsynets regnskapskontroll har en lignende bestemmelse i § 4. Eventuelle justeringer av denne forskriften bør vurderes i forbindelse med gjennomføringen av transparencydirektivets nivå-2 regler.

Kapittel 16
Opplysningsplikt overfor verdipapirinnehavere

16.1 Opplysningsplikt overfor aksjeeiere

16.1.1 EØS-rett

Art. 17 regulerer utsteders opplysningsplikt overfor og kommunikasjon med, aksjonærer. Bestemmelsen gjelder for utsteder hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked. Etter nr. 1 skal utsteder likebehandle alle aksjonærer som befinner seg i samme stilling. I følge nr. 2 skal utsteder sørge for at alle nødvendige fasiliteter som er nødvendig for at aksjonærene kan utøve sine rettigheter, er tilgjengelig i hjemstaten. Videre skal foretaket sikre «the integrity of data». Aksjonærene må ikke forhindres fra å utøve sine rettigheter gjennom fullmektig i henhold til registreringslandets regler.

Art. 17 nr. 2 bokstav a) - d) fremhever enkelte nærmere spesifiserte opplysninger og fasiliteter som utsteder skal formidle/stille til rådighet for til sine aksjonærer:

1. opplysninger om sted, tid og dagsorden for møter, det totale antall aksjer og stemmerettigheter, og aksjonærenes rett til å delta på generalforsamlingen,
2. gjøre tilgjengelig et fullmaktskjema, i papirform, eller hvis aktuelt ved elektronisk middel, til enhver person som har rett til å stemme på generalforsamling, sammen med innkallelsen til generalforsamlingen, eller ved forespørsel etter kunngjøring av generalforsamlingen («or on request after an announcement of the meeting»),
3. utnevne som representant en finansinstitusjon («financial institution»), som aksjonærene kan utøve sine finansielle rettigheter gjennom, og
4. offentliggjøre opplysninger eller utsende melding om fordeling og utbetaling av utbytte og utstedelse av nye aksjer, inkludert eventuelle ordninger for tildeling, tegning, annullering og konvertering.

Art. 17 nr. 3 fastslår at hjemstaten skal gi utsteder mulighet til å formidle opplysninger til sine aksjonærer gjennom elektroniske midler, betinget av at slik beslutning har blitt truffet på generalforsamling og oppfyller følgende vilkår:

a) anvendelse av elektroniske midler til formidling skal under ingen omstendigheter avhenge av aksjonærens hjemsted eller bopel, eller i tilfeller som omhandlet i art. 10 de aktuelle fysiske eller juridiske personers hjemsted eller bopel,
b) det er sørget for identifikasjonsordninger, slik at den som er berettiget til å stemme eller styre utøvelsen av stemmerett, blir informert,
c) bruk av elektroniske midler for overføring av informasjon skal være gjenstand for individuelt samtykke fra aksjonærene det gjelder, eller i tilfellene referert i art. 10 bokstav a) – e) de aktuelle personer. Vedkommende skal kontaktes skriftlig for å innhente slikt samtykke, og hvis vedkommende ikke protesterer innen rimelig tid anses samtykke for å være gitt. Selv om samtykke er gitt beholdes retten til å kreve på ethvert tidspunkt i fremtiden, at informasjon skal gis skriftlig, og
d) en eventuell fordeling av utgifter til oversendelse av opplysninger gjennom elektroniske midler, skal avgjøres av utsteder i overensstemmelse med prinsippet om likebehandling i første ledd.

Kommisjonen kan utforme nærmere regler til utfylling av art. 17, jf. nr. 4. Det er ikke inntatt forslag til slike i arbeidsdokument ESC/34/2005.

16.1.2 Norsk rett

Det følger av børsforskriften § 23-8 første ledd at utstedere av finansielle instrumenter skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse.

Børsforskriften § 23-8 annet ledd fastslår at i forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å

gi dem selv, visse innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utstedere. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.

Etter børsforskriften § 4-1 skal generalforsamling i børsnoterte selskap innkalles ved skriftlig henvendelse til alle aksjeeiere med kjent adresse. Innkallingen med samtlige vedlegg skal senest samtidig sendes børsen. Innkallingen til generalforsamling skal så snart som praktisk mulig etter utsendelse annonseres i minst en riksdekkende avis. Dersom forslag til forhøyelse av aksjekapitalen innebærer at aksjeeiernes fortrinnsrett fravikes, skal dette fremgå av innkallingen.

I følge asal. § 5-2 første ledd har aksjeeierne rett til å møte i generalforsamlingen, enten selv eller ved fullmakt etter eget valg. Møteretten kan ikke begrenses i vedtektene.

Asal. § 5-10 første ledd fastslår at generalforsamlingen skal innkalles ved skriftlig henvendelse til alle aksjeeiere med kjent adresse. Innkallingen skal angi tid og sted for møtet.

Etter asal. § 5-10 annet ledd skal innkalling til generalforsamlingen være sendt senest en uke før møtet skal holdes, om ikke vedtektene setter en lengre frist. En slik vedtektsbestemmelse gjelder ikke ved innkalling som foretas på bakgrunn av krav etter § 5-6 annet ledd.

Asal. § 5-10 tredje ledd fastslår at innkallingen bestemt skal angi de saker som skal behandles på generalforsamlingen. Forslag om å endre vedtektene skal gjengis i innkallingen. Styret skal utarbeide forslag til dagsorden i samsvar med det som er bestemt i loven og vedtektene.

Det følger av asal. § 18-5 første ledd at dersom annet ikke følger av loven, kan selskapet bruke elektronisk kommunikasjon når det skal gi meldinger, varsler, informasjon, dokumenter, underretninger og liknende til en aksjeeier.

16.1.3 Utvalgets vurdering

Norsk rett oppfyller allerede en rekke av de krav som følger av direktivet art. 17. Det er likevel ikke fullt ut samsvar mellom gjeldende regler og direktivet. Utvalget foreslår på denne bakgrunn en ny § 5-9 i vphl. om informasjon til aksjonærer. Bestemmelsen vil fastsette særkrav til utstedere hvis aksjer er oppatt til handel på et regulert marked. Etter forslaget til § 5-4 første ledd vil bestemmelsen kun gjelde for foretak med Norge som hjemstat. Dette er i tråd med direktivet.

Etter forslaget til ny § 5-9 første ledd skal aksjeutsteder sørge for at fasiliteter og opplysninger nødvendige for at aksjonærer skal kunne utøve sine rettigheter, er tilgjengelig i Norge. Videre skal utsteder sørge for at opplysninger om aksjonærers rettigheter behandles på betryggende vis. Forslaget gjennomfører art. 17 nr. 2 første ledd. Det kan reises spørsmål om bestemmelsen stiller krav om at generalforsamling skal holdes i Norge. Utvalget legger til grunn at dette må besvares benektende ettersom også utstedere fra andre land vil kunne ha Norge som hjemstat. Krav om at generalforsamling skal holdes i Norge eller annet land, vil imidlertid kunne følge av selskapsrettslige regler.

I følge ny § 5-9 annet ledd skal aksjeutsteder i innkallingen til generalforsamling oppgi antall aksjer og stemmerettigheter. Kravet vil komme i tillegg til de alminnelige kravene i allmennaksjeloven. Er utsteder fra et annet land enn Norge vil dette landets selskapsrettslige innkallingsregler supplere § 5-9. Det vises til art. 17 nr. 2 bokstav a).

Tredje ledd i ny § 5-9 fastslår at aksjeutsteder skal vedlegge en fullmakt i innkallingen til generalforsamling. Forslaget til ny § 5-9 fjerde ledd første punktum fastslår at aksjeutsteder skal utpeke:

> «foretak med tillatelse etter finansieringsvirksomhetsloven, verdipapirforetak eller finansinstitusjon som sin representant.»

Direktivet benytter her «financial institution», men all den tid dette ikke er et definert juridisk begrep etter norsk rett, anses det hensiktsmessig å presisere at dette kan være foretak med tillatelse etter norsk lov eller annen «finansinstitusjon». Det må vurderes konkret hvilke institusjoner som oppfyller lovens vilkår. Aksjonærer skal etter tredje ledd annet punktum ha rett til å utøve sine rettigheter gjennom representanten.

Etter art. 17 nr. 2 bokstav d) skal aksjonærer gis opplysninger om utbytte, aksjekapitalutvidelser mv. Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres som ny § 5-9 femte ledd. Rekkevidden av direktivbestemmelsen er ikke umiddelbart klar, men utvalget forstår kravet slik at utsteder må gi en særskilt orientering om de nevnte forhold. Etter art. 17 nr. 2 bokstav d) skal utsteder i denne forbindelse «publish notices or distribute circulars». Gitt den generelle formuleringen legger utvalget til grunn at utsteder har stor grad av frihet med hensyn til hvordan opplysningene formidles til aksjonærene, forutsatt at informasjonen tilkjennegis på en tydelig og presis måte.

Utvalget antar at asal. § 18-5 første ledd oppfyller vilkårene i art. 17 nr. 3 om elektronisk kommunikasjon. Ettersom Norge vil kunne være hjemstat

for utenlandske foretak, antas det at tilsvarende regler som asal. § 18-5 første ledd bør fastsettes også for aksjeutstedere. Utvalget foreslår at dette gjøres ved en henvisning til § 5-10 i § 5-9 sjette ledd.

For øvrig foreslår utvalget at dagens likebehandlingsbestemmelse i børsforskriften § 23-8, videreføres som ny § 5-14. Bestemmelsen gjelder generelt for utstedere av finansielle instrumenter, og går således lenger enn art. 17 nr. 1 (og 18 nr. 1). Det vises til lovutkastet.

Det er i § 5-9 syvende ledd foreslått en hjemmel for nærmere forskriftsregler om informasjon til aksjonærer.

16.2 Opplysningsplikt overfor innehavere av gjeldsinstrumenter

16.2.1 EØS-rett

Art. 18 regulerer utsteders opplysningsplikt overfor innehavere av gjeldsinstrumenter («debt securities»).

Art. 18 nr. 1 fastslår at utsteder skal sikre likebehandling av alle innehavere av gjeldsinstrumenter fra samme utstedelse («ranking pari passu»), med hensyn til alle rettigheter tilknyttet gjeldsinstrumentene.

Art. 18. nr. 2 fastslår at utsteder skal sørge for at alle nødvendige fasiliteter og informasjon som er nødvendig for at innehaverne av gjeldsinstrumentene kan utøve sine rettigheter, er tilgjengelig i hjemstaten. Videre skal foretaket sikre «the intergrity of data». Innehavere av gjeldsinstrumenter må ikke forhindres fra å utøve sine rettigheter gjennom fullmektig i henhold til registreringslandets rett.

Art. 18 nr. 2 bokstav a) – c)fremhever enkelte nærmere spesifiserte opplysninger og fasiliteter som utsteder skal formidle til innehavere av gjeldsinstrumenter:

a) offentliggjøre opplysninger eller utsende melding om tid, sted og dagsorden for forsamlinger av innehavere av gjeldsinstrumenter, utbetaling av renter, utøvelse av eventuelle konverterings-, ombytnings-, tegnings- og annulleringsrettigheter, samt om innløsning, og innehavernes rett til å delta,
b) gjøre tilgjengelig et fullmaktskjema, i papirform, eller hvis aktuelt ved elektronisk middel, til enhver person som har rett til å stemme på forsamling, sammen med innkallingen til møtet, eller, på anmodning, etter innkallingen,
c) utnevne som representant en finansinstitusjon («financial institution»), som innehaverne av gjeldsinstrumenter kan utøve sine finansielle rettigheter gjennom.

Art. 18 nr. 3 fastslår at såfremt det er tale om innehavere av gjeldsinstrumenter med en pålydende verdi pr. enhet på minst 50.000 euro, eller gjeldsinstrumenter angitt i annen valuta men pålydende beløp minst tilsvarende 50.000 euro, som skal innkalles til møte, kan utsteder velge hvilken som helst medlemsstat til dette formål, forutsatt at alle fasiliteter og nødvendige opplysninger for at innehaverne kan utøve sine rettigheter, gjøres tilgjengelig i denne medlemsstat.

Art. 18 nr. 4 fastslår at hjemstaten - eller i tilfeller som nevnt i art. 18 nr. 3, den medlemsstat utstederen har valgt - skal gi utsteder mulighet til å formidle opplysninger til innehavere av gjeldsinstrumenter gjennom elektroniske midler, betinget av at slik beslutning har blitt truffet på generalforsamling og oppfyller følgende betingelser:

a) anvendelse av elektroniske midler til formidling skal under ingen omstendigheter avhenge av hjemsted eller bopel til innehaveren eller fullmektigen som representerer ham,
b) det er sørget for identifikasjonsordninger, så det sikres at innehaveren eller fullmektigen som representerer ham, faktisk blir informert,
c) bruk av elektroniske midler for overføring av informasjon skal være gjenstand for individuelt samtykke fra den enkelte innehaver. Vedkommende skal kontaktes skriftlig for å innhente slikt samtykke, og hvis vedkommende ikke protesterer innen rimelig tid anses samtykke for å være gitt. Selv om samtykke er gitt beholdes retten til å kreve på ethvert tidspunkt i fremtiden at informasjon skal gis skriftlig, og
d) en eventuell fordeling av utgifter til oversendelse av opplysninger gjennom elektroniske midler, skal avgjøres av utsteder i overensstemmelse med prinsippet om likebehandling i art. 18 nr. 1.

Art. 18 nr. 5 fastslår at kommisjonen kan utarbeide nærmere regler. Det er ikke inntatt forslag til slike i arbeidsdokument ESC/34/2005.

16.2.2 Norsk rett

Norsk verdipapirretts regulering av forholdet mellom låntager (utsteder) og långiverne (investorene) er mindre detaljert enn direktivet art. 18. Børsforskriften inneholder enkelte regler som har sitt motstykke i (eller likhetstrekk med) direktivbestemmelsen. Etter børsforskriften § 8-5 skal det for lån med lengre løpetid enn 12 måneder, som

utgangspunkt oppnevnes en tillitsmann. Videre har forskriftens § 10-7 regler om långivermøte. Bestemmelsen legger få føringer på innkallingen mv. utover at børsen skal gis kopi av relevante dokumenter. Det finnes i norsk rett ikke regler om elektronisk kommunikasjon med långivere. Børsforskriften § 23-8 om likebehandling er behandlet under pkt. 17.1.2 ovenfor. I børsforskriften kapittel 4 er det gitt regler om generalforsamling i børsnoterte selskap. Det er i kapittel 4 ingen bestemmelse som tilsvarer art. 19 nr. 1 annet ledd.

16.2.3 Utvalgets vurdering

Direktivet art. 18 må gjennomføres i norsk rett. Utvalget foreslår i denne forbindelse en ny § 5-10 i vphl. om informasjon til långivere mv. Bestemmelsen har vesentlige likhetstrekk med forslaget til ny § 5-9, jf. fremstillingen i pkt. 17.1.3.

Etter forslaget til femte ledd kan långivermøte på visse vilkår holdes i en annen EØS-stat enn Norge:

> «Långivermøtet kan holdes i en annen EØS-stat enn Norge såfremt pålydende pr. obligasjon er minst 50.000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta på utstedelsestidspunktet og alle fasiliteter og all informasjon som er nødvendig for at långiverne kan utøve sine rettigheter, er stilt til rådighet i den aktuelle EØS-staten. »

Bestemmelsen gir aktuelle utstedere anledning til å velge blant EØS-statene når långivermøte skal avholdes. Bakgrunnen for adgangen må antas å være at investorene i slike gjeldsinstrumenter er profesjonelle, jf. beløpsgrensen.

Allmennaksjelovens regler om bruk av elektronisk kommunikasjon gjelder ikke for låntagere. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at art. 18 nr. 4 gjennomføres i ny § 5-10 sjette ledd:

> «Låntager kan bruke elektronisk kommunikasjon når meldinger, varsler, informasjon, dokumenter, underretninger og liknede skal gis til en långiver, dersom långiver utrykkelig har godtatt dette. Når en låntager skal gi meldinger mv. til långiver, kan han eller hun gjøre dette ved bruk av elektronisk kommunikasjon til den e-postadresse eller på den måten långiver har angitt for dette formålet.»

Bestemmelsen er lik asal. § 18-5 som oppfyller direktivbestemmelsen. Kravet om «utrykkelig» samtykke følger ikke av direktivet, men hensynet til investorbeskyttelse tilsier etter utvalgets vurdering et slikt vilkår. Ettersom Norge her er hjemstat har en anledning til å fastsette en strengere bestemmelse enn art. 17 nr. 4. Utvalget ser det som hensiktsmessig at aksjeutstedere og låntagere underlegges de samme reglene om bruk av elektronisk kommunikasjon.

Kapittel 17
Opplysninger om endringer i aksjekapital, rettigheter, lån og vedtekter

17.1 EØS-rett

Etter art. 15 skal utsteder ved utgangen av hver kalendermåned hvor det har funnet sted endring av stemmene eller aksjekapitalen, offentliggjøre det totale antallet stemmer og størrelsen på aksjekapitalen. Offentliggjøringen skal gjøre aksjonærer og andre flaggepliktige i stand til å beregne hvorvidt de har passert en flaggegrense i art. 9.

Art. 16 pålegger utstedere å offentliggjøre opplysninger om enkelte forhold som ikke dekkes av direktivet for øvrig. Etter art. 16. nr. 1 skal en utsteder av aksjer opptatt til handel på et regulert marked uten opphold offentliggjøre opplysninger om endringer i rettighetene tilknyttet de ulike aksjeklasser, herunder endringer i rettigheter til avledete instrumenter («derivative securities») utstedt av utstederselskapet selv, og som gir rett til («access to») utsteders aksjer.

Etter art. 16. nr. 2 skal utsteder av andre verdipapirer enn aksjer som er opptatt til notering på et regulert marked uten opphold offentliggjøre enhver forandring i verdipapirinnehavernes rettigheter, inkludert forandringer i vilkår og betingelser («terms and conditions») tilknyttet disse verdipapirene som indirekte kan få betydning for verdipapirinnehavernes rettigheter, og i særdeleshet forandringer som vil kunne medføre endringer i låne- eller rentebetingelser («resulting in particular from a change in loan terms or in interest rates»).

Etter art. 16. nr. 3 skal utsteder av verdipapirer som er opptatt til handel på et regulert marked uten opphold offentliggjøre opplysninger om nye låneforhold, og i særdeleshet enhver garanti eller sikkerhetsstillelse i den sammenheng. Art. 16 nr. 3 annet punktum fastslår at bestemmelsen, (without prejudice to Directive 2003/6/EF), ikke skal komme til anvendelse på et offentlig internasjonalt organ som minst en medlemsstat er medlem av.

Etter art. 19 nr. 1 annet ledd skal en utsteder som har til hensikt å endre sine vedtekter, sende et utkast til nye vedtekter til den kompetente myndigheten i hjemstaten og vedkommende regulerte marked(er) der opptak til handel finner sted. Innsendelse skal skje «without delay» og seneste samme dag som innkalling til generalforsamling finner sted.

17.2 Norsk rett

Børsforskriften har i §§ 5-1 flg. og 10-2 flg. regler om løpende offentliggjøring av kursrelevante forhold. Det vises til gjennomgangen under pkt. 14.1.2 og 14.2.2. Børsforskriften har videre bestemmelser i § 10-5 om rapportering av status for åpne lån. Etter bestemmelsen skal børsen gis statusrapport for åpne lån, herunder endringer i låntagers egen beholdning.

17.3 Utvalgets vurderinger

Norsk rett savner eksplisitt regulering som tilsvarer art. 16. I den grad forholdene som nevnt er kursrelevante, vil offentliggjøring skje etter bestemmelsene om løpende informasjonsplikt.

Utvalget foreslår at art. 16 gjennomføres som en ny § 5-8 om endringer i aksjekapitalen, rettigheter, lån og vedtekter. Bestemmelsen vil kun gjelde for utstedere med Norge som hjemstat. Dette er i tråd med direktivet ettersom alle «EØS-utstedere» vil ha en hjemstat, og samtlige EØS-stater vil være forpliktet til å gjennomføre art. 16.

Etter ny § 5-8 første ledd skal aksjeutsteder straks offentliggjøre endringer i rettigheter til aksjene. I tillegg skal utsteder offentliggjøre endringer i «tilknyttede finansielle instrumenter» utstedt av selskapet. Utvalget antar at det er hensiktsmessig å utelate «and giving access to the shares». Opplysningsplikten vil derved gjelde generelt for derivater utstedet av selskapet.

Ifølge forslaget til annet ledd i ny § 5-8 skal aksjeutsteder senest ved utgangen av hver måned det finner sted en aksjekapital- eller stemmerettsendring offentliggjøre en oversikt over aksjekapita-

len og antall stemmer. Bestemmelsen gjennomfører art. 15.

Etter forslaget til tredje ledd skal andre utstedere (av omsettelige verdipapirer, jf. ny § 5-4 første ledd) straks offentliggjøre endringer i rettighetene til de omsettelige verdipapirene. Det skal opplyses om endrede vilkår eller betingelser som indirekte kan påvirke innehaverens rettsstilling, for eksempel endrede lånebetingelser eller rente. Bestemmelsen gjennomfører art. 16 nr. 2 uten endringer.

Etter forslaget til ny § 5-8 fjerde ledd skal låntagere straks offentliggjøre utstedelse av nye lån, herunder eventuelle garantier eller sikkerhet stilt i denne forbindelse. Etter direktivet er det ikke et vilkår at de nye lånene er opptatt til handel på regulert marked. Dette synes naturlig ettersom hensikten med opplysningsplikten rimeligvis må være å gjøre investorer i stand til å vurdere låntagers soliditet. Bestemmelsen vil ikke gjelde for offentlige internasjonale organer der minst én EØS-stat er medlem. I direktivet er EØS-stater mv. ikke unntatt fra opplysningskravene i art. 16 (kravene til periodisk rapportering gjelder imidlertid ikke for slike, jf. art. 8). Lovutkastet § 5-4 fjerde ledd må derved tolkes innskrenkende på dette punktet, jf. presiseringen i lovforslaget.

Opplysninger som nevnt skal offentliggjøres etter forslaget til ny § 5-12, jf. forslaget til ny § 5-8 femte ledd. Utvalget legger til grunn at børsforskriften § 10-5 om rapportering til børsen videreføres.

Når det gjelder direktivets bestemmelse om vedtektsendringer i art. 19 nr. 1 annet ledd, foreslår utvalget en ny § 5-8 sjette ledd som vil gjelde for utstedere med Norge som hjemstat. Lovutkastet gjennomfører direktivet med en endring. Det er i lovutkastet presisert at innsendelse skal skje elektronisk. Dette antas å være hensiktsmessig for både utstederne, Kredittilsynet og vedkommende regulerte marked. Det presiseres at innsendelsen av utkastet til nye vedtekter skal skje «til orientering». Med mindre det foreligger annet rettslig grunnlag vil Kredittilsynet og vedkommende regulerte marked ikke ha anledning til å komme med innsigelser til vedtektsendringen.

Kapittel 18
Språk

18.1 EØS-rett

Art. 20 stiller krav til hvilket språk de regulerte opplysninger skal offentliggjøres på.

Etter art. 20 nr. 1 skal opplysningene offentliggjøres på et språk som aksepteres av hjemstatens kompetente myndighet dersom verdipapirene kun opptas til handel på et regulert marked i hjemstaten.

Når et verdipapir opptas til handel på et regulert marked både i hjemstaten og en eller flere vertstater, skal opplysningene etter art. 20 nr. 2 offentliggjøres på et språk som aksepteres av den kompetente myndighet i hjemstaten (bokstav a), samt etter utsteders valg på et språk som aksepteres av den kompetente myndighet i hver vertstat, eller på et språk som vanligvis anvendes i internasjonale finansielle kretser (bokstav b). Valgadgangen er omtalt i fortalens pkt. 24:

> «Any obligation for an issuer to translate all ongoing and periodic information into all the relevant languages in all the Member States where its securities are admitted to trading does not foster integration of securities markets, but has deterrent effects on cross-border admission of securities to trading on regulated markets. Therefore, the issuer should in certain cases be entitled to provide information drawn up in a language that is customary in the sphere of international finance.»

Der verdipapirer alene tas opp til handel på et regulert marked i en vertstat, og ikke i hjemstaten, skal de regulerte opplysninger etter art. 20 nr. 3 første ledd avhengig av utsteders valg offentliggjøres enten på et språk som aksepteres av vertstatens kompetente myndighet, eller på et språk som vanligvis anvendes i internasjonal finansielle kretser.

Det fremgår videre av art. 20 nr. 3 annet ledd at hjemstaten i tillegg gjennom lov, forskrift eller administrative bestemmelser kan fastslå at regulerte opplysninger avhengig av utsteders valg enten skal fremlegges på et språk som aksepteres av dens kompetente myndighet eller på et språk som vanligvis anvendes i internasjonal finansielle kretser.

Det fremgår av art. 20 nr. 4 at når verdipapirer opptas til handel på et regulert marked uten utsteders samtykke, påhviler forpliktelsene i 1, 2 og 3 ikke utsteder, men den person som uten utsteders samtykke har anmodet om slikt opptak.

Etter art. 20 nr. 5 skal medlemsstatene gi aksjonærer, og fysiske eller juridiske personer som omtalt i art. 9, 10, og 13 mulighet for å kunne melde opplysninger på et språk som vanligvis anvendes i internasjonale finansielle kretser (dvs. engelsk). Dersom utsteder mottar slik melding, kan medlemsstatene ikke pålegge utsteder å oversette meldingen til et språk som aksepteres av den kompetente myndighet.

Etter art. 20 nr. 6 skal bestemmelsene 1-4 ikke gjelde («by way of derogation from paragraphs 1 to 4») dersom verdipapirenes pålydende pr. enhet utgjør minst 50.000 euro, eller tilsvarende beløp i annen valuta ved utstedelsesdato, og verdipapirene er opptatt til handel på et regulert marked i en eller flere medlemsstater. I slike tilfeller kan låntaker velge å offentliggjøre opplysninger enten på et språk akseptert av hjemstaten, eller på et språk som vanligvis anvendes i internasjonale finansielle kretser.

Det fremgår av art. 20 nr. 7 at dersom det i en medlemsstat innbringes søksmål angående innholdet i regulerte opplysninger, fordeles ansvaret for å dekke omkostningene ved oversettelse av disse opplysningene i overensstemmelse med denne medlemsstats lovgivning.

18.2 Norsk rett

Børsforskriften § 23-5 annet ledd fastslår at norske utstedere skal gi opplysningene på norsk. Utenlandske utstedere kan benytte engelsk, dansk eller svensk. Børsen kan beslutte at utsteder i stedet for eller i tillegg til annet språk skal gi opplysningene på engelsk. Det er etter det utvalget er kjent med, en rekke norske utstedere som har søkt og fått godkjenning til å benytte engelsk for offentliggjøring av meldinger. Så vidt utvalget vet har det ikke vært reist vesentlige innvendinger mot børsens praksis.

18.3 Utvalgets vurdering

18.3.1 Generelt

Det må ved gjennomføringen av art. 20 foretas en avveining mellom kryssende hensyn. Det er på den ene siden viktig at investorer i det norske verdipapirmarkedet gis løpende og periodiske meldinger på et språk som er lettfattelig. For norske investorers vedkommende vil dette gjennomgående tilsi at meldinger bør gis på norsk. Utsteder vil på sin side gjerne ha et ønske om å kommunisere på engelsk, både for å tiltrekke seg utenlandske investorer og på grunn av selskapsinterne forhold. Mange utstedere har engelsk som «arbeidsspråk» og/eller er eid eller eier utenlandske foretak.

Etter vphl. dagens § 5-17 kan prospekter offentliggjøres på norsk, engelsk, svensk eller dansk. Prospektmyndigheten kan kreve at sammendraget oversettes til norsk. Valgadgangen i § 5-17 synes hensiktsmessig all den tid myndigheten kan kreve at det utarbeides et norsk sammendrag. Selv om konsekvens i regelverket kunne tilsi at samme løsning velges for løpende og periodiske meldinger, vil trolig behovet for norsk være større for slike meldingers del.

18.3.2 Opptak til handel bare i Norge

Et flertall i utvalget bestående av medlemmene Sæbø, Bjørland, Broch Mathisen, Espolin Johnson, Vihovde og Økland foreslår som utgangspunkt at dagens språkbestemmelse i børsforskriften § 23-5 annet ledd videreføres. Dette betyr at der en norsk utsteders verdipapirer bare er tatt opp til handel på norsk regulert marked, skal offentliggjøring og innsending av informasjonspliktig informasjon skje på norsk[1]. Utenlandske utstedere hvis omsettelige verdipapirer bare er opptatt til handel i Norge, bør etter utvalgets oppfatning gis mulighet til å benytte engelsk, dansk eller svensk. Som i dag bør det være en dispensasjonsadgang med hensyn til valg av språk. Etter art. 24 må denne myndigheten hvile hos Kredittilsynet, men adgangen kan delegeres til vedkommende regulerte marked (pr. i dag Oslo Børs) for en periode på åtte år, jf. art. 24 nr. 2. Utvalgets flertall viser til lovutkastet § 5-13 første ledd.

Et mindretall av utvalget bestående av medlemmene Harto, Thrane og Degré foreslår at det lovfestes at opplysningene skal kunne gis på norsk, engelsk, svensk eller dansk. Det vises til at det norske markedet er avhengig av interesse både fra norske og utenlandske investorer for å være konkurransedyktig i forhold til de store internasjonale markedene. Om man tar bort statens eierandel så eies ca. halvparten av aksjene notert på Oslo Børs av utlendinger. Disse står også for den største delen av handelen. For selskaper som ønsker eller er avhengig av en slik eksponering vil periodisk og løpende informasjon måtte gis på engelsk. Riktignok vil opplysninger kunne gis på både engelsk og norsk, men dette vil kunne være byrdefullt og kostbart for små- og mellomstore bedrifter, og forsinkende i forhold til opplysninger som for å unngå innsidehandel skal offentliggjøres svært raskt. Dette hensynet må naturligvis veies mot interessene til de norske aksjonærer som har svake engelskkunnskaper og derfor vanskelig for å forstå informasjon på engelsk. Disse medlemmer mener selskapene selv bør være de nærmeste til å foreta denne avveiningen og da basert på egen aksjonærkrets. Et norsk selskap med virksomhet i utlandet, utenlandsk ledelse og utenlandske aksjonærer bør kunne velge å gi informasjon på engelsk. Denne interesseavveiningen er også gjort for prospekter som jo gir grunnlagsinformasjon ved børsnotering. Det vises til Ot.prp nr. 69 (2004-2005) pkt 5.6 der departementet referer og slutter seg til følgende:

> «Arbeidsgruppen legger til grunn at engelsk i økt grad blir benyttet som internt forretningsspråk også i norske bedrifter. Dette skyldes både at bedriftene har utenlandske medkontrahenter og eiere, samt at styrene i norske selskaper i større grad enn tidligere har utenlandske styremedlemmer. Arbeidsgruppen viser videre til at det er selskaper notert på Oslo Børs, som har hovedkontor i utlandet. Også for disse vil engelsk være forretningsspråket, eventuelt i tillegg til det nasjonale språket. Sett hen til det generelle kompetansenivået når det gjelder språk i den norske befolkningen, kan arbeidsgruppen ikke se at det skulle være grunn til å avskjære tilbydere og søkere om notering fra å utarbeide prospekt på engelsk. Etter arbeidsgruppens vurdering vil dette kunne bidra til å redusere kostnadene for norske utstedere som innhenter kapital både i Norge og i utlandet. En mulighet til å benytte engelsk kan videre bidra til å gjøre det norske markedet mer tilgjengelig for utenlandske utstedere. For øvrig vises det til at sammendraget, etter arbeidsgruppens forslag, kan kreves oversatt til norsk.
>
> Arbeidsgruppen foreslår etter dette at prospekt kan utarbeides på norsk, svensk, dansk eller engelsk. Forslaget omfatter både de tilfeller der et tilbud/opptak til notering kun rettes

[1] Andre språkkrav kan følge av spesiallovgivningen, jf. for eksempel regnskapsloven §§ 3-1 tredje ledd og 3-4.

mot det norske markedet og der det i tillegg rettes mot andre markeder.»

Ingen høringsinstanser hadde innvendinger mot dette forslaget som ble vedtatt. Disse medlemmer mener det er feilaktig å sammenligne løpende og periodisk informasjonsplikt med prospektsammendrag som etter forslaget kan kreves oversatt til norsk. Det vises til at tegningsblanketter etter verdipapirhandelloven ikke kan sendes ut uten fullt prospekt; sammendrag er altså ikke tilstrekkelig tegningsgrunnlag. Etter prospektreglene kan det også inntas opplysninger ved henvisning til tidligere offentliggjort informasjon f.eks. årsrapporter, forutsatt at de er på samme språk som prospektet forøvrig. At det skal være ulike språkkrav til ulike deler av et selskap informasjonsplikt synes således både upraktisk og ulogisk. Også for flaggeregler er det lagt opp til at meldinger på engelsk skal kunne aksepteres, se lovutkastet § 4-3 fjerde ledd. Et krav om anvendelse av norsk for norske selskaper vil også innebære en vesentlig innskjerpelse for de selskapene på Oslo Børs som allerede under dagens regler har fått børsens tillatelse til å gi opplysninger bare på engelsk. Disse utgjør per tidspunkt mer enn en fjerdedel av de noterte selskapene ved Oslo Børs. Så vidt utvalgsmedlemmene kjenner til har det ikke kommet innsigelser eller vært uttykt misnøye med denne ordnignen fra investorhold, heller ikke fra småaksjonærer. Et språkvalg gir også like forhold for norske og utenlandske selskaper notert i Norge.

18.3.3 Opptak til handel i Norge og i et vertsland

Der en utsteders omsettelige verdipapirer et opptatt til handel i Norge (og Norge er hjemstat) og på et regulert marked i en annen EØS-stat (som er vertsland), følger det av art. 20 nr. 2 at offentliggjøring skal skje på et språk som godtas av hjemstatens kompetente myndighet og, etter utsteders valg, enten på et språk som godtas av vertslandets kompetente myndighet eller et språk som er vanlig i «the sphere of international finance». Utvalget antar at slike utstedere kan underlegges de samme språkkravene som utstedere med Norge som hjemland og hvis verdipapirer alene er opptatt til handel i Norge, jf. art. 20 nr. 2 bokstav a) og b).

18.3.4 Norge som vertsland

Utvalget foreslår å gi utenlandske utstedere med Norge som vertsland en valgfrihet med hensyn til språk (engelsk, dansk eller svensk). Valgadgangen i art. 20 nr. 3 er oppfylt, ettersom det er klart at engelsk er et språk som er vanlig i «the sphere of international finance».

Norskregistrerte utstedere med Norge som vertsland (utstedere som ikke omfattes av art. 2 nr. 1 bokstav i) første strekpunkt) gis ikke denne valgadgangen, med mindre pålydende per enhet er mer enn 50 000 euro, jf. nedenfor. Det kan reises spørsmål om det fullt ut er i samsvar med direktivet å underlegge norskregistrerte utstedere med Norge som vertsland en slik forpliktelse, jf. art. 3 nr. 2. Gitt dispensasjonsadgangen antas dette å kunne besvares bekreftende.

Utvalget foreslår at unntaket i art. 20 nr. 6 gjennomføres i ny § 5-13 annet ledd. Etter lovutkastet vil utsteder av gjeldsinstrumenter hvis pålydende er minst 50 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, kunne gi opplysninger på norsk eller engelsk.

Etter art. 20 nr. 4 skal språkkravene gjelde tilsvarende for annen person enn utsteder som har søkt om opptak til handel av omsettelige verdipapirer på regulert marked. Bestemmelsen foreslås gjennomført i ny § 5-13 tredje ledd.

Art. 20 nr. 5 om språket i flaggemeldinger er omtalt i utredningen pkt. 14.3.

Kapittel 19
Fastsettelse av retningslinjer på nasjonalt plan

19.1 EØS-rett

Art. 22 fastslår at de kompetente myndigheter i hjemstaten skal utarbeide hensiktsmessige retningslinjer med sikte på ytterligere å lette offentlighetens tilgang til opplysninger som skal offentliggjøres etter direktiv 2003/6/EF (markedsmisbruksdirektivet), direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet) og transparencydirektivet. Formålet med disse retningslinjene skal være å skape et elektronisk nettverk på nasjonalt nivå mellom nasjonale verdipapirtilsynsmyndigheter, operatører på regulerte markeder og nasjonale virksomhetsregistre, som er omfattet av rådsdirektiv 68/151/EØF (første selskapsdirektiv), og å skape ett enkelt elektronisk nettverk eller en plattform for elektroniske nettverk på tvers av medlemsstatene.

19.2 Norsk rett

Norsk rett har ingen bestemmelser som tilsvarer transparencydirektivet art. 22.

19.3 Utvalgets vurdering

Utvalget legger til grunn at den nærmere utarbeidelse av de retningslinjer som omtales i art. 22, faller utenfor utvalgets mandat. Etter det utvalget kan se bør Kredittilsynet i samråd med Finansdepartementet vurdere behovet for tiltak som nevnt i bestemmelsen.

Kapittel 20
Tredjeland

20.1 EØS-rett

Transparencydirektivet gjelder for utstedere hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på et regulert marked. Direktivet omfatter både utstedere fra EØS-land og utstedere fra land utenfor EØS-området («tredjeland»), jf. fortalens pkt. 27:

> «So as to ensure the effective protection of investors and the proper operation of regulated markets, the rules relating to information to be published by issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market should also apply to issuers which do not have a registered office in a Member State and which do not fall within the scope of Article 48 of the Treaty. It should also be ensured that any additional relevant information about Community issuers or third country issuers, disclosure of which is required in a third country but not in a Member State, is made available to the public in the Community.»

I følge art. 23 kan imidlertid utstedere fra tredjeland som er underlagt tilsvarende/lignende transparencyregulering som EØS-utstedere, fritas fra en rekke av de innholdsmessige rapporeringskravene i direktivet. Men plikten til å offentliggjøre opplysninger i EØS-området gjelder også for slike utstedere, jf. nedenfor.

Etter art. 23 nr. 1 kan den kompetente myndighet i hjemstaten gjøre unntak fra kravene i art. 4 - 7, 12 nr. 6, 14, 15 og 16 - 18, dersom utsteders registrerte hjemsted er et land utenfor EØS-området og dette landets lovgivning i det minste inneholder tilsvarende/liknende («equivalent») krav, eller utsteder overholder krav som følger av lovgivning i et tredjeland, som den kompetente myndighet i hjemstaten vurderer som tilsvarende/liknende («equivalent») krav.

Slik informasjon skal like fullt forelegges den kompetente myndighet etter art. 19, og offentliggjøres i henhold til artiklene 20 og 21.

Etter art. 23 nr. 2 kan en utsteder som har sitt vedtektsbestemte sete i et tredjeland – «by way of derogation from paragraph 1» – unntas fra å forberede sitt årsregnskap i overensstemmelse med art. 4 eller art. 5 frem til regnskapsåret som begynner 1. januar 2007, forutsatt at slik utsteder forbereder sitt årsregnskap i overensstemmelse med internasjonalt anerkjente regnskapsstandarder omhandlet i art. 9 i forordning (EF) 1606/2002 (IFRS-forordningen).

Art. 23 nr. 3 fastslår at den kompetente myndighet i hjemstaten skal sikre at informasjon som offentliggjøres i et tredjeland, og som kan ha betydning for offentligheten i EØS-området skal offentliggjøres i henhold til art. 20 og 21, selv om slik informasjon ikke er regulert informasjon innenfor betydningen av art. 2 (1) (k) i dette direktiv.

Etter art. 23 nr. 4 - 7 kan kommisjonen fastsette utfyllende regler om rapporteringen til utstedere fra tredjeland. Utkast til slike bestemmelser fremkommer av ESC/34/2005 kapittel 5.

20.2 Norsk rett

Det fremgår av børsforskriften § 23-7 om utenlandske utstedere at bestemmelser i forskriften kan fravikes i kursnoteringsavtalen. Børsforskriften § 5-2 fjerde ledd fastslår at opplysninger fra selskapet som offentliggjøres ved andre børser hvor selskapets aksjer er notert, senest samtidig skal sendes børsen. Tilsvarende følger av forskriften § 10-2 fjerde ledd for så vidt gjelder utstedere av obligasjoner.

20.3 Utvalgets vurdering

20.3.1 Unntakshjemmel for utstedere fra tredjeland

Etter direktivet art. 23 nr. 1 første ledd kan utstedere fra tredjeland som er underlagt tilsvarende/lignede regulering, på visse vilkår unntas:

- art. 4 til 7 om krav til innholdet av års- og delårsrapporter
- art. 12 nr. 6 om offentliggjøring av flaggemeldinger
- art. 14 om utsteders flagging av egne aksjer
- art. 15 om melding ved kapitalendringer
- art. 16 om endrede rettigheter til aksjer, obligasjoner mv.

- art. 17 om informasjon til aksjonærer
- art. 18 om informasjon til långivere

Utstedere fra tredjeland som har Norge som hjemstat, skal være underlagt kravene til offentliggjøring og lagring av «regulated information», samt hjemstatskontroll, jf. art. 23 nr. 1 annet ledd.

Det vil ventelig bli fastsatt detaljerte regler til utfylling av art. 23, jf. nevnte utkast fra kommisjonen. Utvalget foreslår på denne bakgrunn en forskriftshjemmel i ny § 5-7 annet ledd hvoretter utstedere fra land utenfor EØS-området med Norge som hjemland, kan unntas fra enkelte av bestemmelsene i verdipapirhandelloven. Mer konkret foreslår utvalget en forskriftshjemmel som omfatter vphl. kapittel 4 og 5, jf. lovutkastet. Med dette vil utstedere fra tredjeland kunne unntas kravene til utarbeidelse av års- og delårsrapporter, melding ved kapitalendringer, samt informasjon til aksjonærer og långivere. I tillegg vil utstedere fra tredjeland kunne unntas enkelte av flaggebestemmelsene.

Den nærmere vurderingen av om det skal gis forskrift med unntak for tredjelandsutstedere bør utestå til kommisjonens nivå-2-regulering har blitt fastsatt. Det synes imidlertid riktig å legge til grunn at unntak bare bør gis der hensynet til markedet, myndigheter og investorer blir tilstrekkelig ivaretatt av tredjelandsreguleringen, jf. «may» i art. 23. nr. 1. Videre bør det under enhver omstendighet ikke gis unntak som er videre enn angitt i direktivet.

Utvalget presiserer at utstedere fra tredjeland utenfor EØS-området som har Norge som hjemstat vil være underlagt vphl. ny § 5-12 om offentliggjøring og lagring av informasjonspliktige opplysninger. I tillegg vil den løpende informasjonsplikten etter ny § 5-1 flg. gjelde for slike utstedere.

20.3.2 Utsatt krav om års- og delårsrapportering

Utvalget foreslår at art. 23 nr. 2 gjennomføres som ny § 5-7 første ledd. Utstederne det her er snakk om vil typisk rapportere etter USGAAP, jf. IFRS-forordningen art. 9 bokstav b). Det vises til lovutkastet.

Kapittel 21
Tilsyn og sanksjoner

21.1 Tilsyn

21.1.1 EØS-rett

Etter art. 24 nr. 1 skal den sentrale kompetente myndigheten med ansvar for å ivareta de forpliktelser som følger av transparencydirektivet være den samme myndighet som i prospektdirektivet art. 21 nr. 1. Medlemsstatene skal underrette kommisjonen om dette.

For utøvelse av oppgavene omhandlet i art. 24 nr. 4 bokstav h) kan medlemsstatene utnevne en annen kompetent myndighet enn den sentrale kompetente myndighet omhandlet i nr. 1.

Det følger av art. 24 nr. 2 første ledd at medlemsstatene kan tillate at deres kompetente myndighet delegerer oppgaver. En eventuell delegering av oppgaver skal vurderes fem år etter at direktivet er trådt i kraft og avvikles åtte år etter direktivikrafttredelsen. Enhver delegering av oppgaver skal skje etter en spesifikk fremgangsmåte med angivelse av de oppgaver som skal ivaretas, og betingelser for utførelsen av oppgavene.

Etter art. 24 nr. 2 annet ledd skal betingelsene for delegeringen inneholde en klausul («a clause») som forplikter enheten som får delegert oppgaver til seg, å være organisert med sikte på å unngå interessekonflikter, samt at opplysninger ikke håndteres på en måte som er urettferdig eller som forhindrer konkurranse. I alle tilfelle skal det endelige ansvar for å føre tilsyn med overholdelse av bestemmelser som følger av direktivet og gjennomføringstiltak i denne sammenheng, ligge hos den sentrale kompetente myndighet omtalt i nr. 1.

I følge av art. 24 nr. 3 skal medlemsstatene underrette kommisjonen og de kompetente myndigheter i andre medlemsstater om enhver ordning vedrørende delegering av oppgaver med angivelse av de nøyaktige betingelser for reguleringen av delegeringen.

Det følger av art. 24 nr. 4 at den kompetente myndighet skal ha nødvendige rettigheter for å utføre sine oppgaver. Art. 24 nr. 4 bokstav a)-h) oppstiller visse minstekrav til hvilken kompetanse tilsynsmyndigheten skal ha. Denne kompetansen omfatter:

Å pålegge revisorer, utstedere, innehavere aksjer og andre finansielle instrumenter, samt personer som omhandlet i art. 10 og 13, og personer som kontrollerer eller kontrolleres av dem, å fremlegge opplysninger og dokumenter.

Å pålegge utsteder å fremlegge de opplysninger som kreves etter bokstav a) for offentligheten med de midler og innen den tidsfrist som myndigheten finner nødvendig. Den kompetente myndigheten kan selv offentliggjøre slike opplysninger på eget initiativ etter å ha konsultert med utsteder, dersom utstederne eller de personer som kontrollerer eller kontrolleres av dem unnlater å gjøre dette.

Å pålegge utsteders ledelse, og innehavere av aksjer og andre finansielle instrumenter, og personer som omhandlet i art. 10 og 13, å anmelde opplysninger som kreves etter direktivet eller nasjonal lovgivning vedtatt i henhold til direktivet, og om nødvendig pålegge fremskaffelse av ytterligere opplysninger og dokumenter.

Suspendere, eller anmode de relevante regulerte markeder om å suspendere handelen med verdipapirer i maksimalt 10 dager av gangen. Dersom det foreligger velbegrunnet mistanke om overtredelse av bestemmelser i direktivet eller i nasjonal lovgivning vedtatt i overensstemmelse med dette direktivet.

Å forby omsetning på et regulert marked, hvis den finner at bestemmelsene i direktivet eller i nasjonal lovgivning, som er vedtatt i henhold til direktivet har blitt overtrådt.

Kontrollere at utsteder offentliggjør opplysninger i god tid og på en sådan måte at det garanteres faktisk og tilsvarende adgang for offentligheten i samtlige medlemsstater, hvor verdipapirene omsettes, og treffe passende tiltak («appropriate action») hvis så ikke er tilfelle.

Offentliggjøre opplysninger om at en utsteder eller innehaver av aksjer eller andre finansielle instrumenter, eller personer omhandlet i art. 10 eller 13, misligholder sine forpliktelser.

Undersøke om de opplysninger som omhandles i dette direktivet er utformet i samsvar med det relevante rapporteringsrammeverk («reporting

framework») og treffe passende tiltak dersom det oppdages mislighold.

Foreta «on-site inspections» på sitt område i henhold til nasjonal lovgivning, for å sikre overholdelse av bestemmelser i direktivet og dets gjennomføringstiltak. Dersom nødvendig under nasjonal lovgivning, skal den kompetente myndigheten innhente tillatelse fra de relevante juridiske myndigheter og/eller i samarbeid med disse i forbindelse med slike inspeksjoner.

Art. 24 nr. 5 fastslår at nr. 1 - 4 ikke skal forhindre medlemsstatene fra å ha separate juridiske og administrative ordninger for «overseas European territories for whose external relations that Member State is responsible.»

Art. 24 nr. 6 fastslår at en revisor skal kunne gi opplysinger til tilsynsmyndigheten uten å bryte sin taushetsplikt overfor revisjonsklienten, og uten å risikere noe ansvar.

21.1.2 Norsk rett

Kredittilsynet er prospektmyndighet etter vphl. dagens § 5-8 sjette ledd. Kredittilsynet fører videre kontroll med at den finansielle rapporteringen til norske utstedere hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på børs eller autorisert markedsplass, er i samsvar med lov og forskift, jf. vphl. § 12-1 tredje ledd.

Flaggemeldinger skal etter vphl. § 3-2 første ledd sendes til «børsen», som offentliggjør disse etter § 3-3 tredje ledd. Kredittilsynet fører etter vphl. § 12-1 annet ledd tilsyn med blant annet flaggebestemmelsene i §§ 3-2 og 3-3 annet ledd. Kredittilsynet og Oslo Børs har inngått en avtale om markedsovervåking, herunder flagging. Mistanker om brudd på flaggeregelverket som avdekkes av børsen oversendes etter avtalen Kredittilsynet for nærmere vurdering og eventuell anmeldelse.

Det vises til utredningens kapittel 9 for så vidt gjelder Kredittilsynet og børsens kompetanse.

21.1.3 Utvalgets vurdering

21.1.3.1 Kompetent myndighet

Kredittilsynet vil være kompetent myndighet etter transparencydirektivet. Utvalget ser det ikke hensiktsmessig at tilsynets kompetanse delegeres utover den arbeidsdelingen som i dag finner sted mellom Kredittilsynet og Oslo Børs når det gjelder flaggemeldinger. Regulerte markeder må fortsatt kunne foreta kontroll av flaggemeldinger som ledd i den generelle markedsovervåkingen. Slik kontroll kan ikke ses på som delegasjon i direktivets forstand. For øvrig vises det til pkt. 14.4 om innsending og offentliggjøring av flaggemeldinger.

21.1.3.2 Tilsynsmyndighetens kompetanse

Opplysningsplikt

Kredittilsynet har i dag kompetanse til å innhente opplysninger fra utstederforetak hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på norsk regulert marked og flaggepliktige investorer, jf. vphl. §§ 12-2 og 12-2a (lovutkastet §§ 15-2 og 15-3). Etter vphl. § 12-2 kan revisor pålegges å gi opplysninger som er nødvendig for gjennomføringen av Kredittilsynets kontroll, jf. også kredittilsynsloven § 3 tredje ledd og 3a og art. 23 nr. 6. I ny § 15-2 sjette ledd foreslås en egen bestemmelse om opplysningsplikten til verdipapirforetak og regulerte markeders revisorer, jf. § 15-7 femte ledd. Utvalget legger til grunn at art. 23 nr. 4 bokstav a) og b) er oppfylt.

Pålegg om å offentliggjøre tilleggsinformasjon

Kredittilsynet kan etter regnskapskontrollforskriften § 7 pålegge norske utstedere å endre sin fremtidige regnskapspraksis, korrigere feil i neste rapportering og offentliggjøre tilleggsinformasjon. Etter vphl. § 12-4 femte ledd (ny § 15-7 sjette ledd) kan pålegg om retting gis dersom noen opptrer i strid med (blant annet) flaggebestemmelsene. Pålegg kan for eksempel medføre en plikt om å offentliggjøre opplysninger. Utvalget legger til grunn at art. 23 nr. 4 bokstav c) er oppfylt.

Suspendere og stryke finansielle instrumenter fra handel

Det vises til utredningens kapittel 7 og 9. Utvalget legger til grunn at art. 23 nr. 4 bokstav d) og e) er oppfylt.

Kontroll med utsteders offentliggjøringsplikt

Kredittilsynet fører i medhold av vphl. § 12-1 tredje ledd ny § 15-1 tredje ledd) og regnskapskontrollforskriften, kontroll med at norske utstedere etterlever sine plikter for så vidt gjelder innholdet i den periodiske rapporteringen (års- og delårsrapporter). Børsen fører kontroll med at utstedere offentliggjør finansiell rapportering til rett tid, jf. børsforskriften kapittel 6 og 10. Kredittilsynet har det overordnede ansvaret for at utstedere etterlever sin løpende informasjonsplikt etter børsforskriften kapittel 5 og 10 (ny § 5-1 flg. i vphl.), jf. børsloven § 5-7 første ledd. Både Kredittilsynet og børsen har kompetanse til å fatte tiltak hvis utstedere ikke

offentliggjør informasjonspliktige opplysninger i tide, jf. utredningen kapittel 9. Utvalget legger derved til grunn at art. 23 nr. 4 bokstav f) er oppfylt.

Offentliggjøring av lovovertredelser

Offentlighetsloven og forvaltningsloven regulerer allmennhetens innsyn i Kredittilsynets saksdokumenter. Utvalget legger til grunn at art. 23 nr. 4 bokstav g) er oppfylt gjennom norsk retts alminnelige regler om innsyn, jf. offentlighetsloven § 2 første ledd.

Kontroll med informasjonspliktige opplysninger

Kredittilsynet fører etter § 12-1 tredje ledd kontroll med «norske utstedere». Etter direktivet skal den norske tilsynsmyndigheten føre kontroll med utstedere som har Norge som hjemstat. Det er på bakgrunn av art. 19 og 23 nr. 2 bokstav h) nødvendig å utvide Kredittilsynets kompetanse etter vphl. § 12-1 tredje ledd (ny § 15-1 tredje ledd) til å også omfatte utenlandske utstedere som har Norge som hjemstat, jf. lovutkastet.

Kredittilsynet har etter vphl. § 12-1 annet ledd (ny § 15-1 annet ledd) kompetanse til å kontrollere flaggmeldinger fra utstedere med Norge som hjemstat.

Etter art. 23 nr. 2 bokstav h) skal tilsynsmyndigheten «examine that information referred to in this Directive» er i samsvar med det relevante rapporteringsregelverket. Passende tiltak skal fattes dersom dette ikke er tilfelle. Kontrollen etter bokstav h) kan delegeres til annet organ enn Kredittilsynet, for eksempel regulerte markeder. Opplysningene det refereres til i direktivet omfatter utstedernes løpende meldinger om kursrelevante forhold, jf. børsforskriften kapittel 5 og 10 og vphl. ny § 5-1 flg. Etter forslaget til ny § 15-1 annet ledd (som viderefører dagens § 12-1 annet ledd) fører Kredittilsynet tilsyn med verdipapirhandelloven, herunder ny § 5-1 flg. om løpende informasjonsplikt. I dag foretar børsen den operative kontrollen med løpende meldinger. Kredittilsynet har det overordnede ansvaret for denne kontrollen, jf. børsloven § 5-7 første ledd. Alvorlige overtredelser av informasjonsplikten skal etter vphl. § 12-1 fjerde ledd (ny § 15-1 fjerde ledd) meddeles Kredittilsynet av børsen. Dette gjøres i dag i begrenset grad og det normale er at børsen selv sanksjonerer overtredelser på den løpende informasjonsplikten. Klager over børsens vedtak blir behandlet av børsklagenemnden etter reglene i børsloven § 7-1 med forskrifter. Etter utvalgets syn er det ingenting i veien for at denne praksisen forutsetter, men dette fordrer en delegasjon av myndighet fra Kredittilsynet til børsen. Utvalget legger til grunn at hensiktsmessigheten av en slik delegasjon vurderes av Finansdepartementet og Kredittilsynet i forbindelse med gjennomføringen av direktivet i norsk rett.

Inspeksjoner

Det vises til utredningens kapittel 9 for så vidt gjelder Kredittilsynets adgang til bevissikring og stedlig tilsyn. Utvalget antar ikke at direktivet stiller vilkår om en generell inspeksjonsadgang. Det legges til grunn at art. 23 nr. 4 bokstav i) er oppfylt.

Oversjøiske europeiske områder

Det kan i norsk rett fastsettes særskilte regler om verdipapirhandellovens anvendelse på Svalbard mv, jf. art. 23 nr. 5. Utvalget har ikke vurdert dette spørsmålet nærmere.

21.2 Sanksjoner

21.2.1 EØS-rett

Art. 28 nr. 1 fastslår at medlemsstatene skal, uten at det berører deres rett til å pålegge strafferettslige sanksjoner, sikre at det i henhold til nasjonal rett kan treffes hensiktsmessige administrative tiltak eller pålegges sivilrettslige sanksjoner overfor de ansvarlige personer i de tilfelle hvor bestemmelser vedtatt i henhold til direktivet ikke er blitt overholdt. Medlemsstatene skal sikre at disse foranstaltninger er effektive, rimelige og preventive.

Etter art. 28 nr. 2 skal medlemsstatene fastsette regler om at den kompetente myndighet kan opplyse offentligheten om hvilke tiltak eller sanksjoner som iverksettes for en gitt overtredelse av bestemmelser vedtatt i henhold til dette direktiv, med mindre det vil være til alvorlig skade for finansmarkedene eller vil forvolde de involverte parter uforholdsmessig stor skade.

21.2.2 Norsk rett

Det vises til utredningens kapittel 9.

21.2.3 Utvalgets vurderinger

Det er i utredningens kapittel 9 redegjort for Kredittilsynets forslag om innføring av overtredelsesgebyr for mindre alvorlige brudd på enkelte av verdipapirhandellovens bestemmelser.

Utvalget foreslår at Kredittilsynet skal kunne ilegge overtredelsesgebyr ved mindre alvorlige overtredelser av flaggereglene og bestemmelsene om finansiell rapportering. Det vises til lovutkastet.

Offentlighetsloven vil regulere allmennhetens innsyn i Kredittilsynets dokumenter, herunder eventuelle vedtak om overtredelsesgebyr. Utvalget legger til grunn at dette er i samsvar med direktivet art. 28 nr. 2.

21.3 Tjenestemessig taushetsplikt

21.3.1 EØS-rett

Art. 25 nr. 1 fastslår at alle personer som er eller har vært beskjeftiget hos den kompetente myndighet og hos enheter som har fått delegert visse oppgaver til seg av den kompetente myndighet, er underlagt tjenestemessig taushetsplikt. Opplysninger som er omfattet av taushetsplikt, må ikke videreformidles til noen annen person eller myndighet med mindre det er hjemmel til det i en medlemsstats lov eller administrative bestemmelser.

I art. 25 nr. 2 er det fastslått at medlemsstatenes kompetente myndigheter skal samarbeide med hverandre på nærmere vilkår. Art. 25 nr. 4 gir regler om samarbeid med tilsynsmyndigheter i tredjeland.

Art. 25 nr. 3 fastslår at bestemmelsen i art. 25 nr. 1 ikke skal være til hinder for at de kompetente myndigheter utveksler fortrolige opplysninger seg i mellom. De opplysninger som utveksles på denne måte skal omfattes av den taushetsplikt som påhviler personer som er eller har vært beskjeftiget hos de kompetente myndigheter som mottar de aktuelle opplysninger.

21.3.2 Norsk rett

Det vises til utredningens kapittel 9 om taushetsplikten til ansatte i Kredittilsynet, samt om adgangen til å utveksle opplysninger med andre tilsynsmyndigheter.

Børsloven § 3-6 fastslår at tillitsvalgte, ansatte og revisor ved børsen plikter å hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i sitt arbeid får vite om andres forretningsmessige eller personlige forhold hvis ikke annet følger av denne eller annen lov. Vedkommende må heller ikke gjøre bruk av slike opplysninger ved ervervsvirksomhet eller ved kjøp og salg av finansielle instrumenter. Bestemmelsene i forvaltningsloven §§ 13a til 13e får tilsvarende anvendelse. Taushetsplikten gjelder også etter at vedkommende har sluttet i tjenesten eller vervet. Taushetsplikt etter børsloven § 3-6 første og annet ledd er ikke til hinder for at opplysninger gis tilsynsmyndighetene, jf. bestemmelsens tredje ledd. Bestemmelsens fjerde ledd fastslår at departementet i forskrift eller ved enkeltvedtak kan gjøre unntak fra taushetsplikten overfor annen børs, verdipapirregister, oppgjørssentral, autorisert markedsplass og utenlandske tilsynsmyndigheter.

21.3.3 Utvalgets vurdering

Norsk rett oppfyller kravene i art. 25 for så vidt gjelder taushetsplikt. Det er ikke nødvendig å gjennomføre bestemmelsene om tilsynssamarbeid særskilt ettersom dette vil være folkerettslige forpliktelser for Norge.

21.4 Vertstatens tiltak ved utsteders eller verdipapirinnehavers misligh-hold av forpliktelser

21.4.1 EØS-rett

Art. 26 nr. 1 fastslår at når den kompetente myndighet i vertstaten finner at utstederen eller innehaver av aksjer eller andre finansielle instrumenter har begått uregelmessigheter, eller har overtrådt sine forpliktelser, skal den forelegge saken for hjemstatens kompetente myndighet.

Art. 26 nr. 2 fastslår at hvis utstederen på tross av de forholdsregler som hjemstatens kompetente myndighet har truffet, eller fordi sådanne forholdsregler viser seg uhensiktsmessige, fortsetter overtredelsen av de aktuelle lover eller bestemmelser, skal vertstatens kompetente myndighet, etter å ha underrettet hjemstatens kompetente myndighet, treffe de hensiktsmessige tiltak for å beskytte investorene i overensstemmelse med art. 3 nr. 2.

21.4.2 Norsk rett

Norsk rett har ingen bestemmelse som tilsvarer art. 26.

21.4.3 Utvalgets vurdering

Det er etter utvalgets vurdering ikke nødvendig å gjennomføre art. 26 nr. 1 særskilt. Kredittilsynet vil i vertstatstilfellene kunne fatte tiltak som nevnt i art. 26 nr. 2. Vertstatsutstedere vel etter norsk lov være pålagt å følge hjemstatens regulering, jf. lovutkastet til ny §§ 4-2 tredje ledd annet punktum og 5-4 tredje ledd. Tiltak vil eventuelt fattes i medhold av vphl. ny § 15-7 sjette ledd (dagens § 12-4 femte ledd).

Kapittel 22
Domstolsprøvelse

22.1 EØS-rett

Art. 29 fastslår at medlemsstatene skal sikre at alle beslutninger som treffes i henhold til lover eller forskrifter som er vedtatt i henhold til direktivet skal kunne prøves for domstolene.

22.2 Norsk rett

Kredittilsynets beslutninger som retter seg mot en part vil være forvaltningsrettslige enkeltvedtak som kan påklages til Finansdepartementet (eller annet klageorgan). Endelige vedtak kan bringes inn for retten etter tvistemållovens regler. Børsens avgjørelser som nevnt i børslovens § 5-14 kan klages inn for børsklagenemnda, jf. børsloven § 7-1. Søksmål mot vedtak som omhandlet i § 5-14 kan i utgangspunktet ikke reises før klageadgangen er utnyttet, jf. børsforskriften § 7-3 første ledd første punktum. Klagenemnda kan imidlertid i særlige tilfeller gjøre vedtak om at det likevel kan reises søksmål mot avgjørelsen. Andre beslutninger som treffes av børs eller autorisert markedsplass vil kunne prøves for domstolene med grunnlag i alminnelige prosessrettslige regler.

22.3 Utvalgets vurdering

Direktivet stiller krav om at beslutninger som treffes etter bestemmelser fastsatt i henhold til direktivet skal kunne prøves for domstolene. Utvalget legger til grunn at gjeldende regler, som foreslås videreført, oppfyller direktivets krav.

Kapittel 23
Økonomiske og administrative konsekvenser

23.1 Økonomiske og administrative konsekvenser for myndighetene

Myndighetene vil måtte sørge for at det etableres systemer for mottak, oppbevaring og utveksling av transaksjonsrapporter etter MiFiD, jf. utredningen pkt 4.8.3. Tilsvarende gjelder såkalt Central Storage Mechanism for børsmeldinger, periodisk rapportering mv. etter transparencydirektivet. Utvalget går ikke detaljert inn på hvilke løsninger som bør velges for dette fordi de nærmere reglene om dette vil finnes i nivå 2 som ikke er vedtatt når utvalget sluttfører sitt arbeid. Kostnadene antas å ville bli betydelige. Etter utvalgets oppfatning bør det søkes kostnadseffektive løsninger enten gjennom å bygge på etablerte systemer og eller ved samarbeid med andre markeder. Dersom dette skal finansieres på samme måte som Kredittilsynets virksomhet forøvrig, vil det være ved utligning på de relevante tilsynsobjektene, dvs. verdipapirforetakene og regulerte markeder, herunder børser.

Etter forslaget blir enkelte nye investeringstjenester konsesjonspliktige, noe som innebærer at en rekke nye foretak må søke konsesjon. Dette gjelder blant annet investeringsrådgivere, ordreformidlere og varederivatmeglere. Utvalget viser til at behandling av konsesjonssøknader er tid- og ressurskrevende, og vil således føre til flere oppgaver for konsesjonsmyndighetene (Finansdepartementet og Kredittilsynet). Videre vil antall foretak under tilsyn øke betydelig, hvilket vil øke omfanget av Kredittilsynets tilsynsoppgaver. Forvaltningen av et nytt og mer omfattende regelverk vil på selvstendig grunnlag medføre økt ressursbehov. Utvalget legger til grunn at det må påregnes omfattende opplæring/informasjonsvirksomhet både internt og eksternt om nytt regelverk.

Etter forslaget skal hjemstatens tilsynsmyndigheter, det vil i norsk sammenheng si Kredittilsynet, føre lister over blant annet tilknyttede agenter og regulerte markeder. Slike lister skal opprettes og opprettholdes, og sendes andre EØS-stater og Kommisjonen. Videre skal hjemstatens tilsynsmyndigheter notifisere andre tilsynsmyndigheter ved suspensjon/stryking, og være kontaktpunkt. Gjennomføringen av direktivet i norsk rett vil kunne medføre et mer omfattende samarbeid med andre tilsynsmyndigheter.

Det er i utredningen foreslått en rekke forskriftshjemler. Utarbeidelse og forvaltning av slike forskrifter vil legge beslag på ressurser hos blant annet relevante myndigheter.

23.2 Økonomiske og administrative konsekvenser for private aktører

For *verdipapirforetakene* vil implementeringen og etterlevelsen av enkelte av de nye lovbestemmelsene bli ressurskrevende. Dette gjelder både for foretak som blir konsesjonspliktige som følge av at lovens anvendelsesområde utvides, men også for de foretakene som har konsesjon etter gjeldende lovgivning. De nye konsesjonspliktige verdipapirforetakene må gjennom en prosess med konsesjonssøknad hvilket er en omfattende prosess. Verdipapirforetakene må inngå nye avtaler med sine kunder og får dessuten nye løpende dokumentasjonskrav i forhold til kundene. Rapporteringsplikten på transaksjoner blir også mer omfattende. Dette stiller strenge krav til interne kontrollmekanismer og betyr en ytterligere oppbygging av verdipapirforetaks internkontroll og compliance. Totalt sett må verdipapirforetakene forvente at implementeringen av regelverket og oppfølgningen av nye krav innebærer betydelige kostnader.

For børser og regulerte markeder vil gjennomføringen av MiFID kunne medføre økt konkurranse. Verdipapirbørser vil kunne få konkurranse når det gjelder salg av kursinformasjon fra blant annet informasjonsdistributørene og fra verdipapirforetakene. Transparencydirektivet åpner for tilsvarende konkurranse hva gjelder børsmeldinger som ikke lenger må offentliggjøres gjennom børsen. Ved at aksjetransaksjoner gjort utenom børs ikke lenger trenger rapporteres til børsen, er det også en risiko for økt fragmentering og svakere prisbilde for investorer som handler på børsen. Børsen vil også måtte finne andre metoder for å innhente kursinformasjon til overvåkningsformål. Den økte harmonisering og nedbygging av grensehindre kan imidlertid bidra til økt aktivitet på børsen.

Som nevnt medfører forslaget konsesjonsplikt for enkelte nye typer investeringstjenester. Dette innebærer at en rekke foretak må søke konsesjon, blant annet MHF, investeringsrådgivning, formidling og kraftmeglere.

Virkeområdet for EØS-konsesjon vil med direktivgjennomføringen utvides, noe som betyr at flere foretak vil ha anledning til å yte grenseoverskridende investeringstjenester. I tillegg vil EØS-konsesjonen effektiviseres gjennom mer likeartede regler i EØS-området.

For utstedere kan gjennomføring av transparencydirektivet medføre noe skjerpede og mer omfattende rapporteringskrav. En harmonisering av rapporteringsformat i EØS-området og hjemstatstilsyn vil imidlertid kunne senke terskelen for å henvende seg til kapitalmarkedet i EØS-området og således bidra til å lette kapitaltilgangen for næringslivet.

MiFID medfører en utvidelse av felleskapsrettens regler om investorbeskyttelse, noe som også vil kunne senke terskelen for grenseoverskridende investeringer.

Kapittel 24
Merknader til de enkelte bestemmelser

24.1 Lov om verdipapirhandel

Til § 1-1

Bestemmelsen videreføre gjeldende vphl. § 1-1.

Til § 1-2

Bestemmelsen angir lovens virkeområde og er lik gjeldende § 1 i børsloven. Det vises til utredningen pkt. 6.2.

Til § 1-3

Bestemmelsen åpner for at departementet i forskrift kan fastsette at enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde for visse verdipapirforetak. Bestemmelsen legger til rette for å benytte unntaksadgangen i direktivet art. 3.

I tråd med direktivets krav forutsettes det i § 1-3 nr. 1 til 3 at forskriften bare skal kunne gjelde verdipapirforetak som ikke besitter klientmidler, kun driver investeringsrådgivning og/eller mottak og formidling av ordre vedrørende omsettelige verdipapirer og verdipapirfondsandeler, bare formidler ordre til verdipapirforetak eller kredittinstitusjon med adgang til å yte slike investeringstjenester i Norge, samt til forvaltningsselskap for verdipapirfond med adgang til å drive verdipapirfondsforvaltning i Norge.

Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.9.

Til § 1-4

Bestemmelsen åpner for at departementet ved forskrift eller enkeltvedtak kan unnta kredittinstitusjoner fra lovens bestemmelser. Forslaget har sammenheng med at kredittinstitusjoner også er underlagt en omfattende regulering i banklovgivningen, og er gjenstand for særskilte EØS-regler gjennom direktiv 2000/12/EF (bankdirektivet), jf. også MiFID art. 1 nr. 2.

Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.6.

Til § 2-1

Bestemmelsen definerer hva som skal anses som investeringstjenester og tilknyttede tjenester, og svarer til direktivets definisjoner av det samme i art. 4 nr. 1 pkt. 2 og 3, jf. direktivets vedlegg I del A og B.

Første ledd definerer investeringstjenestene. Nytt i forhold til gjeldende vphl. § 1-2 første ledd er blant annet at definisjonen omfatter de opplistede tjenestene uavhengig av om de ytes på forretningsmessig basis eller ikke. Det er likevel fortsatt slik at det bare er yting av investeringstjenester på forretningsmessig basis som krever tillatelse, jf. lovutkastet § 2-3 og § 9-1.

Det er videre nytt at mottak og formidling av ordre, samt utførelse av ordre er delt i to separate tjenester, jf. nr. 1 og 2. Dette er i tråd med direktivets systematikk. Etter gjeldende rett er mottak, formidling og utførelse én tjenesteklasse, jf. vphl. § 1-2 første ledd nr. 1.

Første ledd nr. 3 og 4 er en videreføring av dagens vphl. § 1-2 første ledd nr. 2 og 3, og svarer til direktivet vedlegg I del A nr. 3 og 4.

Første ledd nr. 5 innebærer i tråd med direktivets krav at investeringsrådgivning blir en egen investeringstjeneste som fordrer tillatelse, jf. direktivet vedlegg I del A nr. 5. Investeringsrådgivning er i dag kun en tilknyttet tjeneste, jf. § 8-1 første ledd nr. 5. Investeringsrådgivning defineres nærmere i lovutkastet § 2-6 første ledd. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.3.2.

Første ledd nr. 6 omfatter tjenester i form av plassering av offentlige tilbud som nevnt i kapittel 6, plassering av emisjoner, samt garantistillelse for fulltegning av emisjoner eller tilbud om kjøp av finansielle instrumenter. Forslaget svarer til direktivet vedlegg I del A nr. 6 og 7. En endring i forhold til gjeldende rett er at det nå kun er plassering av offentlige tilbud som kobles opp mot prospektreglene, sml. vphl. § 1-2 første ledd nr. 4. Denne koblingen fremgår ikke eksplisitt av direktivet, men foreslås for å oppnå en rettsteknisk enkel sondring mellom plassering (nr. 6) og mottak, formidling og utførelse av ordre (nr. 1 og 2). Etter forslaget vil plassering av emisjoner, samt garantistillelse for

fulltegning av emisjoner eller tilbud om kjøp av finansielle instrumenter, være omfattet av første ledd nr. 6 uavhengig av reglene om prospektplikt. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.3.4.

Første ledd nr. 7 innebærer i tråd med direktivets krav at drift av multilateral handelsfasilitet (MHF) blir en egen investeringstjeneste som fordrer særskilt tillatelse, jf. direktivet vedlegg I del A nr. 5. Med multilateral handelsfasilitet (MHF) menes et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter i samsvar med ufravikelige regler og kravene fastsatt i dette lovutkastet med forskrifter, jf. definisjonen i lovutkastet § 2-5 og spesialmerknadene til denne. Etter gjeldende rett vil drift av MHF fordre tillatelse for mottak, formidling og utførelse av ordre, eventuelt tillatelse som regulert marked etter børsloven. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.3.4 med videre henvisninger.

For øvrig foreslår utvalget å sløyfe markedsføring som egen investeringstjeneste, sml. gjeldende vphl. § 1-2 første ledd nr. 5. Se nærmere om dette i utredningen pkt. 2.3.5.

Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.3.

Annet ledd definerer de tilknyttede tjenestene i samsvar med direktivet vedlegg I del B. Nytt i forhold til gjeldende rett er at kredittgivning tas inn som en tilknyttet tjeneste, jf. annet ledd nr. 2. Se nærmere lovutkastet § 9-6 og omtalen av denne bestemmelsen. Videre er det nytt at investeringsrådgivning og boksutleie er tatt ut av definisjonen. Nytt er også at utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger, finansielle analyser og andre former for generelle anbefalinger vedrørende transaksjoner i finansielle instrumenter tas med i opplistingen, jf. annet ledd nr. 5. En annen ny tilknyttet tjeneste er tjenester i tilknytning til underliggende til varederivater og derivater som nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5, når disse tjenestene har sammenheng med investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, jf. annet ledd nr. 7. Den øvrige opplistingen er ellers noe omredigert i forhold til gjeldende § 8-1 første ledd.

Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.4.

Tredje ledd gir departementet hjemmel til å fastsette forskrifter om hva som skal anses som investeringstjenester og tilknyttede tjenester etter første og annet ledd. Slik forskrift kan blant annet være aktuell på bakgrunn av de utfyllende kommisjonsrettsaktene til direktivet.

Til § 2-2

Første ledd definerer hva som skal anses som finansielle instrumenter etter lovutkastet.

Nytt i forhold til gjeldende vphl. § 1-2 annet ledd er at andeler i kommandittselskaper og ansvarlige selskaper omfattes, jf. lovutkastet § 2-2 første ledd nr. 2. Etter gjeldende rett er ikke slike andeler betraktet som finansielle instrumenter. Se nærmere utredningen pkt. 2.5.2.

Det er også nytt at derivater er nevnt generelt i første ledd nr. 5, med en nærmere definisjon i femte ledd, se nedenfor.

Første ledd, med de utfyllende definisjonene i de påfølgende ledd, gjennomfører definisjonen av finansielle instrumenter i direktivet art. 4 nr. 1 pkt. 17, jf. vedlegg I del C. Andeler i kommandittselskaper og ansvarlige selskaper kommer i tillegg, jf. utredningen pkt. 2.5.2.

Annet ledd definerer omsettelige verdipapirer som de klasser av verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, med en nærmere angivelse av hvilke verdipapirer dette gjelder i annet ledd nr. 1 til 3. Annet ledd svarer til definisjonen i direktivet art. 4 nr. 1 pkt. 18, og er på mange punkter i tråd med gjeldende vphl. § 1-2 tredje ledd. Lovutkastet annet ledd nr. 3 er en utvidelse i forhold til gjeldende rett, jf. utredningen pkt. 2.5.2.

Tredje ledd definerer verdipapirfondsandeler som andeler i fond som nevnt i verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 1 og verdipapirer som kan sidestilles med slike andeler. Verdipapirfondsandeler er ikke definert i gjeldende vphl. § 1-2. Det vises til utredningen pkt. 2.5.4.

Fjerde ledd definerer pengemarkedsinstrumenter som de klasser av instrumenter som normalt omsettes i pengemarkedet, slik som sertifikater og innskuddsbevis. Definisjonen svarer i det vesentlige til direktivet art. 4 nr. 1 pkt. 19. Pengemarkedsinstrumenter er ikke definert i gjeldende vphl. § 1-2. Det vises til omtalen i utredningen pkt. 2.5.3.

Femte ledd definerer derivater i samsvar med definisjonen i direktivet vedlegg I del C nr. 4 til 10. Definisjonen er noe mer detaljert og annerledes bygget opp i forhold til gjeldende vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4 til 8 og fjerde ledd. Utvalget antar at de derivater som omfattes etter gjeldende rett, også vil omfattes etter forslaget.

Når det gjelder uttrykket «verdipapirer» i femte ledd nr. 1, antar utvalget at dette må forstås i overensstemmelse med definisjonen i § 2-2 annet ledd med unntak av vilkåret om omsettelighet på kapitalmarkedet

Femte ledd omfatter også andre derivater enn de som omfattes etter gjeldende rett. Dette gjelder

for eksempel kredittderivater, jf. femte ledd nr. 3. Femte ledd nr. 5 er en «sekkepost» som omfatter alle derivater som ikke ellers er regnet opp, men som har de samme karakteristika som andre finansielle derivatkontrakter. I prinsippet omfattes derivater med ethvert underliggende, også tjenester mv., forutsatt at det har de samme karakteristika som andre finansielle derivatkontrakter, se nærmere direktivet vedlegg I del C nr. 10. For en nærmere redegjørelse for hvilke derivater som omfattes som finansielle instrumenter vises til utredningen pkt. 2.5.5 til 2.5.11.

Etter *sjette ledd* kan departementet gi nærmere forskrifter om hva som skal anses som finansielle instrumenter.

Det vises til utredningen pkt. 2.5.

Til § 2-3

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 1-3 med tillegg av «på forretningsmessig basis» i første ledd. I MiFID er vilkåret del av definisjonen av verdipapirforetak, jf. art. 4 nr. 1. Gjeldende norsk rett har vilkåret som del av investeringstjenestebegrepet, jf. dagens § 1-2 første ledd. Det vises til utredningen pkt. 2.2.3.

Til § 2-4

Bestemmelsen definerer hva som menes med regulert marked. Med regulert marked menes foretak som nevnt i lov om regulerte markeder («børsloven») § 1-3 første ledd. Det vises til utredningen pkt. 6.2.

Til § 2-5

Første ledd definerer hva som menes med multilateral handelsfasilitet (MHF). Med MHF menes et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter i samsvar med ufravikelige regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter.

Ifølge *annet ledd* kan verdipapirforetak og regulert marked drive MHF, jf. §§ 9-1 og 9-5.

Tredje ledd bestemmer at MHF ikke kan drives i medhold av tillatelse etter lov om regulerte markeder.

Det vises til utredningen pkt. 8.3.

Til § 2-6

Bestemmelsen gir definisjoner av hva som menes med investeringsrådgivning, prisstiller (marketmaker), tilknyttet agent og systematisk internaliserer i denne loven.

Til § 2-7

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 1-4.

Til § 2-8

Henvisningen i bestemmelsen er rettet som følge av ny verdipapirhandellov. Bestemmelsen for øvrig er en videreføring av gjeldende vphl. § 1-5.

Til § 3-1

Første ledd viderefører gjeldende vphl. § 2-1 første ledd. Henvisningen er rettet slik at kapittelet nå gjelder for finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked, jf. tredje ledd. Bestemmelsen er omtalt i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005).

Annet ledd viderefører gjeldende vphl. § 2-1 annet ledd.

I *tredje ledd* er henvisningen til «regulert marked», endret til marked som definert i MiFID (direktiv 2004/39/EØF) art. 4 nr. 14.

I *fjerde ledd* er bestemmelsene i §§ 3-3, 3-4, 3-7 og 3-8 gjort tilsvarende gjeldende for finansielle instrumenter som omsettes på norsk MHF. Det vises til utredningen pkt. 8.4.3.5.

Til §§ 3-2 til 3-13

Bestemmelsene viderefører vphl. § 2-2 til § 2-13. Bestemmelsene er omtalt i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005).

Til § 4-1

Bestemmelsen viderefører vphl. § 3-1. I bestemmelsen er «børs og autorisert markedsplass» erstattet med «regulert marked».

Til § 4-2

Bestemmelsen er dels en videreføring av gjeldende rett og dels en gjennomføring av transparencydirektivet art. 9 flg. Bestemmelsens virkeområde er noe annet enn dagens § 3-2, jf. nedenfor.

Etter *første ledd* gjelder § 4-2 for aksjer opptatt til handel på regulert marked i en utsteder med Norge som hjemstat. Hjemstat er nærmere definert i femte ledd.

Annet ledd fastsetter flaggeplikt ved visse erverv, avhendelser og andre omstendigheter. Hvis en aksjeeiers eller annen persons andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer, når opp til, overstiger eller faller under 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 1/3, 50 %, 2/3, og 90 % av aksjekapitalen eller en tilsvarende

andel av stemmene som følge av erverv, avhendelse eller annen omstendighet, skal vedkommende flagge ved å gi melding til utstederen og til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker.

Etter *tredje ledd* er «annen omstendighet» for eksempel en begivenhet som endrer stemmerettsfordelingen, etablering av konsernforhold, bortfall av rettigheter til aksjer på annen måte enn utøvelse og inngåelse av avtale om samarbeid som nevnt i *§ 2-7 nr. 5*.

Etter *fjerde ledd* skal innlån av aksjer og tilbakelevering av aksjer til utlåner regnes som erverv og avhendelse i forhold til § 4-2. Dette er i tråd med gjeldende rett.

I følge *femte ledd* skal Norge være å anse som hjemstat for utstedere som nevnt i § 5-4 første og annet ledd. Der Norge er vertstat for en utsteder, gjelder hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder forholdene regulert i denne bestemmelse og § 4-3 annet til femte ledd. Vertstat er definert i § 5-4 tredje ledd.

Melding etter § 4-2 skal gis så raskt som mulig etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått, eller vedkommende blir kjent eller burde ha blitt kjent med annen omstendighet som fører til at vedkommende når, passerer eller faller under en terskel i første ledd, jf. *sjette ledd*.

Syvende ledd viderefører gjeldende § 3-2 tredje ledd. Som rettighet til aksjer regnes i denne paragraf lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter.

Åttende ledd har regler om konsolidering. Like med vedkommendes egne aksjer eller rettigheter til aksjer, regnes aksjer eller rettigheter til aksjer som eies eller i tilfelle erverves eller avhendes av nærstående som nevnt i § 2-7, samt stemmerettigheter vedkommende kan utøve etter fullmakt når det ikke foreligger særlige instrukser fra aksjeeieren.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om flagging, unntak fra reglene i denne paragrafen og regler om konsolidering av eierandeler, jf. *niende ledd*.

Etter *tiende ledd* gjelder flaggebestemmelsen tilsvarende for grunnfondsbevis. Første til niende ledd gjelder derimot ikke for handler foretatt av EØS-sentralbank og Den europeiske sentralbank i en kortvarig periode under forutsetning av at aksjenes stemmerett ikke benyttes.

Det vises til utredningen pkt. 14.1.

Til § 4-3

Første ledd er en videreføring av gjeldende § 3-3 første ledd.

I *annet ledd* er det foreslått en forskriftshjemmel for nærmere regler om innholdet av flaggemeldinger.

Etter *tredje ledd* skal Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker offentliggjøre meldinger etter § 4-3. Dette er en endring i forhold til dagens § 3-3 hvoretter vedkommende børs og autoriserte markedsplass skal stå for offentliggjøringen. Meldinger skal offentliggjøres på en måte som angitt i § 5-12. Tredje ledd annet punktum er en videreføring av gjeldende § 3-3 tredje ledd annet punktum.

Etter *fjerde ledd* kan flaggemeldinger gis på norsk eller engelsk.

Det vises til utredningen pkt. 14.3.

Til § 5-1

Bestemmelsen fastslår at §§ 5-2 og 5-3 gjelder for utstedere hvis finansielle instrumenter er eller er søkt opptatt til handel på norsk regulert marked. Det vises til utredningen pkt. 12.3.

Til § 5-2

Bestemmelsen er en videreføring av børsforskriften §§ 5-2 og 10-2. Dagens bestemmelser gjelder for hhv. «selskapet» og «låntager». Den nye bestemmelsen gjelder generelt for «utsteder». Dette er i tråd med markedsmisbruksdirektivet art. 6. Det vises til utredningen pkt. 11.3.

Til § 5-3

Bestemmelsen er en videreføring av børsforskriften §§ 5-3 og 10-3.

Til § 5-4

Bestemmelsen gir regler om virkeområde og gjennomfører transparencydirektivet art. 2 nr. 1 bokstav i) og j).

Etter *første ledd* gjelder §§ 5-5 til 5-11 for utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked.

Annet ledd definerer hjemstat i tråd med transparencydirektivet. Norge er hjemstat for norske utstedere av aksjer, gjeldsinstrumenter hvis pålydende pr. enhet er mindre enn 1000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta og utstedere fra land utenfor EØS som er forpliktet til å registrere opplysninger i medhold § 5-11 første ledd. Norge er i tillegg hjemstat for utsteder som ikke omfattes av forrige punktum såfremt utstederen:

1. har valgt Norge som hjemstat, og
2. er fra et EØS-land og dennes omsettelige verdipapirer er tatt opp til handel på et regulert marked.

Slik utsteder må enten være norsk eller ha sine omsettelige verdipapirer opptatt til handel på norsk regulert marked. Valget av Norge som hjemstat skal gjelde i minst tre år med mindre de omsettelige verdipapirene ikke lenger er opptatt til handel på et regulert marked.

Tredje ledd har regler om vertstatstilfellene. Utstedere med Norge som vertstat skal følge hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder forholdene regulert i §§ 5-5 til 5-11. Norge er vertstat for utstedere med annet EØS-land som hjemstat hvis verdipapirer er opptatt til handel på norsk regulert marked.

Etter *fjerde ledd* gjelder ikke §§ 5-5 til 5-11 for stat, regional eller lokal myndighet i stat, internasjonalt offentlig organ eller organisasjon som minst en EØS-stat er medlem i, EØS-sentralbank og Den europeiske sentralbank. §§ 5-5 til 5-11 gjelder heller ikke for utsteder som bare utsteder gjeldsinstrumenter hvis pålydende er minst 50 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, samt for utstedere av verdipapirfond. Departementet kan i forskrift gjøre ytterligere unntak fra §§ 5-5 til 5-11, samt gi regler om lovens anvendelse for verdipapirfond.

Etter *femte ledd* gjelder §§ 5-5 til 5-14 tilsvarende for grunnfondsbevis så langt de passer dersom ikke annet fremgår av den enkelte bestemmelse.

Det vises til utredningen kapittel 12.

Til § 5-5

Bestemmelsen gjennomfører transparencydirektivet art. 4 og erstatter regler i børsforskriften kapittel 6 og 10. Utstedere med Norge som hjemstat skal etter bestemmelsen avlegge og offentliggjøre «årsrapport» som angitt. Det vil bli gitt forskrift i medhold av § 5-5.

Etter *første ledd* skal utsteder avlegge årsrapport i henhold til regnskapslovgivningen, samt bestemmelser fastsatt i og i medhold av denne lov.

Annet ledd inneholder de nærmere kravene til årsrapporten. Årsrapporten skal inneholde styrets forslag til årsregnskap som skal være revidert, styrets forslag til årsberetning og erklæring fra personer ansvarlig for regnskapsavleggelsen. Regnskapspliktige etter regnskapsloven behøver ikke utarbeide erklæring som nevnt i annet ledd nr. 3 på grunn av blant annet regnskapslovens regler om årsberetning. Utenlandske utstedere med Norge som hjemstat må som utgangspunkt utarbeide slik erklæring.

Når § 5-5 annet ledd angir at det er styret som skal avgi forslag til regnskap og forslag til årsberetning er dette i samsvar med norsk selskaps- og regnskapsrett. Direktivet er imidlertid ikke like spesifikt og viser blant annet til «management report» i art 4 nr. 2, og «interim management report» i art 5 nr. 2 for så vidt gjelder halvårsrapport. Dette innebærer at det er det aktuelle organ etter bakgrunnsretten i selskapets hjemstat som normalt skal vedta slike rapporter.

Etter *tredje ledd* skal årsrapport og revisjonsberetning offentliggjøres sammen etter reglene i § 5-12 senest fire måneder etter regnskapsårets utgang. Utsteder skal sørge for at årsrapporten forblir offentlig i minst fem år.

Fjerde og *femte ledd* er en videreføring av børsforskriften § 6-5 annet og tredje ledd første punktum, jf. § 10-11 tredje ledd.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innhold, avleggelse og offentliggjøring av årsrapport, jf. *sjette ledd*.

Det vises til utredningen pkt. 13.1.

Til § 5-6

Bestemmelsen gjennomfører transparencydirektivet art. 5. Det er ikke nødvendig å implementere direktivets art. 6 som følge av bestemmelsen. Utstedere med Norge som hjemstat vil etter § 5-6 ha plikt til å avlegge delårsrapporter. Låntagere kan som i dag avlegge halvårsrapporter. § 5-6 erstatter regler i børsforskriften kapittel 6 og 10. Det vil bli gitt forskrift i medhold av § 5-6. Det vises til merknad til § 5-5 annet ledd ovenfor om tolkning av kravet om at styret skal avgi delårsrapporten forsåvidt gjelder utenlandske selskaper og andre utstedere der andre organer er tillagt slike funksjoner.

Det vises til utredningen pkt. 13.2 og 13.3.

Til § 5-7

Bestemmelsen gjennomfører transparencydirektivet art. 23 om utstedere fra tredjeland. Det vil bli gitt nærmere regler i forskrift om utstedere fra land utenfor EØS. Det vises til utredningen kapittel 20.

Til § 5-8

Bestemmelsen omhandler endringer i aksjekapitalen, rettigheter til aksjer, lån og vedtekter. § 5-8 gjennomfører transparencydirektivet art. 15, 16 og 19 nr. 1 annet ledd.

Etter *første ledd* skal aksjeutsteder straks offentliggjøre endring i rettighetene til utsteders

aksjer, herunder endringer i tilknyttede finansielle instrumenter utstedt av selskapet.

Etter *annet ledd* skal aksjeutsteder senest ved utgangen av hver måned det finner sted en aksjekapital- eller stemmerettsendring offentliggjøre en oversikt over aksjekapitalen og antall stemmer i selskapet.

I følge *tredje ledd* skal annen utsteder enn aksjeutsteder straks offentliggjøre endring i rettighetene knyttet til utsteders omsettelige verdipapirer, herunder endrede vilkår eller betingelser som indirekte kan påvirke innehaverens rettsstilling, i sær som følge av endrede lånebetingelser eller rente.

Etter *fjerde ledd* skal utsteder hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på et norsk regulert marked skal straks offentliggjøre utstedelsen av nye lån, herunder eventuelle garantier eller sikkerheter stilt i denne forbindelse. Bestemmelsen gjelder også utstedere som nevnt i § 5-4 fjerde ledd. Denne bestemmelsen gjelder derimot ikke for offentlige internasjonale organ der minst en EØS-stat er medlem.

Femte ledd har regler om offentliggjøring. Opplysninger nevnt i første til fjerde ledd skal offentliggjøres etter § 5-12.

Etter *sjette ledd* skal utsteder som har til hensikt å endre sine vedtekter, sende forslag om endringer til Kredittilsynet og vedkommende regulerte marked. Oversendelse skal skje elektronisk og senest finne sted samme dag som innkalling til generalforsamling der forslaget skal behandles.

Det vises til utredningen kapittel 17.

Til § 5-9

Bestemmelsen gjennomfører transparencydirektivet art. 17. Det er i § 5-9 gitt regler om aksjeutstederes opplysningsplikt overfor aksjeeiere.

Etter *første ledd* skal aksjeutsteder sørge for at fasiliteter og opplysninger som er nødvendig for at aksjeeierne skal kunne utøve sine rettigheter, er tilgjengelig i Norge, samt at dataintegriteten ivaretas.

Aksjeutsteder skal i innkalling til generalforsamling oppgi antall aksjer og stemmerettigheter, samt gi opplysninger om rettighetene til aksjeeierne, jf. *annet ledd*.

Fullmakt til å stemme skal vedlegges innkallingen til generalforsamling, jf. *tredje ledd*.

Etter *fjerde ledd* skal aksjeutsteder utpeke foretak med tillatelse etter finansieringsvirksomhetsloven, verdipapirforetak eller finansinstitusjon som sin representant. Aksjeeier har rett til å utøve sine økonomiske rettigheter gjennom representanten. Finansinstitusjon er ikke nærmere definert verken i direktivet eller verdipapirhandelloven.

Aksjeutsteder skal offentliggjøre opplysninger om tildeling og utbetaling av utbytte, samt om utstedelse av nye aksjer, herunder eventuelle ordninger for tildeling, tegning, annullering og konvertering, jf. *femte ledd*.

Det er i *sjette ledd* gitt regler om elektronisk kommunikasjon med aksjeeiere. Bestemmelsene tilsvarer allmennaksjeloven § 18-5.

Etter *syvende ledd* kan departementet i forskrift fastsette nærmere regler om informasjon til aksjeeier.

Det vises til utredningen pkt. 16.1.

Til § 5-10

Bestemmelsen gjennomfører transparencydirektivet art. 18 som langt på vei tilsvarer art. 17. Det vises til utredningen pkt. 16.2 og omtalen av § 5-9.

Til § 5-11

Bestemmelsens erstatter børsforskriften § 5-2 siste ledd som gjennomføring av prospektdirektivet art. 10.

Gjeldende bestemmelse er ikke helt dekkende i forhold til direktivets ordlyd. Blant annet gjør plasseringen i børsforskriftens aksjedel det tvilsomt om direktivets krav også gjelder for andre verdipapirer, for eksempel obligasjoner. Bestemmelsen skal dessuten gjelde utstedere notert på regulert marked som ikke er børs. Dagens bestemmelse angir heller ikke fullstendige innholdskrav til oversikten.

Etter *første ledd* i § 5-11 skal utsteder minst årlig utarbeide en oversikt over all informasjon den på bakgrunn av rettslige forpliktelser har gjort tilgjengelig for allmennheten de siste 12. måneder. I oversikten skal angis hvor informasjonen det er henvist til er tilgjengelig. Oversikten skal sendes prospektmyndigheten etter at årsregnskapet er offentliggjort og offentliggjøres etter nærmere regler fastsatt i forskrift. Henvisningen til forskrift viser til Finansdepartementets forskrift 9. desember 2005 nr 1422 om opplysninger i prospekter § 1, hvor det heter at forordning (EF) nr 809/2004 gjelder som forskrift. Bestemmelser om offentliggjøring av den årlige oversikten finnes i forordningen art. 27.

§ 5-11 får ikke anvendelse på utsteder av ikke-aksjerelaterte verdipapirer med pålydende pr. enhet på minst 50.000 euro, jf. annet ledd.

Til § 5-12

Bestemmelsen gir regler om offentliggjøring, lagring og innsending av informasjonspliktige opplysninger, jf. transparencydirektivet art. 21. Med § 5-12 oppheves børsforskriften § 23-2.

Etter *første ledd* skal utsteder eller annen person som har søkt om opptak til handel uten utsteders samtykke, offentliggjøre opplysninger etter verdipapirhandelloven på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Offentliggjøringen skal skje uten kostnad for eierne og potensielle eiere av de omsettelige verdipapirene og i rimelig grad sikre tilgang til opplysningene i EØS-området. Opplysningene skal i tillegg sendes elektronisk til vedkommende regulerte marked som skal oppbevare disse på betryggende vis. Offentliggjøring kan etter avtale fortsatt skje gjennom børsens systemer.

Etter *annet ledd* skal årsrapport og delårsrapporter sendes Kredittilsynet elektronisk samtidig som offentliggjøring skjer. Departementet kan fastsette nærmere regler om slik innsendelse.

Tredje ledd viderefører børsforskriften § 23-2 fjerde ledd. Etter bestemmelsen kan opplysninger som er fortrolige eller hemmelige av hensyn til rikets sikkerhet, forholdet til fremmede stater eller landets forsvar, ikke offentliggjøres.

I *fjerde ledd* er det gitt regler som gjennomfører transparencydirektivet art. 21 nr. 3. Første ledd første og annet punktum, samt annet ledd gjelder for utstedere med Norge som hjem- og vertstat, jf. § 5-4. For utstedere med Norge som vertstat gjelder nevnte bestemmelser likevel bare der opptak til handel kun finner sted på norsk regulert marked. Slike utstedere skal i tillegg til å offentliggjøre opplysningene, sende disse til vedkommende lands offisielle lagringsmekanisme.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om offentliggjøring og oppbevaring av opplysninger, herunder at offentliggjøring og oppbevaring skal skje på annen måte enn angitt i bestemmelsen her, jf. *femte ledd.*

Det vises til utredningen kapittel 15.

Til § 5-13

Bestemmelsen gjennomfører transparencydirektivet art. 20 om språk. Flertallets forslag er langt på vei en videreføring av børsforskriften § 23-5 annet ledd. Mindretallets forslag er i samsvar med vphl. gjeldende § 5-17. Det vises til utredningen pkt. 18.3.

Til § 5-14

Bestemmelsen gjennomfører transparencydirektivet art. 17 nr. 1 og 18 nr.1, og er en videreføring av børsforskriften § 23-8.

Til Kapittel 6

Kapittel 6 er en videreføring av gjeldende kapittel 4. Det vises til omtale av og forslag til endringer i vphl. kapittel 4 som ble fremmet i NOU 2005: 17 Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper).

Til Kapittel 7

Kapittel 7 er en videreføring av kapittel 5. Det vises til omtale i Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) om lov om endringer i verdipapirhandelloven og børsloven (gjennomføring av prospektdirektivet). I § 7-1 første ledd rettes henvisning i tråd med ny vphl.

I § 7-8 *sjette ledd* er «børs» erstattet med «regulert marked». Før øvrig er § 7-8 en videreføring av gjeldende vphl. § 5-8.

Til § 8-1

Bestemmelsen bygger på gjeldende vphl. § 2a-1 med enkelte endringer. Gjeldende vphl. § 2a-1 tredje ledd er flyttet til § 9-21 første ledd nr. 2.

I *fjerde ledd første punktum* (nytt tredje ledd) er vilkåret om «konkurransemessige hensyn» opphevet. Fjerde ledd annet punktum om at unntak bare kan gjøres der de ansatte er omfattet av eventuelle tilsvarende regler i vertstaten er opphevet. Gjeldende fjerde ledd siste punktum er videreført som nytt tredje ledd annet punktum. Bestemmelsen er omtalt i pkt. 10.1.

Til § 8-2

Bestemmelsen bygger på gjeldende vphl. § 2a-2.

Etter nytt *tredje ledd* kan departementet i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra kravene i første og annet ledd, herunder for hvilke typer finansielle instrumenter ansatte kan erverve, for hvor lenge ervervede finansielle instrumenter må eies før de kan avhendes og vilkår for at minste eiertid kan fravikes. Som en konsekvens av forslaget til nytt tredje ledd, er Kredittilsynets unntakskompetanse etter sjette ledd justert til å gjelde unntak fra fjerde og femte ledd. Bestemmelsen er omtalt i pkt. 10.1. Dagens vikepliktregel i § 2a-2 annet ledd er tatt ut ettersom hensynene bak bestemmelsen er ivaretatt av andre regler, jf. også forskriftshjemmelen.

Til § 8-3

Bestemmelsen en videreføring av vphl. § 2a-3 med endrede henvisning.

Til § 8-4
Bestemmelsen en videreføring av vphl. § 2a-4.

Til § 8-5
Bestemmelsen en videreføring av vphl. § 2a-5 med endrede henvisning.

Til § 8-6
Bestemmelsen en videreføring av vphl. § 2a-6 med endrede henvisning.

Til § 8-7
Bestemmelsen en videreføring av vphl. § 2a-7 med endrede henvisning.

Til § 8-8
I *første ledd* er henvisning rettet til § 2-1 første ledd. For øvrig er bestemmelsen en videreføring av vphl. § 7-11.

Til § 9-1
Første ledd viderefører gjeldende § 7-1 første ledd med mindre endringer. Verdipapirforetak skal etter bestemmelsen søke om å yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester. Det vises til utredningen pkt. 3.1.

Annet ledd gjennomfører MiFID art. 7 nr. 1. Etter bestemmelsen vil tillatelse til å yte investeringstjenester kun gis der vilkårene for slik virksomhet er oppfylt. Det vises til utredningen pkt. 3.1.

Til § 9-2
Første ledd gjør unntak fra kravet om tillatelse for en rekke regulerte institusjoner i utøvelsen av disse institusjonenes virksomhet. Nærmere bestemt gjøres det unntak for den virksomhet som utøves av Norges Bank, offentlige myndigheter som forvalter offentlig gjeld, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, forsikringsselskaper, pensjonskasser, depotmottakere for verdipapirfond og pensjonskasser, foretak med tillatelse til å drive virksomhet som opsjonssentral, oppgjørssentral eller regulert marked. Bestemmelsen svarer til direktivet art. 2 nr. 1 bokstav a, g og h. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.8.2, 2.8.8 og 2.8.10.

Annet ledd gjør unntak fra kravet om tillatelse i en rekke nærmere angitte situasjoner:

Nummer 1 gjør unntak for den som bare yter investeringstjenester ved enkelte anledninger som ledd i annen lovregulert eller selvregulert yrkesvirksomhet. Unntaket er en videreføring av gjeldende vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 1, men presiserer at den «andre» virksomheten må være underlagt lov- eller selvregulering. Unntaket svarer til direktivet art. 2 nr. 1 bokstav c. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.8.4.

Nummer 2 gjør unntak for den som bare yter investeringstjenester overfor selskap innen samme konsern. Unntaket er en videreføring av gjeldende vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 2, og svarer til direktivet art. 2 nr. 1 bokstav b. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.8.3.

Nummer 3 gjør unntak for den som bare yter investeringstjenester som ledd i forvaltning av en ordning for arbeidstakeres eierandeler. Unntaket er en videreføring av gjeldende vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 5, og svarer til direktivet art. 2 nr. 1 bokstav e. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.8.6.

Nummer 4 gjør unntak for den som bare yter investeringstjenester som nevnt i nr. 2 og 3. Unntaket er nytt i forhold til gjeldende rett, og svarer til direktivet art. 2 nr. 1 bokstav f. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.8.7.

Nummer 5 gjør unntak for den som bare deltar for egen regning som garantist for fulltegning av emisjoner og tilbud i finansielle instrumenter, og som ikke er verdipapirforetak. Unntaket er en videreføring av gjeldende vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 6, og er en presisering av direktivet med hensyn til hvilken virksomhet som anses som investeringstjenesteyting på forretningsmessig basis (og som derfor fordrer tillatelse).

Nummer 6 gjør unntak for den bare handler for egen regning, med mindre foretaket er market maker eller driver virksomhet som nevnt i lovutkastet § 10-23 (systematisk internalisering). Unntaket er en videreføring av gjeldende rettstilstand, og svarer til direktivet art. 2 nr. 1 bokstav d. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.8.5.

Nummer 7 gjør unntak for den som bare driver investeringsrådgivning under utøvelsen av annen yrkesvirksomhet, forutsatt at det ikke ytes vederlag for investeringsrådgivningen. Unntaket er nytt i forhold til gjeldende rett, og har sammenheng med at investeringsrådgivning nå er foreslått som investeringstjeneste. Unntaket svarer til direktivet art. 2 nr. 1 bokstav j. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.8.11.

Nummer 8 gjør unntak for den som er tilknyttet agent etter lovutkastet § 10-20 eller verdipapirfondloven § 1-6. Unntaket er en presisering av at tilknyt-

tede agenter kan yte investeringstjenester under tillatelsen til det ansvarlige verdipapirforetaket eller forvaltningsselskapet, jf. direktivet art. 23. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 4.7.

Nummer 9 gjør unntak for den som handler for egen regning i finansielle instrumenter, eller yter investeringstjenester knyttet til varederivater eller derivatkontrakter som nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5 til kundene i hovedvirksomheten, forutsatt at dette er en tilknyttet aktivitet til hovedvirksomheten vurdert på konsernbasis, og at denne hovedvirksomheten ikke er yting av investeringstjenester eller banktjenester. Unntaket er nytt, og svarer til direktivet art. 2 nr. 1 bokstav i. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.8.12.

Nummer 10 gjør unntak for den som har som hovedvirksomhet å handle for egen regning med varer eller varederivater, forutsatt at foretaket ikke er del av et konsern som har yting av andre investeringstjenester eller finansieringsvirksomhet som hovedvirksomhet. Unntaket er nytt, og svarer til direktivet art. 2 nr. 1 bokstav k. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.8.13.

Nummer 11 og nummer 12 svarer samlet til direktivets unntak i art. 2 nr. 1 bokstav l. Nummer 11 gjør unntak for den som yter investeringstjenester utelukkende ved å handle for egen regning i derivatmarkedet og spotmarkedet, forutsatt at eneste formål er å sikre egne posisjoner i derivatmarkedet, samt at oppgjørsmedlemmer eller oppgjørssentral fra de samme markedene trer inn som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelsen av kontraktene. Nummer 12 gjør unntak for den som handler for andre medlemmers regning i derivatmarkedet, eller stiller priser for slike medlemmer, forutsatt at kontraktene som inngås eller prisene som stilles er sikret ved at oppgjørsmedlemmer eller oppgjørssentral fra de samme markedene trer inn som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelsen av kontraktene eller prisene. Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 2.8.14.

Tredje ledd gir hjemmel for departementet til å gi utfyllende forskrifter om unntakene i bestemmelsen her.

Unntakene fra kravet om tillatelse er behandlet i utredningen pkt. 2.8. Det vises også til lovutkastet § 1-3 og utredningen pkt. 2.9 vedrørende dette forslaget.

Til § 9-3

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 7 nr. 2 og er langt på vei en videreføring av gjeldende § 7-3 Det vises til utredningen pkt. 3.2.

Til § 9-4

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 8 og er langt på vei en videreføring av gjeldende § 12-5. Det er i første ledd presisert at en tillatelse kan tilbakekalles eller endres. Videre er tillatelse til å yte kreditt inntatt, jf. ny § 9-6. Dagens bestemmelse savner en slik henvisning. Det vises til utredningens pkt. 3.3.

Til § 9-5

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 5 nr. 2. Regulert marked kan på nærmere vilkår gis tillatelse til å drive MHF. Det vises til utredningen pkt. 8.3.

Til § 9-6

Bestemmelsen viderefører vphl. § 8-2, likevel slik at annet ledd annet punktum om tilbakebetaling innen en måned, er opphevet. Kravet om betryggende sikkerhet er videreført. Det vises til utredningen pkt. 10.5.

Til § 9-7

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 5 nr. 3. Det skal i medhold av § 9-7 opprettes et offentlig register over alle verdipapirforetak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge. Gjeldende rett savner en slik regel. Det vises til utredningen pkt. 3.1.2.2.

Til § 9-8

Bestemmelsen er en videreføring av vphl. § 7-2 første og tredje ledd, likevel slik at også aksjeselskaper også kan gis tillatelse til å yte investeringstjenester. Det vises til utredningen pkt. 3.1.2.4.

Til § 9-9

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 9 og erstatter vphl. § 7-2 annet ledd. Første ledd er langt på vei basert på børsloven § 3-2 annet ledd. Etter annet ledd skal verdipapirforetak i utgangspunktet ledes av to personer. Tredje ledd er en videreføring av dagens § 12-2 annet ledd annet punktum. Det er i fjerde ledd i § 9-9 inntatt en hjemmel for fastsettelse av nærmere forskriftsregler. Det vises til utredningen pkt. 3.4.

§ 9-10

Bestemmelsen viderefører dagens § 7-4 med enkelte mindre justeringer. § 9-10 gjennomfører MiFID art. 10. Det vises til utredningen pkt. 3.5.

Til § 9-11

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 13 og erstatter dagens § 9-1.

Etter *første ledd* skal verdipapirforetak innrette sin virksomhet slik at foretaket blant annet har tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrifter, og er oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum, jf. § 10-12. Ved opprettelse av en filial kan dennes organisering ikke være i strid med de regler for god forretningsskikk som vertstaten har fastsatt med hensyn til interessekonflikter.

Videre skal verdipapirforetak innrette sin virksomhet slik at foretaket treffer rimelige tiltak som skal sikre kontinuitet og regelmessighet i investeringstjenestevirksomheten, herunder ha nødvendige systemer, ressurser og prosedyrer, samt at det treffes betryggende tiltak slik at operasjonell risiko begrenses til et minimum når det benytter seg av en tredjepart til utføring av operasjonelle funksjoner, jf. annet ledd i § 9-11.

I tillegg skal verdipapirforetak innrette sin virksomhet slik at det har effektive informasjonsbehandlingssystemer, gode administrasjons- og regnskapsrutiner, kontroll- og sikkerhetsordninger, og stillingsinstrukser som særskilt regulerer ansvarsfordelingen mellom daglig leder og andre ledere av virksomheten. Krav til lister over alle investeringstjenester, herunder utførte transaksjoner følger også av bestemmelsen. Det er i første ledd fastsatt ytterligere krav.

Etter *annet ledd* kan verdipapirforetak ikke overlate viktige operasjonelle funksjoner til tredjepart dersom dette fører til at foretakets internkontroll og evne til å påse etterlevelsen av dets forpliktelser blir merkbart forringet.

Etter *tredje ledd* skal det treffes betryggende tiltak slik at kundes finansielle instrumenter holdes atskilt fra foretakets finansielle instrumenter. Verdipapirforetak kan bare benytte kundes finansielle instrumenter for egen regning dersom kunden uttrykkelig har gitt samtykket til dette.

Verdipapirforetak skal etter *fjerde ledd* treffe betryggende tiltak slik at kundemidler holdes atskilt fra foretakets midler. Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner, kan ikke benytte kundemidler for egen regning.

Det er styret og daglig leder som skal utarbeide interne retningslinjer og instrukser i samsvar med § 9-11, jf. *femte ledd*.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om organisering av verdipapirforetak, herunder om foretakenes interne retningslinjer, instrukser og oppgaveplikt, jf. *sjette ledd*

Det vises til utredningen pkt. 3.8.

§ 9-12

Bestemmelsen videreføre gjeldende vphl. § 8-13, som ble endret ved lov 4. mars 2005 nr. 11, jf. omtale i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) kapittel 18. Lovendringene trer i kraft 1. juli 2006, jf. forskrift 22. desember 2005 nr. 1615. Det er gitt nærmere regler i forskrift 22. desember 2005 nr. 1672 om Verdipapirforetakenes sikringsfond.

Til § 9-13

Første ledd videreføre gjeldende vphl. § 8-9 første ledd.

Annet ledd gir departementet hjemmel til å fastsette forskrift med nærmere regler om og unntak fra kravet om startkapital.

Bestemmelsen er omtalt i pkt. 3.7.

Til § 9-14

Bestemmelsen videreføre gjeldende vphl. § 8-10.

Til § 9-15

Bestemmelsen videreføre gjeldende vphl. § 8-11.

Til § 9-16

Bestemmelsen videreføre gjeldende vphl. § 8-12 med endrede henvisninger.

Til § 9-17

Bestemmelsen videreføre gjeldende vphl. § 7-5.

Til § 9-18

Første, annet og *tredje* ledd videreføre gjeldende vphl. § 7-6 første, annet og tredje ledd (med unntak av annet ledd nytt nr. 2 om tilknyttede agenter).

Nytt *fjerde ledd* krever at Kredittilsynet skal få melding før oppstart av MHF i annen EØS-stat. Leddet fastsetter frister og krav til gjennomføring av slik melding.

Nytt *femte ledd* krever at dersom verdipapirforetaket har til hensikt å benytte tilknyttede agenter skal Kredittilsynet på forespørsel og innen rimelig tid oversende til vedkommende myndigheter i

vertstaten opplysninger om identiteten til de tilknyttede agentene.

Sjette, syvende, åttende, niende og *tiende ledd* er videreføring av gjeldende vphl. § 7-6 fjerde, femte, sjette, syvende og åttende ledd.

Til § 9-19

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 7-7 med endrede henvisning.

Til § 9-20

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 7-8. Henvisningen er rettet i tråd med ny verdipapirhandellov.

Til § 9-21

Bestemmelsen bygger på gjeldende vphl. § 7-9. Det vises til omtale i kapittel 5.1.

Første ledd gir en opplisting over hvilke bestemmelser i verdipapirhandelloven som får anvendelse for foretak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge gjennom filial.

Annet ledd bestemmer at loven gjelder for foretak med hovedsete utenfor EØS med enkelte angitte unntak. Henvisningene er rettet i tråd med ny verdipapirhandellov.

Etter *tredje ledd* kan departementet gjøre unntak bestemmelsen der virksomheten er begrenset eller der foretakets virksomhet er regulert av tilsvarende bestemmelser fastsatt av myndighetene i foretakets hjemstat. Tredje ledd viderefører dagens § 7-9 tredje ledd, med den endring at kompetansen er lagt til departementet i stedet for til Kongen.

Til § 9-22

Bestemmelsen bygger på gjeldende vphl. § 7-10. Henvisningen er rettet i tråd med ny verdipapirhandellov. Når det gjelder siste punktum, vises til omtale i pkt. 10.1.

Til § 10-1

Bestemmelsen presiserer at verdipapirforetak plikter å innrette sin virksomhet slik at den til enhver tid er i overensstemmelse med de vilkår som er satt for tillatelsen og reglene i kapittel 9.

Til § 10-2

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 8-3.

Til § 10-3

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 8-4.

Til § 10-4

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 8-5, likevel slik at forbudet mot handel i unoterte instrumenter er erstattet med en meldeplikt til Kredittilsynet og en hjemmel til nærmere regler om slik handel, jf. annet ledd. Det vises til utredningen pkt. 10.2.

Til § 10-5

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 8-7 med en presisering av at bestemmelsen også gjelder ved utførelse av ordre om salg, jf. «formidling av og handel i».

Til § 10-6

Første og *annet ledd* viderefører vphl. § 8-8 første og annet ledd.

Tredje ledd første punktum viderefører gjeldende vphl. § 8-8 tredje ledd første punktum. Annet og tredje punktum er opphevet

Til § 10-7

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 9-5 med enkelte tekniske justeringer, likevel slik at «finansielle instrumenter som nevnt i § 1-2 annet ledd nr. 4 til 8» er erstattet med «finansielle instrumenter som nevnt i § 2-2 første ledd nr. 5, det vil si derivater. Bestemmelsens virkeområde er med dette foreslått utvidet.

Til § 10-8

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 9-6 hvoretter verdipapirforetak skal registrere handler med registrerte finansielle instrumenter i et verdipapirregister samme dag som avtale inngås.

Til § 10-9

Første ledd viderefører gjeldende vphl. § 9-4 annet ledd.

Annet ledd viderefører gjeldende § 9-4 tredje ledd, med unntak av annet punktum. Annet punktum gjelder blant annet kjøpsretter (warrants), som etter utvalgets forslag vil være omsettelige verdipapirer. Bestemmelsen gjelder derivater som nevnt i § 2-2 første ledd nr. 5.

Til § 10-10

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 9-8.

Til § 10-11

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 11-2.

Til § 10-12

Første ledd pålegger verdipapirforetak å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter. Verdipapirforetaket skal bestrebe seg på å unngå interessekonflikter ved blant annet å sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser, samt at enkelte kunder ikke usaklig tilgodeses på bekostning av andre kunder. Første ledd annet punktum viderefører gjeldende § 9-2 første ledd nr. 6. Det vises til direktivet art. 18 nr. 1 og art. 19.

Annet ledd pålegger foretaket å opplyse kunden om mulige interessekonflikter og deres generelle karakter dersom tiltakene etter § 9-11 nr. 2 (som gjennomfører direktivet art. 13.3) ikke er tilstrekkelig til å sikre kundens interesser på en betryggende måte. Verdipapirforetaket kan ikke gjennomføre forretninger for kundens regning før kunden har fått slike opplysninger. Det vises til direktivet art. 18 nr. 2.

Tredje ledd gir departementet hjemmel til å gi nærmere forskrifter til bestemmelsen.

Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 4.1.

Til § 10-13

Bestemmelsen om god forretningsskikk bygger på gjeldende vphl. § 9-2, og gjennomfører direktivet art. 19.

Det følger av *første ledd* at verdipapirforetak skal, med nærmere oppstilte presiseringer, utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Første ledd svarer til direktivet art. 19 nr. 1. Første ledd er i det vesentlige en videreføring av gjeldende vphl. § 9-2 første ledd, med unntak av gjeldende nr. 6 som er flyttet til lovutkastet § 10-12 om interessekonflikter.

Annet ledd pålegger verdipapirforetak å påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende. Det fremgår videre at markedsføringsinformasjon tydelig skal angis som sådan. Annet ledd svarer til direktivet art. 19 nr. 2.

Etter *tredje ledd* skal kunder og potensielle kunder gis relevante opplysninger i en forståelig form om verdipapirforetaket og de tjenester som det yter, finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, som blant annet gir passende veiledning og advarsler om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller de foreslåtte strategier, handelssystemer og markedsplasser som verdipapirforetaket benytter, samt omkostninger og gebyrer. Tredje ledd svarer til direktivet art. 19 nr. 3.

Fjerde ledd pålegger verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning eller driver aktiv forvaltning å innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål. Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende. Fjerde ledd svarer til direktivet art. 19 nr. 4.

Etter *femte ledd* skal verdipapirforetak ved yting av andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning, innhente opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde. Foretakets undersøkelser skal sette det i stand til å vurdere om den påtenkte investeringstjeneste eller det påtenkte investeringsprodukt er hensiktsmessig for vedkommende. Hvis foretaket finner at investeringstjenesten eller -produktet ikke er hensiktsmessig, skal kunden advares om dette. Dersom kunden velger å ikke gi de opplysninger som verdipapirforetaket plikter å innhente, eller han gir ufullstendige opplysninger, skal foretaket advare kunden om at dette gjør det umulig å avgjøre hva som er hensiktsmessig. Femte ledd svarer til direktivet art. 19 nr. 5.

Etter *sjette ledd* skal femte ledd ikke gjelde for verdipapirforetak som yter investeringstjenester overfor kunde som utelukkende består av mottak, formidling og utførelse av ordre, forutsatt at de nærmere angitte vilkår er oppfylt. Sjette ledd svarer til direktivet art. 19 nr. 6.

Syvende ledd pålegger verdipapirforetak å ha kunderegister som omfatter de dokumenter som gir uttrykk for avtaleforholdet mellom partene, herunder dokumenter som viser de betingelser som gjelder for foretakets tjenesteyting overfor kunden. Registeret over partenes avtalte rettigheter og forpliktelser kan fremgå ved henvisning til andre dokumenter eller til offentligrettslig regulering. Syvende ledd svarer til direktivet art. 19 nr. 7.

Etter *åttende ledd* skal verdipapirforetak ved sluttseddel eller på annen måte straks gi kunden utfyllende rapporter 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. Utførte oppdrag skal bekreftes ved sluttseddel. Åttende ledd svarer til direktivet art. 19 nr. 8.

Niende ledd uttaler at kravet til god forretningsskikk ved utførelse av ordre skal vurderes på bakgrunn av investors profesjonalitet. Som investor regnes den som er opphavsmann til ordren. Niende ledd er en presisering som stammer fra gjeldende vphl. § 9-2 annet ledd.

Før et verdipapirforetak gjør forretninger med investorer skal det i henhold til *tiende ledd* opplyse dem om hvilken dekning som gis under sikkerhetsstillelsen som nevnt i § 9-12.

Ellevte ledd uttrykker at ytelse av investeringstjenester bare kan foretas fra fast forretningssted.

Tolvte ledd uttrykker at reglene om god forretningsskikk gjelder tilsvarende for foretakets ansatte og tillitsvalgte og for personer og foretak som har slik innflytelse i verdipapirforetaket som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd.

Trettende ledd gir departementet hjemmel til å gi utfyllende forskrifter om de krav som stilles i bestemmelsen.

Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 4.2.

Til § 10-14

Bestemmelsen videreføre gjeldende vphl. § 9-3.

Til § 10-15

Bestemmelsen er en presisering av kravet til god forretningsskikk og organisering av virksomheten. Bestemmelsen svarer til direktivet art. 21.

Etter *første ledd* skal verdipapirforetak ved utførelse av kundeordre treffe alle nødvendige tiltak for å oppnå det best mulige resultat for deres kunder med hensyn til pris, kostnader, hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, størrelse, art og andre relevante forhold. Dersom kunden har gitt spesifikke instruksjoner skal ordre utføres i tråd med disse. Første ledd svarer til direktivet art. 21 nr. 1.

Annet ledd pålegger verdipapirforetak å ha effektive systemer, prosedyrer og ordninger for å sikre etterlevelse av bestemmelsen i første ledd. Verdipapirforetak skal blant annet utarbeide og benytte retningslinjer for utførelse av kundeordre. Annet ledd svarer til direktivet art. 21 nr. 2.

Etter *tredje ledd* skal verdipapirforetakets retningslinjer, for hver type finansielt instrument foretaket handler med, inneholde informasjon om de ulike markedsplasser som benyttes og hvilke faktorer som bestemmer valget av markedsplass. Retningslinjene skal i det minste omfatte de markedsplasser som vanligvis gir det beste resultat ved utførelse av kundeordre. Tredje ledd svarer til direktivet art. 21 nr. 3 første ledd.

Fjerde ledd pålegger verdipapirforetak å opplyse kundene om foretakets retningslinjer, og innhente kundenes samtykke til retningslinjene før utførelse av kundeordre. Dersom retningslinjene tillater at kundeordre utføres utenfor et regulert marked eller MHF, skal kundene samtykke uttrykkelig til dette. Kundene skal opplyses om alle viktige endringer i ordningene som nevnt i annet ledd, herunder blant annet om viktige endringer i retningslinjene. Fjerde ledd svarer til direktivet art. 21 nr. 3 annet og tredje ledd.

Femte ledd pålegger verdipapirforetak å kontrollere de ordninger som er etablert i tråd med annet ledd for å avdekke og utbedre eventuelle svakheter. Blant annet skal verdipapirforetaket jevnlig evaluere hvorvidt bruk av markedsplassene som nevnt i retningslinjene er egnet til å oppnå det beste resultat for deres kunder, eller om det er behov for endringer. Femte ledd svarer til direktivet art. 21 nr. 4.

Etter *sjette ledd* skal verdipapirforetaket på kundens forespørsel kunne påvise at kundeordrene er utført i tråd med foretakets retningslinjer. Sjette ledd svarer til direktivet art. 21 nr. 5.

Syvende ledd gir departementet hjemmel til å gi utfyllende forskrifter om de krav som stilles i bestemmelsen.

Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 4.4.

Til § 10-16

Bestemmelsen er en presisering av kravet til god forretningsskikk og organisering av virksomheten. Bestemmelsen svarer til direktivet art. 22.

Første ledd pålegger verdipapirforetak å etablere prosedyrer og ordninger som sikrer hurtig, rettferdig og effektiv utførelse av kundeordre vurdert i forhold til verdipapirforetakets øvrige kundeordre og foretakets handel for egen regning. Prosedyrene og ordningene skal legge til rette for utførelse av sammenlignbare kundeordre i den rekkefølge som de er kommet inn. Første ledd svarer til direktivet art. 22 nr. 1.

Annet ledd uttrykker at dersom limitordre i aksjer notert på regulert marked ikke umiddelbart kan utføres under de rådende markedsforhold, skal verdipapirforetaket i mangel av annen instruks fra kunden straks treffe foranstaltninger

for raskest mulig utførelse ved å offentliggjøre ordren på en for markedsaktørene tilgjengelig måte. Plikten til offentliggjøring anses alltid oppfylt dersom ordren gjøres tilgjengelig på et regulert marked eller MHF. Kredittilsynet kan gjøre unntak fra plikten til offentliggjøring av limitordre. Annet ledd svarer til direktivet art. 22 nr. 2.

Tredje ledd gir departementet hjemmel til å gi utfyllende forskrifter om de krav som stilles i bestemmelsen.

Forslaget er nærmere omtalt i utredningen pkt. 4.5.

Til § 10-17

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 11-3.

Til § 10-18

Bestemmelsen er en presisering av kravet til god forretningsskikk når motparten er kvalifisert. Bestemmelsen svarer til direktivet art. 24.

Etter *første ledd* kan verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i § 2-2 første ledd nr. 1 til 3, bringe i stand eller inngå transaksjoner med kvalifiserte motparter uten å overholde de krav som stilles i § 10-13 om god forretningsskikk, § 10-15 om beste resultat ved utførelse av ordre eller § 10-16 første ledd om håndtering av kundeordre. Dette gjelder bare i forbindelse med disse transaksjonene eller ved tilknyttede tjenester som er direkte knyttet til disse transaksjonene. Første ledd svarer til direktivet art. 24 nr. 1.

Annet ledd definerer hvem som skal anses som kvalifiserte motparter, herunder blant annet ulike finansielle foretak og foretak som omfattes av lovutkastet § 9-2 annet ledd nr. 10 til 12. Annet ledd svarer til direktivet art. 24 nr. 2 første ledd.

Tredje ledd bestemmer at første ledd likevel ikke skal gjelde dersom en kvalifisert motpart anmoder om dette overfor verdipapirforetaket. Tredje ledd svarer til direktivet art. 24 nr. 2 annet ledd.

Fjerde ledd gir departementet hjemmel til å gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen, utvide kretsen av kvalifiserte motparter, samt fastsette særlige regler i forbindelse med dette.

Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 4.6.

Til § 10-19

Bestemmelsen regulerer ansvaret for overholdelsen av verdipapirhandellovens regler i de situasjoner hvor et verdipapirforetak formidler instruksjoner om å utføre investeringstjenester eller tilknyttede tjenester på vegne av sine kunder til et annet verdipapirforetak. Bestemmelsen gjelder ikke «ansvarsfordelingen» i forhold til andre regler som for eksempel hvitvaskingsreglene. Bestemmelsen svarer til direktivet art. 20.

Første ledd bestemmer at det verdipapirforetaket som mottar instruksjoner kan forholde seg til informasjonen som gis, uten å henvende seg til kunden. Første ledd svarer til direktivet art. 20 første ledd.

Annet ledd gir uttrykk for at verdipapirforetaket som formidler instruksjonene i slike tilfeller forblir ansvarlig for at informasjonen er fullstendig og korrekt, og at eventuelle anbefalinger eller råd er egnet for kunden og for øvrig i tråd med § 10-13. Annet ledd svarer til direktivet art. 20 annet ledd.

Tredje ledd gir uttrykk for at verdipapirforetaket som mottar instruksjonene plikter å utføre de aktuelle tjenester, basert på informasjon og råd som nevnt i annet ledd, i tråd med alle relevante bestemmelser i lovens kapittel 10. Tredje ledd svarer til direktivet art. 20 tredje ledd.

Det vises til omtalen i utredningen pkt. 4.3.

Til § 10-20

Første ledd åpner for at verdipapirforetak kan benytte tilknyttede agenter for å markedsføre sine tjenester, skaffe oppdrag, samt utføre de investeringstjenestene som er nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1, 5 og 6, forutsatt at verdipapirforetaket selv har tillatelse til å yte slike tjenester. Første ledd svarer til direktivet art. 23 nr. 1.

Annet ledd bestemmer at verdipapirforetaket er ansvarlig for all virksomhet som agenten forestår på verdipapirforetakets vegne, og at foretaket skal sørge for at agenten overholder verdipapirforetakets plikter etter loven. Dette innebærer at den tilknyttede agenten må drive sin virksomhet overfor kunder på samme måte som et verdipapirforetak, herunder overholde verdipapirforetaks opplysningsplikter mv. Verdipapirforetaket plikter å påse at tilknyttede agenter alltid opplyser om agentforholdet ved kontakt med kunder eller potensielle kunder. Opplysningene må minst omfatte verdipapirforetakets identitet, de tjenester som tilbys i agentforholdet, samt en beskrivelse av ansvarsforholdet mellom verdipapirforetaket og agenten. Opplysningene skal gis skriftlig, eller over telefon med lydopptak. Annet ledd svarer til direktivet art. 23 nr. 2 første ledd.

Tredje ledd bestemmer at Kredittilsynet skal føre et oppdatert og offentlig tilgjengelig register over tilknyttede agenter. Registeret skal inneholde

opplysninger om tilknyttede agenter etablert i Norge, samt om norske verdipapirforetaks tilknyttede agenter etablert i annen stat hvor bruk av tilknyttede agenter ikke er tillatt. Registrering i Norge kan bare skje dersom verdipapirforetaket bekrefter at foretakets tilknyttede agent er egnet. Verdipapirforetak kan bare benytte tilknyttede agenter som er registrert i Norge eller i tilsvarende register i annen EØS-stat. Verdipapirforetak skal melde fra til Kredittilsynet dersom tilknytningen til en agent opphører. Tredje ledd svarer til direktivet art. 23 nr. 3.

Fjerde ledd gir departementet hjemmel til å fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen.

Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 4.7.

Til § 10-21

Bestemmelsen videreføre gjeldende vphl. § 9-7 annet ledd.

Til § 10-22

Etter *første ledd* skal verdipapirforetak så hurtig som mulig, og ikke senere enn slutten av den påfølgende arbeidsdag, rapportere til Kredittilsynet om transaksjoner i finansielle instrumenter notert på regulert marked. Første ledd svarer til direktivet art. 25 nr. 3 første ledd.

Etter *annet ledd* skal rapporten særskilt angi navn og nummer som viser hvilke finansielle instrumenter som er kjøpt eller solgt, antall, dato og tidspunkt for utførelse, pris, samt identiteten til de involverte verdipapirforetak. Annet ledd svarer til direktivet art. 25 nr. 4.

Tredje ledd åpner for at rapporten kan sendes av verdipapirforetaket, en tredjeperson som opptrer på vegne av verdipapirforetaket, et system for kobling av ordre eller et rapporteringssystem godkjent av Kredittilsynet, eller av det regulerte marked eller den MHF hvor transaksjonen ble gjennomført. Tredje ledd svarer til direktivet art. 25 nr. 5.

Fjerde ledd gir departementet hjemmel til å gi utfyllende forskrifter om verdipapirforetaks rapportering etter bestemmelsen, herunder blant annet om hvem som skal sende og motta rapportene, samt gi ytterligere regler om krav til rapportens innhold. Departementet kan videre fastsette regler om at verdipapirforetak skal rapportere til Kredittilsynet om handel i ikke-noterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter notert på regulert marked. Departementet kan begrense rapporteringsplikten etter bestemmelsen her til å gjelde bestemte typer finansielle instrumenter, og utvide rapporteringsplikten til også å gjelde transaksjoner i finansielle instrumenter som ikke er notert på regulert marked.

Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 4.8.

Til § 10-23

Bestemmelsen gjennomfører sentrale deler av direktivet art. 27. Bestemmelsen forutsetter at det gis ytterligere regler i forskrift, blant annet på bakgrunn av utfyllende kommisjonsrettsakter. Systematisk internalisering er for øvrig definert i lovutkastet § 2-6 fjerde ledd.

Første ledd pålegger verdipapirforetak som på en organisert, jevnlig og systematisk måte handler med aksjer for egen regning ved å utføre kundeordre utenfor et regulert marked eller MHF (såkalt systematisk internalisering) å enten publisere forpliktende kurser dersom handelen skjer med likvide aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked, eller på forespørsel oppgi kurser til kunder dersom handelen skjer med aksjer som ikke er likvide. Første ledd svarer til direktivet art. 27 nr. 1 første ledd.

Annet ledd bestemmer at de kurser som stilles etter bestemmelsen skal reflektere gjeldende markedsforhold for den aksje kursen gjelder. Annet ledd svarer til direktivet art. 27 nr. 1 tredje ledd i.f.

Etter *tredje ledd* skal reglene bare gjelde verdipapirforetak som handler for egen regning med størrelser opp til standard markedsstørrelse. Tredje ledd svarer til direktivet art. 27 nr. 1 annet ledd.

Fjerde ledd gir departementet hjemmel til å gi nærmere forskrifter om systematisk internalisering.

Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 4.9.

Til § 10-24

Etter *første ledd* skal verdipapirforetak offentliggjøre informasjon om utførte transaksjoner i aksjer notert på regulert marked eller MHF. Dette gjelder likevel ikke dersom transaksjonene er utført på regulert marked eller MHF, og informasjonen av den grunn offentliggjøres etter lov om regulerte markeder. Første ledd, sett i sammenheng med annet ledd, svarer til direktivet art. 28 nr. 1.

Annet ledd bestemmer at det ved offentliggjøring minst skal opplyses om pris, volum og tidspunktet for transaksjonens utførelse. Offentliggjøring skal skje så hurtig som mulig og på en måte

som er lett tilgjengelig for markedet. Bestemmelsen om utsatt offentliggjøring i lov om regulerte markeder gjelder tilsvarende. Annet ledd, sett i sammenheng med første ledd, svarer til direktivet art. 28 nr. 1 og 2.

Tredje ledd gir departementet hjemmel til å gi utfyllende forskrifter om verdipapirforetaks rapportering etter bestemmelsen her, samt utvide offentliggjøringsplikten til å gjelde andre finansielle instrumenter enn aksjer og annen informasjon enn det som kreves etter annet ledd.

Det vises til den nærmere omtalen i utredningen pkt. 4.10.

Til § 11-1

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 14. Etter § 2-5 annet ledd kan verdipapirforetak og regulert marked gis tillatelse til å drive MHF.

Etter *første ledd* skal den som driver MHF i tillegg til å tilfredsstille de organisatoriske kravene i § 9-11:

1. ha gjennomsiktige og ufravikelige handelsregler, herunder etablere objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre,
2. ha gjennomsiktige og klare regler om hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet,
3. ha gjennomsiktige regler baser på objektive kriterier om tilgang til fasiliteten, jf. annet ledd,
4. i nødvendig grad påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, sett hen til type bruker og type finansielt instrument,
5. tydelig informere sine brukere om deres ansvar for gjennomføring av transaksjoner sluttet i fasiliteten,
6. sørge for at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner på MHF, og
7. umiddelbart etterkomme pålegg fra Kredittilsynet om å suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel.

Annet ledd gir bestemmelser om tilgang til MHF. Verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og andre kan gis tilgang til MHF, forutsatt at de har en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, og tilstrekkelige tekniske systemer, og for øvrig anses skikket til å delta i handelen i forhold til de forpliktelser tilgangen innebærer. Kravene som stilles er i det vesentligste de samme som for medlemskap på regulert marked.

Etter *tredje ledd* gjelder ikke visse krav i loven for transaksjoner mellom person med tilgang til MHF. Bestemmelsen har sitt motstykke i lov om regulerte markeder.

Fjerde ledd gir regler om såkalt «unsponsored listing». Dersom annen person enn utsteder har søkt om opptak til handel på MHF, skal utsteder ikke underlegges noen informasjonsforpliktelse som følge av omsetningen.

Det vises til utredningen pkt. 8.4.3.2.

Til § 11-2

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 26, som langt på vei er lik art. 43, som gjelder for regulerte markeder.

Etter *første ledd* skal som driver MHF etablere effektive ordninger og prosedyrer som sikrer en regelmessig overvåking av brukeres etterlevelse av fasilitetens egne regler. Den som driver MHF skal videre overvåke transaksjoner i fasiliteten med sikte på å avdekke brudd på fasilitetens egne regler, rettsstridige handelsforhold og markedsmisbruk (jf. lovens kapittel 3).

I følge *annet ledd* skal den driver MHF umiddelbart gi melding til Kredittilsynet ved mistanke om vesentlige brudd på fasilitetens egne regler, rettsstridige handelsforhold og markedsmisbruk.

Etter *tredje ledd* skal den som driver MHF bistå Kredittilsynet ved mistanker om markedsmisbruk. Bistanden skal gis uten kostnad for Kredittilsynet.

I *fjerde ledd* gis departementet kompetanse til å fastsette nærmere regler om markedsovervåking på MHF.

Det vises til utredningen pkt. 8.4.3.3.

Til § 11-3

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 29.

Etter *første ledd* skal som driver MHF offentliggjøre kjøps- og salgstilbud i aksjer opptatt til handel på regulert marked, herunder ordredybde på ulike prisnivåer, som legges inn i fasilitetens handelssystem. Opplysningene skal på rimelige kommersielle vilkår offentliggjøres løpende i løpet av handelsdagen.

I følge *annet ledd* kan Kredittilsynet frita den som driver MHF fra sine forpliktelser til å offentliggjøre ordre.

Etter *tredje ledd* kan departementet i forskrift fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre mv., herunder at det skal gis opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer opptatt til handel på regulert marked, samt om Kredittilsynets fritaksadgang.

Det vises til utredningen pkt. 8.4.3.4.

Til § 11-4

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 30.

Etter *første ledd* skal den som driver MHF offentliggjøre pris, volum og tidspunkt for transaksjoner gjennomført i fasiliteten i aksjer opptatt til handel på regulert marked. Opplysningene skal på rimelig kommersielle vilkår offentliggjøres så raskt som mulig etter gjennomføring av transaksjonene.

Kravet i første ledd gjelder ikke i den grad opplysningene offentliggjøres av et regulert marked, jf. *annet ledd*.

Etter *tredje ledd* kan Kredittilsynet gi den som driver MHF adgang til å utsette offentliggjøring etter første ledd.

Departementet gis i *fjerde ledd* kompetanse til å fastsette regler i forskrift om offentliggjøring av opplysninger om handler, herunder at det skal gis opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer opptatt til handel på regulert marked, samt om Kredittilsynets fritaksadgang.

Det vises til utredningen pkt. 8.4.3.4.

§ 12-1

Bestemmelsen videreführer gjeldende vphl. § 11-1.

§ 12-2

Bestemmelsen videreführer gjeldende vphl. § 11-5.

§ 12-3

Bestemmelsen videreführer gjeldende vphl. § 11-6.

§ 12-4

Bestemmelsen videreführer gjeldende vphl. § 11-7.

Til Kapittel 13

Kapittel 13 er en videreføring av gjeldende vphl. kapittel 6. Henvisninger er endret i tråd med ny verdipapirhandellov.

Til § 14-1

Etter første punktum føyes kredittderivater og derivater nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5 til som finansielle instrumenter som omfattes av kapittelet. For øvrig er første punktum en videreføring av gjeldende vphl. § 10-1 første punktum. Annet punktum er en videreføring av gjeldende vphl. § 10-1 annet punktum.

Til § 14-2

Bestemmelsen videreführer gjeldende vphl. § 10-2.

Til § 14-3

Bestemmelsen videreführer gjeldende vphl. § 10-3.

Til § 15-1

Bestemmelsen videreführer i det vesentligste gjeldende vphl. § 12-1. Henvisning i *tredje ledd* til børs er erstattet med henvisning til regulert marked med tillatelse som børs.

Henvisning i *fjerde ledd* til børs er erstattet med henvisning til regulert marked. Annet punktum i fjerde ledd er ikke videreført ettersom børsloven § 5-7 er foreslått opphevet. Det vises til nærmere omtale i utredningen kapittel 16 og 22.

Til § 15-2

Overskriften er endret slik at det fremgår at bestemmelsen gjelder opplysningsplikt for utstedere og foretak under tilsyn.

Første til *femte ledd* videreführer gjeldende vphl. § 12-2 første til femte ledd. Gjeldende vphl. § 12-2 annet ledd annet og tredje punktum er flyttet til § 9-9 tredje ledd. I første ledd er det presisert at opplysningsplikten også gjelder for tilknyttede agenter.

Nytt *sjette ledd* stiller krav om at revisor for verdipapirforetak og regulerte markeder plikter på forespørsel å gi Kredittilsynet opplysninger om foretakenes virksomhet. Bestemmelsen gjennomfører art. 50 nr. 2 bokstav h. Det vises til omtale i pkt. 9.3.3.2. I sjette ledd erstattes henvisningen til «børs» med «regulert marked med tillatelse som børs.»

Syvende ledd videreführer gjeldende vphl. § 12-2 syvende ledd.

Til § 15-3

Første til *sjette ledd* videreführer gjeldende vphl. § 12-2a første til sjette ledd.

Nytt *syvende ledd* gjør opplysningsplikten gjeldende for verdipapirforetak og regulerte markeders trafikkdata. Det vises til utredningen pkt. 9.3.3.4.

§ 15-4

Børs kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt. Ved tilsidesettelse av opplysningsplikt gjelder § 14-1. Bestemmelsen videreführer gjeldende vphl. § 12-6.

Til § 15-5

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 12-2b.

Til § 15-6

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 12-3.

Til § 15-7

Første til femte ledd viderefører gjeldende vphl. § 12-4 første til femte ledd.

Etter fjerde ledd kan Kredittilsynet gi pålegg om avhendelse etter fremgangsmåten i lov om regulerte markeder § 3-3 fjerde ledd (som viderefører gjeldende børslov § 4-1 fjerde ledd).

I *sjette ledd første punktum* utvides Kredittilsynets kompetanse til å gjelde bestemmelser i denne lov, jf. gjeldende vphl. § 12-4 femte ledd første punktum. Sjette ledd annet punktum viderefører gjeldende vphl. § 12-4 femte ledd annet punktum.

Etter *syvende ledd* kan Kredittilsynet gi pålegg om at handel i bestemte finansielle instrumenter skal stoppes midlertidig eller permanent.

Til § 15-8

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 12-6 sjette ledd, med endring av «børs» til «regulert marked.»

Til § 15-9

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 12-7 med endring til «regulert marked» i stedet for «børs».

Til kapittel 16

Kapittelet viderefører gjeldende vphl. kapittel 13. Henvisninger er endret i tråd med ny verdipapirhandellov.

Til § 17-1

Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 14-1 med endring av «børs» til regulert marked.

Til § 17-2

Henvisninger i første ledd er endret i tråd med ny verdipapirhandellov. Bestemmelsen viderefører gjeldende vphl. § 14-1.

Til § 17-3

Henvisninger i første og annet ledd er endret ut i fra ny verdipapirhandellov. I og med at konsesjonsplikten utvides, både mht. definisjonene av investeringstjenester og finansielle instrumenter, utvides straffebestemmelsens virkeområde.

Ifølge *tredje ledd* straffes med bøter kun den som grovt eller gjentatte ganger overtrer § 4-2, jf. forskrifter gitt i medhold av denne.

Fjerde og *femte ledd* viderefører gjeldende vphl. § 14-3 annet og tredje ledd.

Til § 17-4

Bestemmelsen gir Kredittilsynet kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr for visse overtredelser av § 4-2 om flagging og 15-1 tredje ledd om finansiell rapportering.

Det vises til nærmere omtale i kapittel 9 og 21.

Til kapittel 18

Kapittelet inneholder ikrafttredelses- og overgangsregler.

Etter § 18-1 trer loven i kraft fra den tid departementet bestemmer. Departementet kan bestemme at lovens bestemmelser settes i kraft til forskjellig tid.

Etter § 18-2 videreføres tillatelser etter lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 6-1, § 7-1 og § 8-2. Foretak med slike tillatelser må innrette sin virksomhet etter reglene i loven her fra lovens ikrafttredelse. Departementet kan gi ytterligere overgangsregler.

Til kapittel 19

Etter § 19-1 nr. 1 oppheves gjeldende verdipapirhandellov. Loven erstattes av ny lov om verdipapirhandellov. Videre er det fastsatt en ny § 1-6 i verdipapirfondloven om tilknyttede agenter.

24.2 Lov om regulerte markeder

Til § 1-1

Bestemmelsen angir lovens formål og er en videreføring av gjeldende § 1-1.

Til § 1-2

Bestemmelsen angir lovens stedlige virkeområde og er i det vesentligste en videreføring av gjeldende § 1-2.

Etter *første ledd* gjelder loven virksomhet som regulert marked, herunder børs, i Norge. I lovens del 2 er det gitt regler som gjelder for alle regulerte markedet. I del 3 er det gitt særregler som kun gjelder for børser. Begrepet «autorisert markeds-

plass» er ikke videreført, jf. utredningen pkt. 6.2.3.2.

Etter *annet ledd* gjelder loven også virksomhet som norsk regulert marked, herunder børs, driver i utlandet gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet, med mindre annet er fastsatt av departementet.

Kongen kan i medhold av *tredje ledd* gi forskrift om lovens anvendelse på Svalbard og kontinentalsokkelen, og kan fastsette særlige regler under hensyn til de stedlige forhold.

Til § 1-3

Bestemmelsen definerer regulert marked og gjennomfører MiFID art. 4 nr. 1 pkt. 14.

I *første ledd* defineres regulert marked som foretak som organiserer eller driver et multilateralt system der det legges til rette for regelmessig omsetning og opptak til handel av finansielle instrumenter i samsvar med markedets ufravikelige regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter.

Etter *annet ledd* defineres børs som regulert marked med tillatelse etter lovens § 3-1.

Tredje ledd viderefører gjeldende § 2-1 tredje ledd med tilpassingen «regulert marked eller børs».

Etter *fjerde ledd* kan departementet i forskrift fastsette regler om hva som menes med regulert marked, samt organiseringen og driften av regulert marked. Bestemmelsen gir blant annet adgang til å innføre MiFIDs skille mellom regulert marked og markedsoperatør, jf. art. 4 nr. 1 pkt. 13.

For øvrig vises det til omtalen i utredningen pkt. 6.2.

Til § 2-1

Bestemmelsen fastsetter krav om tillatelse og viderefører gjeldende § 2-1 første ledd med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-2

Bestemmelsen har regler om konsesjonsmyndighet og søknad om tillatelse (også som børs), og viderefører gjeldende § 2-2 med tilpassingen «regulert marked» og endret paragrafhenvisning.

Til § 2-3

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 2-3 om bortfall og endring av tillatelse med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-4

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 2-4 om sammenslåing og deling mv. med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-5

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 2-5 om virksomhet i utlandet med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-6

Bestemmelsen gir regler om organisasjonsform og viderefører gjeldende §§ 3-1 første ledd og 6-1 med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-7

Bestemmelsen regulerer styret og ledelsen, og viderefører gjeldende § 3-2 med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-8

Bestemmelsen omhandler internkontroll og viderefører gjeldende § 3-4.

Til § 2-9

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 3-5 om revisors arbeidsoppgaver med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-10

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 39 og fastsetter de overordnede kravene til organiseringen av regulerte markeder.

Etter § 2-10 skal regulert marked fastsette interne regler og treffe nødvendige tiltak som sikrer identifisering og håndtering av interessekonflikter mellom det regulerte markedet eller dets eiere på den ene siden og markedets oppgaver og funksjon på den annen. Regulert markeds interne regler og nødvendige tiltak skal videre sikre identifisering og håndtering av signifikante risikoer som virksomheten utsettes for. I tillegg skal regulert marked fastsette interne regler og treffe nødvendige tiltak som sikrer gjennomsiktige og faste handelsregler og prosedyrer, herunder etablering av objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre og at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner.

For øvrig vises det til omtalen i utredningen pkt. 6.4.

Til § 2-11

Bestemmelsen gir regler om taushetsplikt og videreføre gjeldende § 3-6 med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-12

Bestemmelsen videreføre gjeldende § 3-7 om habilitet med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-13

Bestemmelsen legger begrensinger på adgangen for regulerte markeder til å eie finansielle instrumenter som er opptatt til notering og handel på vedkommende marked. § 2-13 videreføre gjeldende § 3-8 med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-14

Bestemmelsen videreføre gjeldende § 6-2 med tilpassingen «regulert marked». § 2-14 gjelder generelt for regulerte markeder, herunder børser. Det er gitt særregler om eierskapet til børser i § 3-3.

Til § 2-15

Bestemmelsen videreføre reguleringen i gjeldende § 6-3, jf. § 4-3 med tilpassingen «regulert marked». Det er videre vist til verdipapirhandelloven § 2-7 som definerer «nærstående».

Til § 2-16

Bestemmelsen videreføre gjeldende § 4-4 med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-17

Bestemmelsen fastsetter krav om ansvarlig kapital og videreføre gjeldende § 4-5 med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-18

Bestemmelsen videreføre gjeldende § 4-6 om likviditetskrav med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-19

Bestemmelsen gir generelle krav til virksomheten og videreføre gjeldende § 5-1 (med unntak av tredje ledd første punktum), jf. § 6-4 med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-20

Bestemmelsen videreføre gjeldende § 5-2, jf. § 6-5 med tilpassingen «regulert marked».

Til § 2-21

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 40 og erstatter gjeldende §§ 5-6 og 6-7 (jf. likevel § 3-2 om børsnotering).

Etter *første ledd* skal regulert marked ha gjennomsiktige og klare regler om opptak av finansielle instrumenter til handel.

Etter *annet ledd* skal reglene fastsatt i medhold av første ledd sørge for at finansielle instrumenter kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måte, samt at omsettelige verdipapirer, jf. verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd, er fritt omsettelige. Ved opptak av derivater til handel skal reglene sørge for at derivatkontraktene er utformet på en måte slik at de sikrer korrekt prisdannelse og effektive oppgjørsbetingelser.

Tredje ledd bestemmer at regulert marked skal ha ordninger for å påse at utstedere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til handel, oppfyller sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven kapittel 5 (om rapportering) og 7 (om prospekter).

Etter *fjerde ledd* skal regulert marked ha ordninger for å lette medlemmers tilgang til opplysninger som offentliggjøres i medhold av verdipapirhandelloven kapittel 5 og 7.

Regulert marked skal videre ha ordninger for regelmessig å påse at vilkårene for opptak til handel av finansielle instrumenter, oppfylles, jf. *femte ledd.*

Etter *sjette ledd* kan regulert marked uten utsteders samtykke ta opp til handel omsettelige verdipapirer som allerede er tatt opp til handel på et annet regulert marked, forutsatt at reglene i verdipapirhandelloven kapittel 7 oppfylles. Slik utsteder skal gis melding av det regulerte markedet om at opptak til handel finner sted, og ikke underlegges informasjonsforpliktelser som følge av opptaket.

Syvende ledd videreføre gjeldende § 5-7 annet ledd med tilpassingen «regulert marked».

Det er i *åttende ledd* inntatt en forskriftshjemmel for fastsettelse av blant annet kommisjonens nivå-2 regler gitt i medhold av MiFID art. 40.

For øvrig vises det til omtalen i utredningen pkt. 7.1.

Til § 2-22

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 41 og erstatter gjeldende §§ 5-8 og 5-9.

Etter *første ledd* kan regulert marked suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak til handel eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Et finansielt instrument kan likevel ikke suspenderes eller strykes hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.

I følge *annet ledd* skal regulert marked som suspenderer eller stryker et finansielt instrument fra handel, umiddelbart offentliggjøre og gi Kredittilsynet opplysninger om dette.

Etter *tredje ledd* kan Kredittilsynet beslutte at et regulert marked skal suspendere eller stryke et finansielt instrument i medhold av første ledd.

Departementet kan gi nærmere regler om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter, jf. *fjerde ledd.*

For øvrig vises det til omtalen i utredningen pkt. 7.2.

Til § 2-23

Bestemmelsen regulerer medlemskap på regulert marked og erstatter gjeldende § 5-4, jf. MiFID art. 42.

Etter *først ledd* skal regulert marked ha gjennomsiktige og ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier om medlemskap på markedet. Bare medlemmer opptatt av vedkommende regulerte marked kan delta i handelen som organiseres av markedet.

De nærmere kravene til medlemsreglene fremkommer av *annet ledd.* Reglene skal beskrive et medlems forpliktelser som følger av reguleringen av og virksomheten til det regulerte markedet, handelsreglene til markedet, profesjonelle standarder for ansatte i verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner som operer på markedet, vilkårene som gjelder for medlemmer som ikke er verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner etter tredje ledd, og regler og prosedyrer for oppgjør av transaksjoner som gjelder på markedet.

Etter *tredje ledd* kan verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og andre opptas som medlem. Medlemmet skal ha en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, tilstrekkelige tekniske systemer og for øvrig anses skikket til å delta i handelen i forhold til de forpliktelser medlemskapet innebærer.

Det er i *fjerde ledd* gjort unntak fra en rekke av verdipapirhandellovens regler der handler sluttes mellom medlemmer. De aktuelle reglene i verdipapirhandelloven gjelder likevel overfor medlemmers kunder.

Etter *femte ledd* skal regulert marked gi foretak med hovedkontor i annen EØS-stat som har tillatelse til å yte investeringstjenester, adgang til medlemskap på like vilkår som andre medlemmer, jf. dagens §§ 5-4 tredje ledd og 6-6.

Etter *sjette ledd* skal regulert marked gi Kredittilsynet melding hvis det har til hensikt å etablere ordninger i annet EØS-land som kan lette fjernmedlemmers adgang til og mulighet for å handle på markedet. Kredittilsynet skal innen en måned gi opplysningene til tilsynsmyndigheten i det andre EØS-landet. Det skal etter bestemmelsen gis melding om landet, ikke medlemmet.

Syvende ledd har regler om opplysningsplikt. Medlem på regulert marked samt tillitsvalgte og ansatte hos medlem er uten hinder av taushetsplikt forpliktet til å gi vedkommende regulerte marked de opplysninger som er nødvendig for at den skal kunne oppfylle sine plikter etter denne lov og annen lovgivning.

Departementet kan fastsette nærmere regler om vilkår for medlemskap og medlemmers forpliktelser, jf. *åttende ledd.*

For øvrig vises det til omtalen i utredningen pkt. 7.3.

Til § 2-24

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 43 og erstatter første ledd i gjeldende § 5-11 om markedsovervåking.

Etter *første ledd* skal regulert marked etablere effektive ordninger og prosedyrer som sikrer en regelmessig overvåking av medlemmers etterlevelse av markedets egne regler. Regulerte markeder skal overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på markedets egne regler, rettsstridige handelsforhold og brudd på reglene i verdipapirhandelloven kapittel 3 (om markedsmisbruk).

Melding til Kredittilsynet skal gis etter *annet ledd* ved mistanke om vesentlige brudd på markedets egne regler, rettsstridige handelsforhold og brudd på reglene i verdipapirhandelloven kapittel 3. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om markedsovervåkingen. Gjeldende forskrift om markedsovervåkning er videreført.

Tredje ledd viderefører gjeldende § 5-11 annet og tredje ledd.

For øvrig vises det til omtalen i utredningen pkt. 7.4.

Til § 2-25

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 44 om «pre-trade transparency», dvs. offentliggjøring av opplysninger om ordre. § 2-25 erstatter sammen med § 2-26, gjeldende § 5-3 om kursnotering.

Etter *første ledd* skal regulert marked offentliggjøre kjøps- og salgstilbud i aksjer, herunder ordredybde på ulike prisnivåer, som legges inn i markedets handelssystem. Opplysningene skal på rimelige («reasonable») kommersielle vilkår offentliggjøres løpende i løpet av handelsdagen.

Regulert marked kan etter *annet ledd* på rimelige kommersielle vilkår og ikke-diskriminerende basis, gi verdipapirforetak som omfattes av verdipapirhandellovens regler om systematisk internalisering (jf. dens § 10-24), tilgang til de ordningene som benyttes for offentliggjøring av opplysningene nevnt i første ledd.

Etter *tredje ledd* kan Kredittilsynet frita regulert marked fra sine forpliktelser til å offentliggjøre ordre.

Departementet kan i forskrift fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre mv., herunder at det skal gis opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer, samt om Kredittilsynets fritaksadgang, jf. *fjerde ledd.*

Til utfylling av § 2-25 første ledd med forskrifter skal regulert marked fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre mv, jf. *fjerde ledd.*

For øvrig vises det til omtalen i utredningen pkt. 7.5.

Til § 2-26

Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 45 om offentliggjøring av opplysninger om handler sluttet på markedet. Andre regler om offentliggjøring av handler følger av verdipapirhandelloven kapittel 10 og 11.

Etter *første ledd* skal regulert marked offentliggjøre pris, volum og tidspunkt for transaksjoner i aksjer opptatt til handel på vedkommende marked. Opplysningene skal på rimelige kommersielle vilkår offentliggjøres så raskt som mulig etter gjennomføring av transaksjonene.

Regulert marked kan på rimelige kommersielle vilkår og ikke-diskriminerende basis, gi verdipapirforetak som omfattes av verdipapirhandellovens regler om systematisk internalisering (jf. dens § 10-24) tilgang til de ordningene som benyttes for offentliggjøring av opplysningene, jf. *annet ledd.*

I følge *tredje ledd* kan Kredittilsynet gi regulert marked adgang til å utsette offentliggjøring etter første ledd.

Departementet kan i forskrift fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om handler mv., herunder at det skal gis opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer, samt om Kredittilsynets fritaksadgang. Til utfylling av første ledd med forskrifter skal regulert marked fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om handler mv. Det vises til *fjerde ledd.*

For øvrig vises det til omtalen i utredningen pkt. 7.5.

Til § 2-27

Bestemmelsen gir regler om løpende mulkt og viderefører gjeldende § 5-13 med endrede henvisninger.

Til § 2-28

Bestemmelsen gir regulert marked adgang til å ilegge overtredelsesgebyr på visse vilkår. § 2-28 er en videreføring av gjeldende § 5-12.

Til § 2-29

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 6-9 om forvaltningslovens anvendelse.

Til § 3-1

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 3-1 om tillatelse som børs.

Til § 3-2

Bestemmelsen gir regler om børsnotering og erstatter gjeldende § 5-6. § 3-2 er mindre detaljert enn dagens bestemmelse, men ikke ment å innebære noen realitetsendring. Som i dag vil de nærmere kravene til børsnotering i direktiv 2001/34/EF (opptaksdirektivet) bli fastsatt i forskrift.

Etter *første ledd* kan finansielle instrumenter opptas til børsnotering etter § 2-21, jf. forskrift gitt i medhold av denne, og børsens egne regler dersom vedkommende børs finner at de finansielle instrumentene er egnet for dette og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om børsnotering av finansielle instrumenter, jf. *annet ledd.*

For øvrig vises det til omtalen i utredningen pkt. 7.1.3.3.

Til § 3-3

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 4-1 om eierbegrensninger.

Til § 3-4

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 4-2 om stemmerettsbegrensninger.

Til § 3-5

Bestemmelsen viderefører reguleringen i gjeldende § 4-3 med tilpassingen «regulert marked». Det er videre vist til verdipapirhandelloven § 2-7 som definerer «nærstående».

Til § 3-6

Bestemmelsen erstatter gjeldende § 3-3 om kontrollkomité. Departementet kan i forskrift fastsette regler om at børs skal ha kontrollkomité, herunder om kontrollkomiteens sammensetning, oppgaver, instruks, melding til Kredittilsynet mv.

For øvrig vises det til omtalen i utredningen pkt. 6.3.3.6.

Til § 3-7

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 5-10 om stans i handelen på børs.

Til § 3-8

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 5-14 med endrede henvisninger.

Til § 3-9

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 7-1 med endringen «regulert marked».

Til § 3-10

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 7-2 med endringen «regulert marked».

Til § 3-11

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 7-3 med endringen «regulert marked».

Til § 4-1

Bestemmelsen utpeker Kredittilsynet til tilsynsmyndighet og viderefører gjeldende § 8-1 med endringen «regulert marked».

Til § 4-2

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 8-2 med endringen «regulert marked». I tillegg er MiFIDs art. 43 nr. 2 om melding til tilsynsmyndigheten inntatt. Det er i bestemmelsen presisert at opplysninger og bistand skal gis Kredittilsynet uten kostnad.

Til § 4-3

Bestemmelsen omhandler Kredittilsynets taushetsplikt og viderefører gjeldende § 8-3 med endringen «regulerte markeder».

Til § 4-4

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 8-3 med endringen «regulert marked» og justerte henvisninger.

Til § 4-5

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-1 med endringen «regulert marked» og justerte henvisninger.

Til kapittel 5

Kapittelet inneholder bestemmelser om ikrafttredelse og overgangsregler.

Lov om regulerte markeder trer i kraft fra den tid departementet bestemmer, jf. § 5-1.

Tillatelse gitt i medhold av gjeldende børslov videreføres, jf. § 5-2.

Kapittel 25
Lovforslag

25.1 Forslag til ny lov om verdipapirhandel

Del 1. Formål, virkeområde og definisjoner

Kapittel 1. Formål og virkeområde

§ 1-1. Lovens formål

Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter.

§ 1-2. Lovens stedlige virkeområde

Loven gjelder for virksomhet i Norge, med mindre noe annet er bestemt. Kongen kan gi forskrift om denne lovs anvendelse på Svalbard og kontinentalsokkelen og kan fastsette særlige regler under hensyn til de stedlige forhold.

§ 1-3. Lovens anvendelse for verdipapirforetak med begrenset tjenestespekter

Departementet kan i forskrift fastsette at enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde for verdipapirforetak som

1. ikke besitter klientmidler,
2. kun driver investeringsrådgivning og mottak og formidling av ordre i forbindelse med omsettelige verdipapirer og verdipapirfondsandeler, og
3. bare formidler ordre til verdipapirforetak eller kredittinstitusjon med adgang til å yte slike investeringstjenester i Norge, samt til forvaltningsselskap for verdipapirfond med adgang til å drive verdipapirfondsforvaltning i Norge.

§ 1-4. Lovens anvendelse for kredittinstitusjoner

Departementet kan ved forskrift eller enkeltvedtak unnta kredittinstitusjoner fra enkelte av lovens bestemmelser.

Kapittel 2. Definisjoner

§ 2-1. Investeringstjenester og tilknyttede tjenester

(1) Med investeringstjenester menes

1. mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med et eller flere finansielle instrumenter,
2. utførelse av ordre på vegne av kunde,
3. omsetning av finansielle instrumenter for egen regning,
4. aktiv forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt,
5. investeringsrådgivning,
6. plassering av offentlige tilbud som nevnt i kapittel 6, plassering av emisjoner, samt garantistillelse for fulltegning av emisjoner eller tilbud om kjøp av finansielle instrumenter,
7. drift av multilateral handelsfasilitet (MHF).

(2) Med tilknyttede tjenester menes

1. oppbevaring og forvaltning av finansielle instrumenter,
2. kredittgivning,
3. rådgivning med hensyn til foretaks kapitalstruktur, industriell strategi og beslektede spørsmål, samt rådgivning og tjenester i forbindelse med fusjoner og oppkjøp av foretak,
4. tjenester i tilknytning til valutavirksomhet når dette skjer i forbindelse med ytelse av investeringstjenester,
5. utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger, finansielle analyser og andre former for generelle anbefalinger vedrørende transaksjoner i finansielle instrumenter
6. tjenester tilknyttet fulltegningsgaranti,
7. tjenester i tilknytning til underliggende til varederivater og derivater som nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5, når disse tjenestene har sammenheng med investeringstjenester eller tilknyttede tjenester som nevnt i bestemmelsen her.

(3) Departementet kan gi forskrifter om hva som skal anses som investeringstjenester og tilknyttede tjenester etter første og annet ledd.

§ 2-2. Finansielle instrumenter

(1) Med finansielle instrumenter menes:

1. omsettelige verdipapirer,
2. andeler i kommanditselskaper og ansvarlige selskaper,
3. verdipapirfondsandeler,

4. pengemarkedsinstrumenter,
5. derivater.

(2) Med omsettelige verdipapirer menes de klasser av verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, slik som
1. aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, samt depotbevis for slike,
2. obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter, samt depotbevis for slike,
3. alle andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapirer eller som gir rett til kontant oppgjør beregnet med referanse til omsettelige verdipapirer, valuta, rente, varer eller andre indekser eller mål.

(3) Med verdipapirfondsandeler menes andeler i fond som nevnt i verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 1 og verdipapirer som kan sidestilles med slike andeler.

(4) Med pengemarkedsinstrumenter menes de klasser av instrumenter som normalt omsettes i pengemarkedet, slik som sertifikater og innskuddsbevis, bortsett fra betalingsmidler,

(5) Med derivater menes:
1. opsjoner, terminkontrakter, bytteavtaler (swaps), fremtidige renteavtaler (FRA), samt alle andre avledede kontrakter som relaterer seg til verdipapirer, valuta, renter, avkastningsmål, andre derivater, finansielle indekser eller finansielle måleenheter som underliggende med fysisk eller finansielt oppgjør,
2. varederivater,
3. kredittderivater,
4. finansielle differansekontrakter,
5. andre derivater som ikke ellers omfattes av leddet her, men som har de samme karakteristika som andre avledede finansielle instrumenter.

(6) Departementet kan gi nærmere forskrifter om hva som skal anses som finansielle instrumenter etter bestemmelsen her.

§ 2-3. Verdipapirforetak, kredittinstitusjon og betydelig eierandel

(1) Med verdipapirforetak menes foretak som yter en eller flere investeringstjenester på forretningsmessig basis.

(2) Med kredittinstitusjon menes foretak som nevnt i lov av 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 1-5 nr. 3.

(3) Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Like med vedkommende aksjeeiers egne aksjer regnes i denne sammenheng aksjer som eies av aksjeeierens nærstående, jf. § 2-7.

§ 2-4. Regulert marked

Med regulert marked menes foretak som nevnt i lov om regulerte markeder § 1-3 første ledd.

§ 2-5. Multilateral handelsfasilitet (MHF)

(1) Med multilateral handelsfasilitet (MHF) menes et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter i samsvar med ufravikelige regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter.

(2) Verdipapirforetak og regulert marked kan drive MHF, jf. §§ 9-1 og 9-5.

(3) MHF kan ikke drives i medhold av tillatelse etter lov om regulerte markeder.

§ 2-6. Andre definisjoner

(1) Med investeringsrådgivning menes personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med finansielle instrumenter.

(2) Med prisstiller menes person som på kontinuerlig grunnlag sier seg villig til å kjøpe eller selge finansielle instrumenter for egen regning til priser som personen selv fastsetter.

(3) Med tilknyttet agent menes fysisk eller juridisk person som på kun ett verdipapirforetaks ansvar og regning, markedsfører investeringstjenester og tilknyttede tjenester, mottar og formidler ordre i finansielle instrumenter, plasserer finansielle instrumenter og/eller gir råd om sådanne finansielle instrumenter eller tjenester.

(4) Med systematisk internaliserer menes verdipapirforetak som på en organisert, jevnlig og systematisk måte handler for egen regning ved å utføre kundeordre utenfor regulert marked eller MHF.

§ 2-7. Nærstående

Som noens nærstående menes

1. ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
2. mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt i nr. 1 som vedkommende bor sammen med,
3. selskap innen samme konsern som vedkommende,
4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd,
5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument.

§ 2-8. Oppgjørsvirksomhet (clearing)

Med oppgjørsvirksomhet menes yrkesmessig virksomhet som består i å tre inn som part eller på annen måte garantere for oppfyllelse av avtaler som gjelder handel med finansielle instrumenter som nevnt i § 2-2 og forpliktelser vedrørende lån av finansielle instrumenter.

Del 2. Generelle bestemmelser

Kapittel 3. Generelle atferdsbestemmelser

§ 3-1. Anvendelsesområde

(1) Kapittel 3 gjelder for finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk *regulert marked*. § 3-9 gjelder også for finansielle instrumenter som ikke er eller søkes notert på norsk *regulert marked*.

(2) §§ 3-3, 3-4 og 3-7 gjelder tilsvarende for finansielle instrumenter som ikke omfattes av første ledd så fremt deres verdi avhenger av finansielle instrumenter som nevnt i første ledd.

(3) §§ 3-3, 3-4, 3-7 og 3-8 gjelder tilsvarende for handlinger foretatt i Norge i tilknytning til finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked i en annen EØS-stat eller der det er søkt om slik notering. Med regulert marked i *forrige punktum* menes marked som definert i direktiv *2004/39/EØF art. 4 nr. 14*.

(4) *§§ 3-3, 3-4, 3-7 og 3-8 gjelder tilsvarende for finansielle instrumenter som omsettes på norsk MHF.*

§ 3-2. Definisjon av innsideinformasjon

(1) Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

(2) Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.

(3) Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

(4) Med innsideinformasjon om varederivater, menes presise opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent og som direkte eller indirekte angår ett eller flere varederivater og som deltakere på markedet der varederivatene omsettes ville forvente å motta i samsvar med det Kredittilsynet anser som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet. Med opplysninger som deltakerne ville forvente å motta, menes opplysninger som normalt gjøres tilgjengelig for deltakere på markedet eller opplysninger som skal offentliggjøres som følge av lov, forskrift eller annen regulering, herunder privatrettslig regulering og praksis på det aktuelle varederivatmarkedet eller det underliggende varemarked. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innsideinformasjon i tilknytning til varederivater og akseptert markedspraksis.

§ 3-3. Misbruk av innsideinformasjon

(1) Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke direkte eller indirekte foretas for egen eller fremmed regning av noen som har innsideinformasjon.

(2) Første ledd gjelder bare ved misbruk av innsideinformasjon nevnt i § 3-2. Første ledd er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp.

§ 3-4. Taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering

(1) Den som har innsideinformasjon må ikke gi slike opplysninger til uvedkommende.

(2) Den som har innsideinformasjon plikter i sin behandling av slike opplysninger å utvise tilbørlig aktsomhet, slik at innsideinformasjonen ikke kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes. Utsteder av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon, skal ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon.

§ 3-5. Liste over personer med tilgang til innsideinformasjon

(1) Utsteder av finansielle instrumenter skal sørge for at det føres en liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon. Dersom en person som gis tilgang til innsideinformasjon er en juridisk person, skal listen omfatte dennes ansatte, tillitsvalgte, medhjelpere mv. som gis tilgang til informasjonen.

(2) Listen skal oppdateres fortløpende og inneholde opplysninger om identiteten til personene med tilgang til innsideinformasjonen, dato og klokkeslett personene fikk tilgang til slik informasjon, funksjonen til personene, årsaken til at personene er på listen og dato for nedtegning og endring av listen. Listen skal oppbevares på betryggende vis i minst 5 år etter utarbeidelse eller oppdatering, og oversendes Kredittilsynet på forespørsel.

(3) Utsteder av finansielle instrumenter skal sørge for at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer, samt straffeansvaret som er forbundet med misbruk eller uberettiget distribusjon av slike opplysninger. Utsteder av finansielle instrumenter skal kunne dokumentere overfor Kredittilsynet at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med sine plikter etter første punktum.

§ 3-6. Undersøkelsesplikt

(1) Før styremedlem, ledende ansatt, medlem av kontrollkomité eller revisor tilknyttet utstederforetaket foretar eller tilskynder til tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket, skal vedkommende foreta en forsvarlig undersøkelse av om det foreligger opplysninger som nevnt i § 3-2 om de finansielle instrumentene eller utstederen av disse i foretaket. Første punktum gjelder tilsvarende for varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket. Første punktum gjelder tilsvarende for ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern som normalt kan antas å få tilgang til innsideinformasjon.

(2) Undersøkelsesplikten gjelder også ved inngåelse, kjøp, salg eller bytte av opsjons- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til finansielle instrumenter utstedt av foretaket samt ved tilskyndelse til slike disposisjoner.

§ 3-7. Rådgivningsforbud

Den som har innsideinformasjon skal ikke gi råd om handel med finansielle instrumenter som innsideinformasjonen vedrører.

§ 3-8. Markedsmanipulasjon

(1) Ingen må foreta markedsmanipulasjon i tilknytning til finansielle instrumenter.

(2) Med markedsmanipulasjon menes:

1. transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, eller som sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå, med mindre den eller de personer som har inngått transaksjonene eller inngitt handelsordrene, godtgjør at begrunnelsen er å regne som legitim og at transaksjonen eller handelsordren er i overensstemmelse med atferd som Kredittilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet, eller
2. transaksjoner som inngås eller handelsordre som inngis i tilknytning til enhver form for villledende atferd, eller
3. utbredelse av opplysninger gjennom media, herunder via Internett, eller ved enhver annen metode, når opplysningene gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter, herunder utbredelse av rykter og nyheter, når personen som har utbredt opplysningene visste eller burde ha visst at opplysningene var falske, uriktige eller villedende. Når en journalist i sin yrkesmessige aktivitet utbrer slike opplysninger, skal forholdet vurderes under hensyn til de regler som gjelder for deres yrkesgruppe, med mindre personen direkte eller indirekte oppnår fordeler eller fortjeneste av utbredelsen.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis.

§ 3-9. Forbud mot urimelige forretningsmetoder

(1) Ingen må benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter.

(2) God forretningsskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.

§ 3-10. Investeringsanbefalinger mv.

(1) Den som utarbeider eller formidler informasjon som anbefaler eller foreslår en investering eller investeringsstrategi vedrørende finansielle instrumenter eller utstederne av slike, og som er ment for distribusjon eller allmennheten, skal utvise tilbørlig aktsomhet for å sikre at informasjonen som presenteres er korrekt og skal på en klar og tydelig måte opplyse om eventuelle egne interesser og interessekonflikter som knytter seg til instrumentene eller utstederne.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om utarbeidelse og formidling av informasjon som nevnt i første ledd. Departementet kan uten hensyn til første ledd fastsette særlige regler om muntlige investeringsanbefalinger.

(3) Reglene i eller i medhold av bestemmelsen her skal ikke gjelde for presse som er underlagt tilfredsstillende selvregulering.

§ 3-11. Rapporteringsplikt

(1) Den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter, skal straks rapportere til Kredittilsynet hvis det foreligger rimelig grunn til mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon i tilknytning til slike transaksjoner. Departementet kan i forskrift bestemme at første punktum bare skal gjelde verdipapirforetak og kredittinstitusjoner.

(2) Den som rapporterer etter første ledd, skal ikke informere noen andre om at melding er eller vil bli inngitt.

(3) Opplysninger som i god tro meddeles Kredittilsynet etter første ledd, er ikke brudd på noen form for taushetsplikt og gir ikke grunnlag for erstatning eller straff.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om oversendelse av opplysninger til Kredittilsynet og om rapportering etter denne bestemmelsen.

§ 3-12. Tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering

(1) Forbudet mot markedsmanipulasjon i § 3-8 gjelder ikke for tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering som gjennomføres i overensstemmelse med regler i medhold av annet ledd.

(2) EØS-avtalen vedlegg IX nr. 29 (forordning (EF) nr. 2273/2003) om tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter gjelder som lov med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om kontroll med tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering.

§ 3-13. Unntak for disposisjoner foretatt av EØS-stat, sentralbank mv.

Bestemmelsene i dette kapitlet gjelder ikke disposisjoner foretatt av eller på vegne av en EØS-stat, Den Europeiske Sentralbank, sentralbank i EØS-stat eller annet myndighetsorgan i slike stater når disposisjonen er et ledd i en EØS-stats penge- eller valutapolitikk eller styring av offentlig gjeld.

Kapittel 4. Meldeplikt

§ 4-1. Primærinnsideres meldeplikt

(1) Personer som nevnt i § 3-6 første ledd skal straks gi norsk regulert marked hvor aksjene er notert, melding om kjøp, salg, bytte eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern. Det samme gjelder for selskapets handel med egne aksjer og aksjer i selskaper i samme konsern. Foretak som eier børsnoterte aksjer i et annet foretak eller aksjer i et annet foretak som er notert på regulert marked, og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre, må gi melding ved handel i slike aksjer. Meldingen skal sendes senest innen åpningen av regulert marked dagen etter at kjøp, salg, bytte eller tegning har funnet sted.

(2) Meldeplikten gjelder også lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, inngåelse, bytte, kjøp, eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer som nevnt i første ledd.

(3) Meldeplikten omfatter også slik handel som gjelder vedkommendes nærstående som nevnt i § 2-7 nr. 1, 2 og 4.

(4) Selskapet skal uten ugrunnet opphold sende en ajourført oversikt over personer som nevnt i første ledd til vedkommende regulerte marked. Meldingen skal inneholde den meldepliktiges navn, personnummer eller lignende identifikasjonsnummer, adresse, type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling.

(5) Meldepliktige etter første ledd skal uten ugrunnet opphold sende vedkommende regulerte marked en ajourført oversikt over personer og selskaper som nevnt i tredje ledd dersom disse innehar finansielle instrumenter som nevnt i første og annet ledd. Meldingen skal inneholde personnummer, organisasjonsnummer eller lignende identifikasjonsnummer.

(6) Denne paragraf gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis.

§ 4-2. Flagging av erverv av større aksjeposter og rettigheter til aksjer

(1) Paragrafen gjelder for aksjer opptatt til handel på regulert marked i en utsteder med Norge som hjemstat.

(2) Hvis en aksjeeiers eller annen persons andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer, når opp til, overstiger eller faller under 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 1/3, 50 %, 2/3, og 90 % av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene som følge av erverv, avhendelse eller annen omstendighet, skal vedkommende gi melding til utstederen og til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker.

(3) Med annen omstendighet i annet ledd, menes begivenhet som endrer stemmerettsfordelingen, etablering av konsernforhold, bortfall av rettigheter til aksjer på annen måte enn utøvelse og inngåelse av avtale om samarbeid som nevnt i *§ 2-7 nr. 5*.

(4) Innlån av aksjer og tilbakelevering av aksjer til utlåner skal regnes som erverv og avhendelse i forhold til denne bestemmelse.

(5) Norge skal være å anse som hjemstat for utstedere som nevnt i § 5-4 første og annet ledd. Der Norge er vertstat for en utsteder, gjelder hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder forholdene regulert i denne bestemmelse og § 4-3 annet til femte ledd, jf. § 5-4 tredje ledd.

(6) Melding etter denne bestemmelse skal gis så raskt som mulig etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått, eller vedkommende blir kjent eller burde ha blitt kjent med annen omstendighet som fører til at vedkommende når, passerer eller faller under en terskel i første ledd.

(7) Som rettighet til aksjer regnes i denne paragraf lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter.

(8) Like med vedkommendes egne aksjer eller rettigheter til aksjer, regnes aksjer eller rettigheter til aksjer som eies eller i tilfelle erverves eller avhendes av nærstående som nevnt i § 2-7, samt stemmerettigheter vedkommende kan utøve etter fullmakt når det ikke foreligger særlige instrukser fra aksjeeieren.

(9) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om flagging, unntak fra reglene i denne paragrafen og regler om konsolidering av eierandeler.

(10) Første til niende ledd gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis. Første til niende ledd gjelder ikke for handler foretatt av EØS-sentralbank og Den europeiske sentralbank i en kortvarig periode under forutsetning av at aksjenes stemmerett ikke benyttes.

§ 4-3. Krav til melding

(1) Melding etter § 4-1 første til tredje ledd skal inneholde opplysninger om:
1. navn på den meldepliktige,
2. bakgrunn for meldingen,
3. navn på utsteder,
4. beskrivelse av det finansielle instrumentet,
5. type transaksjon,
6. tidspunkt og marked for transaksjonen,
7. kurs og volum på transaksjonen og
8. beholdning etter transaksjonen.

(2) Melding etter § 4-2 skal inneholde opplysninger som fastsatt av departementet i forskrift.

(3) Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker, skal offentliggjøre meldinger som nevnt i denne bestemmelse på en måte som angitt i § 5-12. Vedkommende regulerte marked kan utarbeide og offentliggjøre oversikter som inneholder den meldepliktiges navn, type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling, den enkelte meldepliktige handel samt samlet beholdning for personer og selskaper som nevnt i § 4-1 første og tredje ledd.

(4) Melding etter § 4-2 annet ledd kan gis på norsk eller engelsk.

Kapittel 5. Løpende og periodisk informasjonsplikt, offentliggjøring mv.

I. Løpende informasjonsplikt

§ 5-1. Virkeområde

§§ 5-2 og 5-3 gjelder for *utstedere* hvis *finansielle instrumenter* er eller er søkt *opptatt til handel på norsk regulert marked.*

§ 5-2. Informasjonspliktens innhold

(1) Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § *3-2* første til tredje ledd.

(2) Opplysninger som nevnt i første ledd skal offentliggjøres etter § 5-12. Opplysningene skal i tillegg gjøres tilgjengelige på utsteders internettside etter at offentliggjøring har funnet sted.

(3) Utsteder må ikke kombinere offentliggjøring av opplysninger som nevnt i første ledd med sin markedsføring på en måte som er egnet til å villlede.

(4) Opplysninger som skal meddeles eller offentliggjøres som følge av opptak til handel ved andre regulerte markeder, skal sendes det regulerte markedet skriftlig for offentliggjøring i henhold til § 5-12 senest samtidig med at melding sendes til annet regulert marked eller opplysningene offentliggjøres på annen måte.

§ 5-3. Utsatt offentliggjøring mv.

(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 3-4

(2) Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:

1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring. I særdeleshet der utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon.
2. Beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utsteders organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne villede allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.

(3) Dersom regulert marked anmoder om det, skal utsteder umiddelbart sende kopi av liste som nevnt i § 3-5 til vedkommende regulerte marked.

(4) Dersom utsteder har grunn til å tro at opplysninger som nevnt i første ledd er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende, skal utsteder uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre opplysningene i henhold til § 5-12.

II. Periodisk informasjonsplikt mv.

§ 5-4. Virkeområde

(1) §§ 5-5 til 5-11 gjelder for utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked.

(2) Norge er hjemstat for norske utstedere av aksjer, gjeldsinstrumenter hvis pålydende pr. enhet er mindre enn 1000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta og utstedere fra land utenfor EØS som er forpliktet til å registrere opplysninger i medhold § 5-11 første ledd. Norge er i tillegg hjemstat for utsteder som ikke omfattes av forrige punktum såfremt utstederen:

1. har valgt Norge som hjemstat, og
2. er fra et EØS-land og dennes omsettelige verdipapirer er tatt opp til handel på et regulert marked.

Slik utsteder må enten være norsk eller ha sine omsettelige verdipapirer opptatt til handel på norsk regulert marked. Valget av Norge som hjem-

stat skal gjelde i minst tre år med mindre de omsettelige verdipapirene ikke lenger er opptatt til handel på et regulert marked.

(3) Utstedere med Norge som vertstat skal følge hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder forholdene regulert i §§ 5-5 til 5-11. Norge er vertstat for utstedere med annet EØS-land som hjemstat hvis verdipapirer er opptatt til handel på norsk regulert marked.

(4) §§ 5-5 til 5-11 gjelder ikke for stat, regional eller lokal myndighet i stat, internasjonalt offentlig organ eller organisasjon som minst en EØS-stat er medlem i, EØS-sentralbank og Den europeiske sentralbank. §§ 5-5 til 5-11 gjelder heller ikke for utsteder som bare utsteder gjeldsinstrumenter hvis pålydende er minst 50 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, samt for utstedere av verdipapirfond. Departementet kan i forskrift gjøre ytterligere unntak fra §§ 5-5 til 5-11, samt gi regler om lovens anvendelse for verdipapirfond.

(5) §§ 5-5 til 5-14 gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis så langt de passer dersom ikke annet fremgår av den enkelte bestemmelse.

§ 5-5. Plikt til å avlegge årsrapport

(1) Utsteder skal avlegge årsrapport i henhold til regnskapslovgivningen, samt bestemmelser fastsatt i og i medhold av denne lov.

(2) Årsrapporten skal inneholde:
1. styrets forslag til årsregnskap som skal være revidert,
2. styrets forslag til årsberetning, og
3. erklæring fra personene ansvarlig hos utstederen, med tydelig angivelse av navn og stillingsbetegnelse, om at årsregnskapet, etter deres beste overbevisning, er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarder og at opplysningene i regnskapet gir et rettvisende bilde av foretakets og konsoliderte foretaks eiendeler, gjeld, finansielle stilling og resultat som helhet, og at årsberetningen gir en rettvisende oversikt over utvikingen, resultatet og stillingen til foretaket og konsoliderte foretak, sammen med en beskrivelse av de mest sentrale risiko- og usikkerhetsfaktorer foretakene står overfor.

(3) Årsrapport og revisjonsberetning skal offentliggjøres sammen etter § 5-12 senest fire måneder etter regnskapsårets utgang. Utsteder skal sørge for at årsrapporten forblir offentlig i minst fem år.

(4) Har revisor funnet at regnskapet ikke bør fastsettes slik det foreligger, eller i revisjonsberetningen gitt merknader, presiseringer eller tatt forbehold, skal melding om dette sendes Kredittilsynet og vedkommende regulerte marked så snart revisjonsberetningen er mottatt av utsteder.

(5) Dersom bedriftsforsamlingen eller representantskapet har vesentlige innsigelser mot styrets forslag til årsregnskap og årsberetning, eller generalforsamlingen ikke fastsetter årsregnskapet og årsberetningen, skal melding om dette offentliggjøres etter § 5-12 umiddelbart etter at behandlingen er avsluttet.

(6) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innhold, avleggelse og offentliggjøring av årsrapport.

§ 5-6. Plikt til å avlegge delårsrapporter

(1) Utsteder skal avlegge delårsrapport for regnskapsårets fire kvartaler i henhold til regnskapslovgivningen, samt bestemmelser fastsatt i og i medhold av denne lov. Delårsrapport for regnskapsårets siste kvartal utgjør også utsteders foreløpige årsrapport. Låntager skal utarbeide delårsrapport for regnskapsårets seks første måneder (halvårsrapport).

(2) Delårsrapport skal inneholde:
1. delårsregnskap,
2. delårsberetning, og
3. erklæringer fra personene ansvarlig hos utstederen, med tydelig angivelse av navn og stillingsbetegnelse, om at, etter deres beste overbevisning, delårsregnskapet er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarder og at opplysningene i regnskapet gir et rettvisende bilde av foretaket og konsoliderte foretaks eiendeler, gjeld, finansielle stilling og resultat som helhet, og at delårsberetningen gir en rettvisende oversikt over opplysningene nevnt i femte ledd.

(3) Delårsrapport skal offentliggjøres etter § 5-12 senest to måneder etter regnskapsperiodens utgang. Utsteder skal sørge for at delårsrapport forblir offentlig i minst fem år.

(4) Utsteder som er pliktig å avlegge sitt konsernregnskap etter internasjonale regnskapsstandarder, jf. forordning (EF) nr. 1606/2002, skal benytte disse også ved utarbeiding av delårsregnskapet.

(5) Delårsberetning skal avgis av styret og i det minste inneholde opplysninger om viktige begivenheter i regnskapsperioden og deres innflytelse på delårsregnskapet. For halvårsrapporter skal det i tillegg gis en beskrivelse av de mest sentrale risiko- og usikkerhetsfaktorer virksomheten står overfor i neste regnskapsperiode. For aksjeutstedere skal delårsberetningen inneholde en beskrivelse av nærståendes vesentlige transaksjoner.

(6) Er det avgitt revisjonsberetning eller uttalelse om begrenset revisjon til delårsrapport, skal denne offentliggjøres etter § 5-12 sammen med delårsrapporten. Er det ikke avgitt revisjonsberetning eller uttalelse om begrenset revisjon til delårsrapport, skal dette tydelig fremgå av delårsrapporten.

(7) Kredittilsynet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra første til sjette ledd.

(8) Departementet kan i forskrift gjøre unntak fra plikten til å avlegge delårsrapport, samt fastsette nærmere regler om innholdet og avleggelsen av delårsrapport.

§ 5-7. Utstedere fra land utenfor EØS

(1) Utstedere fra land utenfor EØS behøver ikke avlegge årsrapport eller delårsrapport etter §§ 5-5 og 5-6 før regnskapsåret som starter på eller etter 1. januar 2007, forutsatt at utstederne rapporterer i samsvar med standarder nevnt i forordning (EF) nr. 1606/2002 artikkel 9.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler hvorved utstedere fra land utenfor EØS unntas de innholdsmessige kravene i denne lovs kapittel 4 og 5.

§ 5-8. Endringer i aksjekapital, rettigheter, lån og vedtekter

(1) Aksjeutsteder skal straks offentliggjøre endring i rettighetene til utsteders aksjer, herunder endringer i tilknyttede finansielle instrumenter utstedt av selskapet.

(2) Aksjeutsteder skal senest ved utgangen av hver måned det finner sted en aksjekapital- eller stemmerettsendring offentliggjøre en oversikt over aksjekapitalen og antall stemmer i selskapet.

(3) Annen utsteder enn aksjeutsteder skal straks offentliggjøre endring i rettighetene knyttet til utsteders omsettelige verdipapirer, herunder endrede vilkår eller betingelser som indirekte kan påvirke innehaverens rettsstilling, i sær som følge av endrede lånebetingelser eller rente.

(4) Utsteder hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på et norsk regulert marked skal straks offentliggjøre utstedelsen av nye lån, herunder eventuelle garantier eller sikkerheter stilt i denne forbindelse. Denne bestemmelsen gjelder også utstedere som nevnt i § 5-4 fjerde ledd. Denne bestemmelsen gjelder ikke for offentlige internasjonale organ der minst en EØS-stat er medlem.

(5) Opplysninger nevnt i første til fjerde ledd skal offentliggjøres etter § 5-12.

(6) Utsteder som har til hensikt å endre sine vedtekter skal sende forslag om endringer til Kredittilsynet og vedkommende regulerte marked. Oversendelse skal skje elektronisk og senest finne sted samme dag som innkalling til generalforsamling der forslaget skal behandles.

§ 5-9. Informasjon til aksjeeiere mv.

(1) Aksjeutsteder skal sørge for at fasiliteter og opplysninger som er nødvendig for at aksjeeierne skal kunne utøve sine rettigheter, er tilgjengelig i Norge, samt at dataintegriteten ivaretas.

(2) Aksjeutsteder skal i innkalling til generalforsamling oppgi antall aksjer og stemmerettigheter, samt gi opplysninger om rettighetene til aksjeeierne.

(3) Aksjeutsteder skal i innkallingen vedlegge en fullmakt til å stemme.

(4) Aksjeutsteder skal utpeke foretak med tillatelse etter finansieringsvirksomhetsloven, verdipapirforetak eller finansinstitusjon som sin representant. Aksjeeier har rett til å utøve sine økonomiske rettigheter gjennom representanten.

(5) Aksjeutsteder skal offentliggjøre opplysninger om tildeling og utbetaling av utbytte, samt om utstedelse av nye aksjer, herunder eventuelle ordninger for tildeling, tegning, annullering og konvertering.

(6) For kommunikasjon med aksjeeier gjelder § 5-10 sjette ledd tilsvarende.

(7) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om informasjon til aksjeeier.

§ 5-10. Informasjon til långivere mv.

(1) Låntager skal sørge for at fasiliteter og opplysninger som er nødvendig for at långiverne skal kunne utøve sine rettigheter, er tilgjengelig i Norge, samt at dataintegriteten ivaretas.

(2) Låntager skal i innkallingen til långivermøte innta opplysninger om sted, tid, agenda, långivers rett til deltagelse på møtet, utbetaling av rente, utøvelsen av eventuelle konverterings-, bytte-, tegnings- eller annulleringsrettigheter, samt om tilbakebetaling av lånet.

(3) Låntager skal i innkallingen vedlegge en fullmakt til å stemme.

(4) Låntager skal utpeke foretak med tillatelse etter finansieringsvirksomhetsloven, verdipapirforetak eller finansinstitusjon som sin representant. Långiverne har rett til å utøve sine økonomiske rettigheter gjennom representanten.

(5) Långivermøtet kan holdes i en annen EØS-stat enn Norge såfremt pålydende pr. obligasjon er minst 50.000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta på utstedelsestidspunktet og alle fasiliteter og all informasjon som er nødvendig for at långiverne kan utøve sine rettigheter, er stilt til rådighet i den aktuelle EØS-staten.

(6) Låntager kan bruke elektronisk kommunikasjon når meldinger, varsler, informasjon, dokumenter, underretninger og liknede skal gis til en långiver, dersom långiver utrykkelig har godtatt dette. Når en låntager skal gi meldinger mv. til långiver, kan han eller hun gjøre dette ved bruk av elektronisk kommunikasjon til den e-postadresse eller på den måten långiver har angitt for dette formålet.

(7) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om informasjon til långivere.

§ 5-11. Årlig oversikt over offentliggjorte opplysninger

(1) Utsteder skal minst årlig utarbeide en oversikt over all informasjon den på bakgrunn av rettslige forpliktelser har gjort tilgjengelig for allmennheten de siste 12. måneder. I oversikten skal angis hvor informasjonen det er henvist til er tilgjengelig. Oversikten skal sendes prospektmyndigheten etter at årsregnskapet er offentliggjort og offentliggjøres etter nærmere regler fastsatt i forskrift.

(2) Bestemmelsen i første ledd får ikke anvendelse på utsteder av ikke-aksjerelaterte verdipapirer med pålydende pr. enhet på minst 50.000 euro.

III. Offentliggjøring mv.

§ 5-12 Offentliggjøring, innsending og oppbevaring av opplysninger

(1) Utsteder eller annen person som har søkt om opptak til handel uten utsteders samtykke, skal offentliggjøre opplysninger etter denne lov på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Offentliggjøringen skal skje uten kostnad for eierne og potensielle eiere av de omsettelige verdipapirene og i rimelig grad sikre tilgang til opplysningene i EØS-området. Opplysningene skal i tillegg sendes elektronisk til vedkommende regulerte marked som skal oppbevare disse på betryggende vis.

(2) Opplysninger nevnt i §§ 5-5 og 5-6 skal sendes Kredittilsynet elektronisk samtidig som offentliggjøring etter første ledd skjer. Departementet kan fastsette nærmere regler om slik innsendelse.

(3) Opplysninger som er fortrolige eller hemmelige av hensyn til rikets sikkerhet, forholdet til fremmede stater eller landets forsvar kan ikke offentliggjøres i henhold til første ledd.

(4) Første ledd første og annet punktum, samt annet ledd gjelder for utstedere med Norge som hjem- og vertstat, jf. § 5-4. For utstedere med Norge som vertstat gjelder nevnte bestemmelser likevel bare der opptak til handel kun finner sted på norsk regulert marked. Slike utstedere skal i tillegg til å offentliggjøre opplysningene, sende disse til vedkommende lands offisielle lagringsmekanisme.

(5) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om offentliggjøring og oppbevaring av opplysninger, herunder at offentliggjøring og oppbevaring skal skje på annen måte enn angitt i bestemmelsen her.

§ 5-13. Språk

(1) Norske utstedere skal gi opplysninger på norsk. Utenlandske utstedere kan benytte engelsk, dansk eller svensk. Kredittilsynet kan beslutte at utsteder i stedet for eller i tillegg til annet språk, skal gi opplysninger på engelsk.

(2) Utsteder av gjeldsinstrumenter hvis pålydende er minst 50 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, kan gi opplysninger på norsk eller engelsk.

Boks 25.1

Forslag til § 5-13 fra mindretallet *(Degré, Harto og Thrane):* «Opplysninger skal gis på norsk, engelsk, svensk eller dansk.»

(3) Der annen person enn utsteder har søkt om opptak til handel på regulert marked, gjelder første til annet ledd tilsvarende for vedkommende.

IV. Likebehandling

§ 5-14. Likebehandling

(1) Utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse.

(2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, visse innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.

Kapittel 6. Tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp

§ 6-1. Tilbudsplikt ved aksjeerverv

(1) Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs (børsnoterte selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 6-8 jf. 6-9.

(2) Som erverv etter første ledd regnes også erverv av

1. aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et selskap som nevnt i første ledd,
2. andel i ansvarlig selskap som eier aksjer i selskap som nevnt i første ledd, der andelshaverne bare er nærstående som nevnt i § *2-7*.

(3) § 6-5 gjelder tilsvarende ved erverv som nevnt i annet ledd nr. 1.

(4) Dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene, kan børsen pålegge tilbudsplikt for den som gjennom slikt erverv får rett til å bli eier av aksjer som sammen med vedkommendes øvrige aksjer representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et børsnotert selskap.

(5) Denne bestemmelsen gjelder også når erververen tidligere har fremsatt frivillig tilbud, med mindre det frivillige tilbudet var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud og dette var opplyst i tilbudsdokumentet.

§ 6-2. Unntak for visse typer erverv

(1) Tilbudsplikt etter § 6-1 inntrer ikke der tilbudspliktgrensen overskrides ved erverv i form av

1. arv eller gave,
2. vederlag ved skifte,
3. vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap eller allment aksjeselskap.

(2) Tilbudsplikt etter § 6-1 inntrer ikke ved erverv fra en vedkommende er identifisert med etter § 6-5, med mindre erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.

(3) Børsen kan i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv som nevnt i første ledd.

§ 6-3. Unntak for visse institusjoner

(1) Tilbudsplikt etter § 6-1 inntrer ikke når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement, dersom institusjonen straks gir melding om det til børsen. Børsen kan pålegge institusjonen plikt til innen en fastsatt frist å fremsette tilbud som nevnt i § 6-1 eller å avhende aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller.

(2) § 6-1 gjelder ikke for Statens Bankinvesteringsfond.

§ 6-4. Unntak der selskapets aksjer er notert på flere børser

Børsen kan gjøre unntak fra reglene i dette kapittel hvis selskapets aksjer er notert på flere børser.

§ 6-5. Konsolidering

(1) I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-7.

(2) Børsen avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd. Børsens vedtak skal meddeles deltakerne i den identifiserte gruppen.

§ 6-6. Etterfølgende erverv

(1) Aksjeeier eller en identifisert gruppe som eier aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et børsnotert selskap og ikke har gitt tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktig tilbud, plikter ved et hvert etterfølgende erverv som ikke faller inn under et unntak som nevnt i § 6-2, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet med mindre det foretas salg i samsvar med § 6-8, jf. § 6-9.

(2) Første ledd gjelder ikke aksjeeier eller identifisert gruppe som ved lovens ikrafttredelse eier mer enn 45 prosent av aksjene i et børsnotert selskap, eller ved opptak til børsnotering eier mer enn 40 prosent av aksjene i selskapet.

§ 6-7. Samtykke til aksjeerverv

Hvis et erverv etter selskapets vedtekter er avhengig av styrets samtykke, anses styret å ha samtykket hvis ikke saken er avgjort innen tre uker etter at melding om ervervet er mottatt av selskapet.

§ 6-8. Melding til børsen

(1) Når tilbudsplikt inntrer etter §§ 6-1 til 6-6 skal den som har tilbudsplikt straks gi melding om dette til børsen og til selskapet. I meldingen skal det angis om det vil bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller om det vil foretas salg i henhold til § 6-9. Børsen skal offentliggjøre meldingen.

(2) Dersom det ikke gis melding etter første ledd, eller tilbudsplikten på annen måte bestrides, skal børsen treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser.

(3) Melding om salg kan endres til melding om fremsettelse av tilbud, forutsatt at tilbudet fremsettes innen fristen som er fastsatt i § 6-10 første ledd.

(4) Inntil tilbud fremsettes eller salg er gjennomført kan det for den del av aksjene som overstiger tilbudspliktgrensen, ikke utøves andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

§ 6-9. Salg av aksjer

(1) Salg av aksjer i henhold til melding eller vedtak som nevnt i § 6-8 skal foretas innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte.

(2) Salget skal omfatte den del av aksjene som overstiger grensen som nevnt i § 6-1. Ved tilbudsplikt som utløses av etterfølgende erverv som nevnt i § 6-6, kan salget begrenses til de aksjer som er ervervet ved det etterfølgende ervervet.

§ 6-10. Tilbudet

(1) Tilbud skal fremsettes uten ugrunnet opphold og senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte.

(2) Tilbudet skal omfatte alle selskapets aksjer, herunder aksjer med begrenset stemmevekt eller uten stemmerett.

(3) Et tilbud kan ikke gjøres betinget.

(4) Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntrer er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen.

(5) Har tilbyderen etter at tilbudsplikten inntrådte og før utløpet av tilbudsperioden betalt eller avtalt høyere vederlag enn tilbudsprisen, skal nytt tilbud anses fremsatt med en tilbudspris som svarer til det høyere vederlag. Bestemmelsene i § 6-12 annet ledd gjelder tilsvarende for det nye tilbudet.

(5) Oppgjør i henhold til tilbudet skal skje i penger. Et tilbud kan likevel gi aksjeeierne rett til å velge annet oppgjør.

(6) Oppgjøret skal garanteres av finansinstitusjon som er gitt adgang til å drive virksomhet i Norge etter nærmere regler fastsatt av børsen.

(7) Oppgjør skal finne sted snarest og senest innen 14 dager etter tilbudsperiodens utløp.

(8) Tilbyder skal ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud.

§ 6-11. Tilbudsperioden

(1) Tilbudet skal angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet (tilbudsperioden). Fristen kan ikke settes kortere enn fire uker og ikke lengre enn seks uker.

§ 6-12. Nytt tilbud

(1) Før tilbudsperiodens utløp kan tilbyderen fremsette nytt tilbud, dersom tilbudet blir godkjent av børsen. Selskapets aksjeeiere har rett til å velge mellom tilbudene.

(2) Fremsettes nytt tilbud, skal tilbudsperioden forlenges slik at det gjenstår minst to uker til fristens utløp.

§ 6-13. Krav til tilbudsdokument

(1) Den som har tilbudsplikt skal utarbeide et tilbudsdokument som gjengir tilbudet og gir riktige og fullstendige opplysninger om forhold av betydning ved vurderingen av tilbudet.

(2) I tilbudsdokumentet skal særskilt angis:

1. tilbyders navn og adresse, samt organisasjonsform og organisasjonsnummer dersom tilbyder er et foretak,
2. opplysninger om nærstående som nevnt i § 6-5, herunder grunnlaget for identifikasjonen og eventuelle aksjeeieravtaler,
3. hvilke aksjer og lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1 i det børsnoterte selskapet som eies av tilbyder eller noen som nevnt i § 6-5,
4. tilbudspris, oppgjørsfrist og oppgjørsform, samt hvilke garantier som stilles for oppfyllelse av tilbyders forpliktelser,
5. prinsippene som er lagt til grunn for verdsettelsen av formuesgjenstander som tilbys som oppgjør, herunder opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne eller erverve verdipapirer,
6. frist for aksept av tilbudet og hvordan tilbudet skal aksepteres,
7. hvordan kjøpet av aksjene skal finansieres,
8. særlige fordeler som etter avtale tilstås medlemmer av ledelsen eller styrende organer i selskapet eller som noen av disse er stilt i utsikt,
9. hvilken kontakt tilbyderen har hatt med ledelsen eller styrende organer i selskapet før fremsettelsen av tilbudet,
10. formålet med å overta kontrollen i selskapet og planer for videre drift, reorganisering m.v. av selskapet og det konsern som dette inngår i,
11. den betydning gjennomføringen av tilbudet vil få for de ansatte, herunder de rettslige, økonomiske og arbeidsmessige virkninger, og
12. juridiske og skattemessige konsekvenser av tilbudet.

(3) Tilbudsdokumentet skal undertegnes av den tilbudspliktige.

§ 6-14. Godkjennelse og offentliggjøring av tilbudet

(1) Tilbudet og tilbudsdokumentet skal godkjennes av børsen før tilbudet fremsettes eller offentliggjøres.

(2) Etter at tilbudet er godkjent skal den tilbudspliktige sende det til alle aksjeeiere med kjent oppholdssted og gjøre det kjent for ansatte i selskapet. Selskapet plikter å medvirke til at utsendelse kan finne sted.

§ 6-15. Gebyr

Børsen kan kreve gebyr av tilbyder til dekning av utgifter ved godkjenning som nevnt i § 6-14.

§ 6-16. Selskapets uttalelse om tilbudet

(1) Når det fremsettes tilbud etter reglene om tilbudsplikt, skal selskapets styre avgi en uttalelse om tilbudet som bl.a. gir opplysning om de ansattes syn og andre forhold av betydning ved vurderingen av om tilbudet bør aksepteres av aksjeeierne. Det skal også opplyses om styremedlemmenes og daglig leders eventuelle standpunkt til tilbudet i egenskap av aksjeeiere i selskapet.

(2) Uttalelsen skal foreligge senest én uke før tilbudsperiodens utløp.

(3) Uttalelsen skal sendes børsen, samt gjøres kjent for aksjeeierne og de ansatte.

(4) Er tilbud fremsatt av noen som er medlem av styret i selskapet, eller er tilbudet fremsatt i forståelse med selskapets styre, avgjør børsen hvem som skal avgi uttalelse som nevnt i første ledd på vegne av selskapet.

§ 6-17. Begrensning i selskapets handlefrihet

(1) Etter at selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes etter § 6-1, § 6-2 tredje ledd eller § 6-6 og inntil tilbudsperioden er utløpt og resulta-

tet klart, kan styret eller daglig leder ikke treffe vedtak om

1. utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller av et datterselskap,
2. fusjon av selskapet eller datterselskap,
3. salg eller kjøp av vesentlige virksomhetsområder i selskapet eller dets datterselskaper, eller andre disposisjoner av vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten, eller
4. kjøp eller salg av selskapets aksjer.

(2) Denne paragraf gjelder ikke disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, eller tilfeller der generalforsamlingen har gitt styret eller daglig leder fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på oppkjøpssituasjoner.

§ 6-18. Frivillige tilbud

(1) Bestemmelsene i § 6-10 siste ledd og §§ 6-13 til 6-16 får tilsvarende anvendelse ved frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter § 6-1 inntrer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det.

(2) Dette gjelder ikke ved tilbud som rettes særskilt til enkelte aksjeeiere med mindre tilbudet fremsettes samtidig eller i sammenheng og har samme innhold.

§ 6-19. Utøvelse av aksjeeierrettigheter ved forsømmelse av tilbudsplikt

Aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt etter § 6-1, § 6-2 tredje ledd eller § 6-6 kan, mens tilbudsplikten foreligger, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til utbytte og til fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, uten samtykke fra et flertall av de øvrige aksjeeierne.

§ 6-20. Tvangssalg av aksjer

(1) Dersom det ikke er fremmet tilbud etter § 6-1, § 6-2 tredje ledd eller § 6-6 og fristen for salg etter § 6-9 overskrides, kan børsen selge aksjene etter reglene om tvangssalg så langt de passer. Tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6, jf. § 8-16 kommer ikke til anvendelse.

(2) Børsen skal varsle den tilbudspliktige om at tvangssalg vil bli foretatt senest to uker før salg foretas.

Kapittel 7. Prospektkrav ved offentlige tilbud og opptak til notering

I. Definisjoner

§ 7-1. Definisjoner

Med ikke-aksjerelaterte verdipapirer menes i dette kapittelet andre omsettelige verdipapirer enn:

1. aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer som nevnt i § 1-2 andre ledd nr. 1, og
2. omsettelige verdipapirer som gir rett til å erverve verdipapirer som nevnt i punkt 1, dersom rettighetene er utstedt av utstedere av det underliggende verdipapiret eller av et selskap i samme konsern.

II. Prospektplikt

§ 7-2. Prospektplikt ved tilbud om tegning eller kjøp

Ved tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer som rettes til 100 personer eller flere i det norske verdipapirmarkedet og gjelder et beløp på minst 100.000 euro beregnet over en periode på 12 måneder, skal det utarbeides prospekt etter reglene i dette kapittelet. Det samme gjelder der en tilbyder hjemmehørende i Norge fremsetter tilbud i en annen EØS-stat og prospektet skal godkjennes etter bestemmelsene i § 7-7.

§ 7-3. Prospektplikt ved opptak til notering

Ved opptak til notering av omsettelige verdipapirer på norsk børs eller autorisert markedsplass, herunder kapitalforhøyelser i selskap med noterte aksjer, skal det utarbeides prospekt etter reglene i dette kapittelet. Det samme gjelder der en utsteder hjemmehørende i Norge søker opptak til notering på regulert marked i annen EØS-stat og prospektet skal godkjennes etter bestemmelsene i § 7-7.

§ 7-4. Unntak fra prospektplikt ved tilbud

Bestemmelsen i § 7-2 kommer ikke til anvendelse dersom:

1. tilbudet gjelder ikke-aksjerelaterte verdipapirer utstedt av en EØS-stat, EØS-sentralbank eller Den europeiske sentralbanken,
2. tilbudet gjelder verdipapirer garantert av en EØS-stat,
3. tilbudet gjelder ikke-aksjerelaterte verdipapirer som utstedes fortløpende eller gjentatte ganger av kredittinstitusjoner, dersom verdipapirene er dekket av en innskuddsgarantiordning og oppfyller nærmere krav fastsatt av departementet i forskrift,

4. tilbudet fremsettes i forbindelse med fusjon, forutsatt at det foreligger et dokument som gir tilsvarende opplysninger som det som følger av § 7-13,
5. tilbudet gjelder bytte av aksjer i samme selskap, forutsatt at byttet ikke innebærer en forhøyelse av selskapets aksjekapital,
6. tilbudet gjelder verdipapirer som tilbys som vederlag ved oppkjøp, forutsatt at det foreligger et dokument som gir tilsvarende opplysninger som det som følger av § 7-13,
7. tilbudet gjelder aksjer som tilbys vederlagsfritt til eksisterende aksjeeiere, forutsatt at det foreligger et dokument med opplysninger om aksjeklasse, antall aksjer samt bakgrunn og vilkår for tilbudet,
8. tilbudet rettes til profesjonelle investorer etter nærmere regler fastsatt av departementet i forskrift,
9. tilbudet rettes til nåværende eller tidligere ansatte eller styremedlemmer fra arbeidsgiveren eller fra annet selskap i samme konsern, forutsatt at vedkommende selskap har verdipapirer som er notert på et regulert marked og at det foreligger et dokument som inneholder opplysninger om type og antall verdipapirer samt bakgrunn og vilkår for tilbudet,
10. tilbudet gjelder verdipapirer som legges ut i enkeltstørrelser med pålydende eller krav på vederlag på minst 50.000 euro.

§ 7-5. Unntak fra prospektplikt ved opptak til notering

Bestemmelsen i § 7-3 kommer ikke til anvendelse ved opptak til notering som gjelder:

1. kapitalforhøyelser der antall aksjer som utstedes i forbindelse med kapitalforhøyelsen utgjør mindre enn 10 prosent av antall aksjer i samme klasse som allerede er notert, beregnet over en periode på 12 måneder,
2. ikke-aksjerelaterte verdipapirer utstedt av en EØS-stat, EØS-sentralbank eller Den europeiske sentralbanken,
3. verdipapirer garantert av en EØS-stat,
4. ikke-aksjerelaterte verdipapirer som utstedes fortløpende eller gjentatte ganger av kredittinstitusjoner, dersom verdipapirene dekkes av en innskuddsgarantiordning og oppfyller nærmere krav fastsatt av departementet i forskrift,
5. verdipapirer som noteres i forbindelse med fusjon, forutsatt at det foreligger et dokument som gir tilsvarende opplysninger som det som følger av § 7-13,
6. bytte av aksjer i allerede noterte aksjer i samme selskap, forutsatt at byttet ikke innebærer en forhøyelse av selskapets aksjekapital,
7. verdipapirer som tilbys som vederlag ved oppkjøp, forutsatt at det foreligger et dokument som gir tilsvarende opplysninger som det som følger av § 7-13,
8. aksjer i samme klasse som allerede noterte aksjer, når aksjene tilbys vederlagsfritt til eksisterende aksjeeiere, forutsatt at det foreligger et dokument med opplysninger om aksjeklasse, antall aksjer samt bakgrunn og vilkår for tilbudet,
9. verdipapirer som tilbys nåværende eller tidligere ansatte eller styremedlemmer fra arbeidsgiver eller fra annet selskap i samme konsern, forutsatt at verdipapirer av samme klasse er notert på regulert marked og at det foreligger et dokument med opplysninger om type og antall verdipapirer samt bakgrunn og vilkår for tilbudet,
10. aksjer som utstedes ved bruk av rettigheter som nevnt i § 1-2 tredje ledd nr. 3, der aksjer i samme klasse er notert på regulert marked,
11. verdipapirer som er notert på et annet regulert marked og oppfyller nærmere krav fastsatt av departementet i forskrift.

§ 7-6. Dispensasjon

(1) Prospektmyndigheten kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra reglene i dette kapittelet for tilbud om og opptak til notering av

1. verdipapirer utstedt av ideelle organisasjoner med sikte på å innhente midler til allmennyttige formål,
2. obligasjoner utstedt av fylkeskommune eller kommune eller tilsvarende myndigheter i en annen EØS-stat,
3. verdipapirer garantert av fylkeskommune eller kommune, eller tilsvarende myndigheter i en annen EØS-stat,
4. ikke-aksjerelaterte verdipapirer utstedt av offentlige internasjonale organer der én eller flere EØS-stater er medlem,
5. obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter med løpetid på under 12 måneder.

(2) Prospektmyndigheten kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra reglene i dette kapittelet for tilbud om ikke-aksjerelaterte verdipapirer som utstedes fortløpende eller gjentatte ganger av kredittinstitusjoner, og som gjelder et totalbeløp på mindre enn 50.000.000 euro beregnet over en periode på 12 måneder.

III. Godkjenning, kontroll, registrering og gjensidig anerkjennelse

§ 7-7. Godkjenning av EØS-prospekt

(1) Med EØS-prospekt menes i dette kapittelet prospekt som gjelder:

1. opptak til notering på børs eller autorisert markedsplass,
2. tilbud som gjelder beløp på minst 2 500 000 euro beregnet over en periode på 12 måneder,
3. tilbud eller opptak til notering som nevnt i § 7-4 nr. 1 og 2 og § 7-5 nr. 2 og 3, forutsatt at det er utarbeidet prospekt etter bestemmelsene i medhold av § 7-13 annet ledd og §§ 7-14 til 7-21,
4. tilbud eller opptak til notering av bostadsobligasjoner etter nærmere bestemmelse fastsatt i forskrift, forutsatt at det er utarbeidet prospekt etter bestemmelsene i medhold av § 7-13 annet ledd og §§ 7-14 til 7-21, og
5. tilbud som gjelder beløp under 2 500 000 euro, forutsatt at det er utarbeidet prospekt etter bestemmelsene i medhold av § 7-13 annet ledd og §§ 7-14 til 7-21.

(2) EØS-prospekt skal være godkjent før prospektet offentliggjøres.

(3) EØS-prospekt som gjelder tilbud rettet mot det norske markedet eller opptak til notering på norsk børs eller autorisert markedsplass, skal godkjennes av prospektmyndigheten, med mindre annet følger av denne paragraf eller av § 7-9 om gjensidig anerkjennelse av prospekt.

(4) EØS-prospekt utarbeidet av en utsteder med registrert forretningskontor i Norge skal godkjennes av prospektmyndigheten selv om tilbudet bare rettes mot markeder i en annen EØS-stat eller bare gjelder opptak til notering på regulert marked i en annen EØS-stat. En tilbyder eller utsteder kan likevel velge at myndighetene i den EØS-stat hvor tilbudet fremsettes eller opptak til notering søkes, skal godkjenne prospektet dersom prospektet gjelder ikke-aksjerelaterte verdipapirer som:

1. har minste pålydende på 1 000 euro eller mer, eller
2. gir rett til å kjøpe underliggende verdipapirer eller gir rett til kontantoppgjør.

(5) Prospektmyndigheten kan godkjenne prospekt utarbeidet av utstedere med registrert hovedkontor i land utenfor EØS etter de regler som gjelder i dette landet, forutsatt at prospektet er utarbeidet etter internasjonale standarder og opplysningene i prospektet tilsvarer de opplysninger som etter bestemmelsene i dette kapittelet skal gis i EØS-prospekt.

§ 7-8. Kontroll av prospekt mv.

(1) Prospektmyndigheten skal ved godkjenning av EØS-prospekt påse at prospektet inneholder de opplysninger som kreves etter lov eller forskrift.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette at prospekter ved tilbud som ikke faller inn under § 7-7 skal sendes prospektmyndigheten for kontroll før prospektet offentliggjøres.

(3) Kontrollen av prospekt som gjelder verdipapirer av samme klasse som verdipapirer som er notert på et regulert marked skal avsluttes senest fem arbeidsdager etter at fullstendig prospekt er mottatt av prospektmyndigheten. Det samme gjelder kontrollen av prospekt som gjelder verdipapirer der det tidligere er utarbeidet prospekt etter reglene om tilbud. I andre tilfeller skal kontrollen avsluttes senest ti arbeidsdager etter at fullstendig prospekt er mottatt av prospektmyndigheten.

(4) Dersom prospektmyndigheten anser det ulovlig å gjennomføre tilbudet etter annen lov eller forskrift, kan den nedlegge forbud mot at tilbudet gjennomføres.

(5) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om gjennomføring av prospektkontrollen.

(6) Kredittilsynet er prospektmyndighet. Departementet kan bestemme at hele eller deler av Kredittilsynets myndighet etter dette kapittelet skal utøves av et regulert marked.

§ 7-9. Gjensidig anerkjennelse av EØS-prospekt

(1) EØS-prospekt som er godkjent av kontrollmyndigheten i en annen EØS-stat, skal anses godkjent fra det tidspunktet det foreligger melding fra EØS-staten om at prospektet er utarbeidet i samsvar med direktivet og godkjent av hjemstatens myndighet.

(2) Tilbydere med EØS-prospekt godkjent av prospektmyndigheten som skal rette tilbud mot markeder i annen EØS-stat, kan be prospektmyndigheten om å gi melding som nevnt i første ledd til den aktuelle staten. Det samme gjelder i forhold til opptak til notering i en annen EØS-stat. Slik melding skal gis innen tre dager etter at anmodning er mottatt.

(3) Bestemmelsene i denne paragrafen gjelder ikke for obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter med løpetid på under 12 måneder.

§ 7-10. Registrering av prospekt

Prospekt som ikke skal godkjennes etter § 7-7 skal sendes Foretaksregisteret for registrering før det offentliggjøres.

§ 7-11. Gebyr

(1) Prospektmyndigheten kan kreve gebyr til dekning av utgifter ved kontroll som nevnt i § 7-7 og § 7-8 fra den som utarbeider prospekt.

(2) Foretaksregisteret kan kreve gebyr av tilbyderen til dekning av utgifter ved registrering som nevnt i § 7-10.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om beregning og innkreving av gebyr.

§ 7-12. Gyldighet

(1) Et godkjent prospekt kan benyttes i 12 måneder etter offentliggjøringen, forutsatt at det utarbeides tillegg i samsvar med § 7-15.

(2) Et godkjent grunnprospekt kan benyttes i inntil 12 måneder, eller til perioden for utstedelse av verdipapirene er utløpt, etter nærmere regler fastsatt av departementet i forskrift.

(3) Et registreringsdokument kan benyttes i 12 måneder etter at det er godkjent, forutsatt at det er utarbeidet en oversikt over offentliggjort informasjon i samsvar med børsforskriften § 7-2 siste ledd.

IV. Utforming av prospekt

§ 7-13. Opplysninger i prospekt

(1) Et prospekt skal inneholde de opplysninger som, blant annet med hensyn til særlige forhold hos tilbyderen og arten av de verdipapirene som tilbys, er nødvendige for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders og eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter og av rettigheter knyttet til de nevnte verdipapirene. Opplysningene i prospekt skal fremstilles i en lett forståelig og analyserbar form. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om opplysninger i prospekt.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette regler for innholdet i EØS-prospekter.

§ 7-14. Utforming av prospekt

(1) Et prospekt kan utformes som ett eller flere dokumenter. Dersom prospektet utformes som flere separate dokumenter, skal disse benevnes som registreringsdokument, verdipapirdokument og sammendrag. Etter nærmere regler fastsatt i forskrift av departementet, kan et prospekt ved låneprogram utformes som et grunnprospekt.

(2) Opplysninger som er offentliggjort og kontrollert etter § 7-7 eller registrert etter § 7-10, kan anses som del av prospektet ved at det henvises til disse. I så fall må det foreligge en referanseliste som viser hvor de relevante opplysningene fremgår. Henvisninger kan ikke gjøres i prospektets sammendrag.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om utforming av prospekt.

§ 7-15. Tillegg til prospekt

Enhver ny omstendighet, vesentlig feil, eller unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene, og som fremkommer mellom tidspunktet for offentliggjøringen av prospektet og tidspunktet for akseptperiodens utløp eller opptaket til notering, skal fremgå av et tillegg til prospektet. Tillegget skal godkjennes i samsvar med § 7-7 og offentliggjøres uten ugrunnet opphold i samsvar med § 7-19.

§ 7-16. Utelatelse av visse opplysninger

Prospektmyndigheten kan tillate at enkelte opplysninger utelates i et prospekt

1. dersom offentliggjøring av opplysningene er i strid med allmenne hensyn,
2. dersom offentliggjøring av opplysningene fører til at utstederen blir alvorlig skadelidende, forutsatt at utelatelsen ikke vil kunne virke villedende på offentligheten med hensyn til forhold som er av vesentlig betydning for vurderingen av utstederen, tilbyderen, eventuelle garantister eller verdipapirene,
3. dersom opplysningene har liten betydning og ikke kan innvirke på vurderingen av utstederens, tilbyderens og eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter,
4. dersom informasjonen ikke er relevant på bakgrunn av utstederens virksomhet eller juridiske form, eller de aktuelle verdipapirene, og det ikke finnes tilsvarende opplysninger som kan anses relevante på bakgrunn av virksomheten mv.

§ 7-17. Språk

Prospekt skal utarbeides på norsk, engelsk, svensk eller dansk. Prospektmyndigheten kan kreve at sammendraget oversettes til norsk.

V. Ansvar og offentliggjøring mv.

§ 7-18. Ansvar

(1) Ved tilbud om tegning eller kjøp av aksjer som fremsettes av det selskapet som har utstedt aksjene, er selskapets styre ansvarlig for at prospektet fyller de krav som er fastsatt. Tilsvarende gjelder ved opptak til notering på børs eller autorisert markedsplass.

(2) Det skal fremgå av prospektet hvem som er ansvarlig for dette.

(3) De som er ansvarlige for prospektet, skal avgi en erklæring om at opplysningene i prospektet så langt de kjenner til er i samsvar med de faktiske forhold, og om at prospektet ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som er av betydning ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet eller at det i prospektet ikke forekommer utelatelser som er av en slik art at de kan endre prospektets betydningsinnhold.

§ 7-19. Offentliggjøring av prospekt mv.

(1) Prospekt skal offentliggjøres senest når tilbudsperioden starter eller notering foretas. Ved tilbud om tegning av aksjer i en aksjeklasse som søkes notert for første gang, skal prospektet offentliggjøres senest seks arbeidsdager før tilbudsperiodens utløp.

(2) Prospekt kan offentliggjøres ved at det:
1. innrykkes i minst én riksdekkende avis,
2. stilles vederlagsfritt til disposisjon for allmennheten på tilbyderens forretningskontor eller på markedsplassens forretningskontor og hos verdipapirforetak som plasserer tilbudet,
3. gjøres tilgjengelig elektronisk på tilbyderens eller markedsplassens hjemmeside og på hjemmesiden til eventuelle verdipapirforetak som plasserer tilbudet, eller
4. gjøres tilgjengelig på prospektmyndighetens hjemmeside.

(3) Ved offentliggjøring etter annet ledd nr. 2 til 4, skal det opplyses i en riksdekkende avis hvor prospektet er tilgjengelig.

(4) Prospekt i papirformat skal kunne innhentes vederlagsfritt.

(5) Akseptblankett kan bare gis ut sammen med fullstendig prospekt.

(6) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om offentliggjøring av prospekt.

§ 7-20. Annonser mv.

Dersom det orienteres om tilbud i annonser eller på annen måte, skal det samtidig opplyses at nærmere opplysninger fremgår av prospektet, samt hvor prospektet kan innhentes. Opplysningene skal være i overensstemmelse med opplysningene i prospektet.

§ 7-21. Tilbakekall av aksept

(1) Dersom prospektet ikke inneholder opplysninger om pris eller fremgangsmåten for prisfastsettelsen, kan aksept av tilbudet tilbakekalles innen to dager etter at endelig pris og antall verdipapirer som tilbys er registrert hos prospektmyndigheten eller i Foretaksregisteret. Departementet kan i forskrift fastsette regler om slik registrering.

(2) Dersom det offentliggjøres tillegg som nevnt i § 7-15, kan aksept av tilbudet gjort før tillegget ble offentliggjort tilbakekalles innen to dager etter slik offentliggjøring.

Kapittel 8. Egenhandel

§ 8-1. Anvendelsesområde

(1) Bestemmelsene i dette kapittel gjelder ansatte i:
a) verdipapirforetak,
b) forvaltningsselskaper for verdipapirfond,
c) finansinstitusjoner,
d) foretak som inngår i finanskonsern med unntak av eiendomsmeglingsselskaper og inkassoselskaper,
e) pensjonskasser,
f) e-pengeforetak som ikke er unntatt fra lov om e-pengeforetak § 5-3, og
g) Innovasjon Norge, Statens nærings- og distriktsutviklingsfond, Husbanken, Folketrygdfondet, Norges Bank og Statens Bankinvesteringsfond,

som normalt har innsyn i eller arbeider med investeringstjenester eller forvaltning av finansielle instrumenter for foretaket eller foretakets kunders regning.

(2) Departementet kan i forskrift bestemme at bestemmelsen i dette kapittel skal gjelde for andre ansatte som arbeider med forvaltningen av offentlige midler og ansatte i offentlige institusjoner som driver finansieringsvirksomhet, enn de som er nevnt i første ledd nr. 7.

(3) Departementet kan gjøre unntak fra §§ *8*-2 og *8*-3 for ansatte i filial av norsk *foretak*. *Det* kan ikke

gjøres unntak for handel med finansielle instrumenter som er notert på norsk regulert marked eller utstedt av et norsk foretak.

§ 8-2. Generelle regler om ansattes egenhandel

(1) Ansatte kan ikke utstede eller handle for egen regning med finansielle instrumenter som nevnt i § *2-2 første ledd nr. 5*. Dette gjelder likevel ikke erverv av opsjoner på aksjer eller grunnfondsbevis i arbeidsgiverforetaket når opsjonene er utstedt av foretaket. Andre finansielle instrumenter, med unntak av andeler i verdipapirfond, kan avhendes tidligst 12 måneder etter ervervet.

(2) Ansatte kan ikke finansiere erverv av finansielle instrumenter ved lån som er opptatt med sikkerhet i egne finansielle instrumenter. Ansatte kan ikke selge finansielle instrumenter vedkommende ikke eier eller låne finansielle instrumenter.

(3) *Departementet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra kravene i første og annet ledd, herunder hvilke typer finansielle instrumenter ansatte kan erverve, hvor lenge ervervede finansielle instrumenter må eies før de kan avhendes og fastsette vilkår for at minste eiertid kan fravikes.*

(4) Ansatte kan ikke kjøpe finansielle instrumenter av arbeidsgiverforetaket, eller selge finansielle instrumenter til arbeidsgiverforetaket. Tilsvarende gjelder i forhold til verdipapirfond som arbeidsgiverforetaket er forvaltningsselskap for. Forbudet gjelder ikke erverv av aksjer eller grunnfondsbevis utstedt av foretaket eller rettigheter til slike aksjer eller grunnfondsbevis som er utstedt av foretaket eller erverv av andeler i verdipapirfond som forvaltes av arbeidsgiverforetaket.

(5) Ansatte skal på forhånd opplyse motparten dersom handelen foretas for den ansattes egen regning.

(6) Kredittilsynet kan gjøre unntak fra bestemmelsene i fjerde og femte ledd.

§ 8-3. Særlige regler om egenhandel for ansatte i visse typer foretak

(1) Ansatte i foretak som nevnt i § *8*-1 første ledd nr. 2 til 7 kan ikke ved handel for egen regning benytte verdipapirforetak som regelmessig yter investeringstjenester av vesentlig omfang overfor arbeidsgiverforetaket. Dette gjelder ikke ved tegning av aksjer i henhold til fortrinnsrett etter aksjeloven eller allmennaksjeloven. Kredittilsynet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra bestemmelsene i dette ledd.

(2) Ansatte i verdipapirforetak som arbeider med eller på annen måte har kjennskap til innholdet av en analyse eller rapport kan ikke handle for egen regning med finansielle instrumenter dersom den ansatte vet eller burde vite at verdipapirforetaket vil offentliggjøre en analyse eller rapport om utsteder av vedkommende instrument som vil kunne få innvirkning på kursen på instrumentet ved offentliggjøring. Forbudet gjelder fire uker før offentliggjøringen, og frem til offentliggjøring er skjedd.

(3) Ansatte i verdipapirforetak kan ikke tre inn i avtaler med verdipapirforetakets oppdragsgivere.

(4) Bestemmelsen i § *10-14* tredje ledd gjelder tilsvarende for ansatte i verdipapirforetak.

§ 8-4. Krav til habilitet

Ansatte må ikke delta i beslutninger i arbeidsgiverforetaket om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter som er utstedt av et selskap som vedkommende leder, eller har ledende stilling i, eller hvor vedkommende er medlem av styret eller bedriftsforsamlingen. Ansatte må heller ikke delta i behandlingen av noe spørsmål som har slik betydning for vedkommende selv eller nærstående at vedkommende må anses for å ha en personlig eller økonomisk særinteresse i saken. Ansatte i Folketrygdfondet kan likevel delta i beslutninger som nevnt i første punktum, selv om vedkommende er medlem av bedriftsforsamlingen i utstederforetaket. Departementet kan i forskrift gjøre tilsvarende unntak for ansatte i Statens nærings- og distriktsutviklingsfond, Husbanken, Norges Bank og Statens Bankinvesteringsfond.

§ 8-5. Rapportering av egenhandel

(1) Ansatte i foretak som nevnt i § 8-1 første ledd skal umiddelbart gi melding til foretaket om enhver handel for egen regning med finansielle instrumenter. Det samme gjelder handel den ansatte har foretatt for regning av nærstående. Meldingen skal gis til én person som er utpekt av foretaket.

(2) Foretak som nevnt i § 8-1 første ledd skal påse at rapportering av egenhandel som nevnt i første ledd til enhver tid er tilgjengelig for Kredittilsynet. Rapporter oppbevares i minst tre år.

(3) Foretaket skal regelmessig vurdere om det foreligger overtredelse av bestemmelsene i kapittelet her. Dersom det er grunn til mistanke om overtredelse, skal foretaket straks rapportere dette til Kredittilsynet.

§ 8-6. Egenhandel foretatt av nærstående og tillitsvalgte

(1) Bestemmelsene i §§ 8-2 til 8-5 gjelder tilsvarende for styremedlem, varamedlem og observatør i foretak som nevnt i § 8-1 første ledd som normalt har innsyn i eller arbeider med investeringstjenester eller forvaltning av finansielle instrumenter for foretaket eller foretakets kunders regning.

(2) Bestemmelsene i §§ 8-2 og 8-3 gjelder tilsvarende for kjøp, salg eller tegning ansatte eller tillitsvalgte nevnt i første ledd foretar for regning av nærstående som nevnt i § 1-4 nr. 1, 2 og 4. For nærstående av ansatte eller tillitsvalgte i verdipapirforetak gjelder bestemmelsene tilsvarende for kjøp, salg eller tegning som foretas av vedkommende verdipapirforetak for den nærståendes regning. For nærstående av ansatte eller tillitsvalgte i andre foretak enn verdipapirforetak gjelder forbudet i § 8-3 første ledd handel for egen regning gjennom verdipapirforetak som står oppført på arbeidsgiverforetakets lister som nevnt i § 8-7 tredje ledd.

§ 8-7. Arbeidsgiverforetakets plikter

(1) Foretak som nevnt i § 8-1 første ledd skal føre lister over ansatte, styremedlemmer, varamedlemmer og observatører som omfattes av bestemmelsene i dette kapittel.

(2) Foretakene skal ha interne regler som sikrer at foretaket fører en effektiv kontroll med at reglene i dette kapittel overholdes.

(3) Foretakene skal føre lister over verdipapirforetak som omfattes av § 8-3 første ledd.

§ 8-8. Norsk fondsmeglertittel og betegnelsen fondsmeglerforetak

(1) Betegnelsen fondsmeglerforetak kan bare benyttes av verdipapirforetak med tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i § *2-1* første ledd nr. 1.

(2) Betegnelsen fondsmegler kan bare benyttes av den som har gjennomført opplæring godkjent av bransjeorganisasjon utpekt av departementet.

Del 3. Verdipapirforetak

Kapittel 9. Tillatelse, vilkår og grensekryssende virksomhet

I. Tillatelse, søknad og tilbakekall

§ 9-1. Tillatelse til å yte investeringstjenester og tilknyttende tjenester

(1) Investeringstjenester som ytes på forretningsmessig basis kan bare ytes av foretak som har tillatelse til dette fra departementet. I tillatelsen skal det angis hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester verdipapirforetaket kan yte. Verdipapirforetaket skal søke Kredittilsynet om godkjenning før det tilbyr tilknyttede tjenester ut over det som fremgår av tillatelsen. For kredittgivning gjelder § 9-6 om tillatelse til å yte kreditt.

(2) Tillatelse etter første ledd skal bare gis der konsesjonsmyndigheten anser vilkårene for å yte investeringstjenester som oppfylt og der det kan gjennomføres et effektivt og betryggende tilsyn med verdipapirforetaket.

§ 9-2. Unntak fra krav om tillatelse

(1) Tillatelse etter § 9-1 kreves ikke for den virksomhet som utøves av Norges Bank, offentlige myndigheter som forvalter offentlig gjeld, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, forsikringsselskaper, pensjonskasser, depotmottakere for verdipapirfond og pensjonskasser, foretak med tillatelse til å drive virksomhet som opsjonssentral, oppgjørssentral eller regulert marked.

(2) Tillatelse etter § 9-1 kreves ikke for den som:

1. bare yter investeringstjenester ved enkelte anledninger som ledd i annen lovregulert eller selvregulert yrkesvirksomhet,
2. bare yter investeringstjenester overfor selskap innen samme konsern,
3. bare yter investeringstjenester som ledd i forvaltning av en ordning for arbeidstakeres eierandeler,
4. bare yter investeringstjenester som nevnt i nr. 2 og 3,
5. bare deltar for egen regning som garantist for fulltegning av emisjoner og tilbud om finansielle instrumenter, og som ikke er verdipapirforetak,
6. bare handler for egen regning, med mindre foretaket er prisstiller eller driver virksomhet som nevnt i § 10-23,

7. bare driver investeringsrådgivning under utøvelsen av annen yrkesvirksomhet, forutsatt at det ikke ytes vederlag for investeringsrådgivningen,
8. er tilknyttet agent etter § 10-20 eller verdipapirfondloven § 1-6,
9. handler for egen regning i finansielle instrumenter, eller yter investeringstjenester knyttet til varederivater eller derivatkontrakter som nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5 til kundene i hovedvirksomheten, forutsatt at dette er en tilknyttet aktivitet til hovedvirksomheten vurdert på konsernbasis, og at denne hovedvirksomheten ikke er yting av investeringstjenester eller banktjenester,
10. har som hovedvirksomhet å handle for egen regning med varer eller varederivater, forutsatt at foretaket ikke er del av et konsern som har yting av andre investeringstjenester eller finansieringsvirksomhet som hovedvirksomhet,
11. yter investeringstjenester utelukkende ved å handle for egen regning i derivatmarkedet og spotmarkedet, forutsatt at eneste formål er å sikre egne posisjoner i derivatmarkedet, samt at oppgjørsmedlemmer eller oppgjørssentral fra de samme markedene trer inn som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelsen av kontraktene,
12. handler for andre medlemmers regning i derivatmarkedet, eller stiller priser for slike medlemmer, forutsatt at kontraktene som inngås eller prisene som stilles er sikret ved at oppgjørsmedlemmer eller oppgjørssentral fra de samme markedene trer inn som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelsen av kontraktene eller prisene.

(3) Departementet kan gi utfyllende forskrifter om unntakene i bestemmelsen her.

§ 9-3. Søknad om tillatelse

(1) I søknad om tillatelse skal det opplyses om hvilke av tjenestene som nevnt i §§ 2-1 foretaket skal yte, og andre opplysninger av betydning for vurderingen av om tillatelse skal gis. Søknaden skal inneholde opplysninger som viser at de lovbestemte kravene i kapittel 9 og 10 er oppfylt. Konsesjonsmyndighetene kan be om ytterligere opplysninger.

(2) Foretakets vedtekter, driftsplan og interne rutiner for organisering som nevnt i § 9-11 skal være vedlagt.

(3) Dersom søkeren er:
1. datterforetak av et verdipapirforetak med tillatelse i en annen EØS-stat,
2. datterforetak av et hovedforetak for et annet verdipapirforetak med tillatelse i en annen EØS-stat, eller
3. kontrollert av de samme fysiske eller juridiske personer som kontrollerer et verdipapirforetak med tillatelse i en annen medlemsstat

kan tillatelse bare gis etter samråd med myndighetene i vedkommende EØS-stat

(4) Vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder de opplysninger som er nødvendig for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt.

(5) Verdipapirforetaket kan starte sin virksomhet umiddelbart etter at tillatelse er gitt.

§ 9-4. Tilbakekall av tillatelse

(1) Kredittilsynet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester og kreditt dersom verdipapirforetaket:
1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å yte investeringstjenester i mer enn seks måneder,
2. har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital,
4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,
5. gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
6. ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 16-3.

(2) Dersom tillatelsen til et foretak som driver virksomhet i en annen EØS-stat tilbakekalles, skal vedkommende myndigheter i vertstaten underrettes.

§ 9-5 Regulerte markeders adgang til å drive MHF

Departementet gir foretak med tillatelse i medhold av lov om regulerte markeder tillatelse til å drive

MHF dersom foretaket oppfyller §§ 9-1, 9-9, 9-10, 9-11, 9-13 og 11-1.

§ 9-6. Tillatelse til å yte kreditt

(1) Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon kan bare yte kreditt etter tillatelse fra departementet. Kreditt kan kun ytes til kjøp av finansielle instrumenter som handles gjennom foretaket.

(2) Foretak med tillatelse til å yte kreditt skal påse at det stilles betryggende sikkerhet for kreditten.

(3) Foretaket kan ikke yte kreditt til kunder dersom det foreligger særlige forhold som medfører risiko for at kunden ikke kan oppfylle sine forpliktelser.

(4) Foretaket kan ikke yte kreditt på bedre vilkår enn de alminnelige vilkår foretaket ellers benytter, ved kreditt til:
1. styremedlem,
2. person som alene eller sammen med andre avgjør foretakets kredittsaker,
3. aksjeeier med minst tre prosent av aksjekapitalen,
4. noen som er nærstående til person som nevnt i punkt 1 til 3 etter § 2-7 nr. 1 til 4.

§ 9-7. Offentlig register over foretak med adgang til å yte investeringstjenester

Kredittilsynet skal føre et offentlig register over foretak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge, herunder foretak nevnt i §§ 9-19 og 9-20. Registeret skal inneholde opplysninger om hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester foretakene kan yte.

II. Vilkår for tillatelse

§ 9-8. Organisasjonsform

(1) Tillatelse til å yte investeringstjenester kan gis til kredittinstitusjon, aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.

(2) Gis tillatelse til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap gjelder følgende særregler:
1. selskapet skal ha forretningskontor og hovedkontor i Norge,
2. tillatelse kan nektes dersom et medlem av selskapets styre ikke oppfyller nødvendige krav til hederlig vandel og erfaring, og
3. tillatelse kan nektes dersom aksjeeier med betydelig eierandel i selskapet ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

§ 9-9. Verdipapirforetaks ledelse

(1) Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av verdipapirforetak skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, ha ført en hederlig vandel, og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig atferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte.

(2) Den faktiske ledelsen av verdipapirforetak skal forestås av minst to personer. Kredittilsynet kan gjøre unntak fra kravet i forrige punktum.

(3) Verdipapirforetak skal opplyse Kredittilsynet om skifte av ledere som nevnt i første ledd, herunder gi opplysninger som er relevante for å vurdere om personen fyller vilkårene i første ledd. For verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, gjelder opplysningsplikten også ved endringer i sammensetningen av selskapets styre.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om krav til personer som leder verdipapirforetak.

§ 9-10. Aksjeeierstruktur

(1) Eier av betydelig eierandel i verdipapirforetak skal være egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

(2) Erverv av betydelig eierandel i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon kan bare gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Kredittilsynet av erververen.

(3) Melding til Kredittilsynet skal også sendes før økning av eierandel som medfører at vedkommendes andel av aksjekapitalen eller stemmene når opp til eller overstiger 20 prosent, 33 prosent eller 50 prosent.

(4) Kredittilsynet skal innen tre måneder fra den dag melding som nevnt i annet og tredje ledd er mottatt, nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket.

(5) Dersom erververen av en betydelig eierandel i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, er verdipapirforetak, kredittinstitusjon, forsikringsselskap eller forvaltningsselskap for verdipapirfond fra annet EØS-land, og verdipapirforetaket som følge av ervervet vil bli vedkommendes dat-

terforetak, kan tillatelse bare gis etter samråd med tilsynsmyndighetene i vedkommende EØS-land. Første punktum gjelder tilsvarende for erverv foretatt av personer som kontrollerer nevnte type foretak. Fristen etter denne paragrafs fjerde ledd gjelder ikke i slike tilfeller.

(6) Kredittilsynet kan sette frister for gjennomføring av erverv etter annet og tredje ledd.

(7) Ved avhendelse av eierandel som medfører at eierandelens størrelse kommer under grensene som nevnt i annet og tredje ledd, skal det gis melding til Kredittilsynet av avhenderen.

(8) Kredittilsynet gir nærmere regler om plikten til å gi melding om foretakets aksjeeiere som nevnt i denne paragraf.

§ 9-11. Organisering av virksomheten

(1) Verdipapirforetak skal innrette sin virksomhet slik at foretaket:

1. har tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrifter,
2. er oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum, jf. § 10-12. Ved opprettelse av en filial kan dennes organisering ikke være i strid med de regler for god forretningsskikk som vertstaten har fastsatt med hensyn til interessekonflikter,
3. treffer rimelige tiltak som skal sikre kontinuitet og regelmessighet i investeringstjenestevirksomheten, herunder ha nødvendige systemer, ressurser og prosedyrer,
4. treffer betryggende tiltak slik at operasjonell risiko begrenses til et minimum når det benytter seg av en tredjepart til utføring av operasjonelle funksjoner, jf. annet ledd,
5. har effektive informasjonsbehandlingssystemer, gode administrasjons- og regnskapsrutiner, kontroll- og sikkerhetsordninger, og stillingsinstrukser som særskilt regulerer ansvarsfordelingen mellom daglig leder og andre ledere av virksomheten,
6. har tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som blant annet omfatter regler for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ledere, ansatte og tilknyttede agenter,
7. sørger for at det blir ført lister over alle investeringstjenester, herunder utførte transaksjoner, som skal være minst så fyllestgjørende at Kredittilsynet kan kontrollere om de regler Kredittilsynet har ansvar for, er overholdt. Slike lister skal oppbevares i det tidsrom Kredittilsynet fastsetter. Kredittilsynet skal ha tilgang til og føre tilsyn med lister ført av norske filialer av utenlandske verdipapirforetak, jf. §§ 9-19 og 9-20,
8. har interne instrukser for de ansattes adgang til å være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap eller ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd i selskaper. Slike instrukser skal også omfatte styremedlemmer som har slik innflytelse i verdipapirforetaket som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd. Tilsvarende instrukser skal utarbeides for tilfeller der det er gitt dispensasjon etter § 10-3 annet ledd,
9. har interne rutiner for krav til og beregning av sikkerhet ved formidling og inngåelse av avtaler etter § 10-6 første og annet ledd, og § 10-7, samt ved kredittgivning etter § 9-6 og
10. har interne instrukser for taushetsplikt etter § 9-11, herunder for utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten.

(2) Verdipapirforetak kan ikke overlate viktige operasjonelle funksjoner til tredjepart dersom dette fører til at foretakets internkontroll og evne til å påse etterlevelsen av dets forpliktelser blir merkbart forringet.

(3) Verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundes finansielle instrumenter holdes atskilt fra foretakets finansielle instrumenter. Verdipapirforetak kan bare benytte kundes finansielle instrumenter for egen regning dersom kunden uttrykkelig har gitt samtykket til dette.

(4) Verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundemidler holdes atskilt fra foretakets midler. Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner, kan ikke benytte kundemidler for egen regning.

(5) Styret og daglig leder skal utarbeide interne retningslinjer og instrukser i samsvar med første ledd.

(6) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om organisering av verdipapirforetak, herunder om foretakenes interne retningslinjer, instrukser og oppgaveplikt.

§ 9-12. Verdipapirforetakenes sikringsfond

(1) Verdipapirforetak skal være medlem av Verdipapirforetakenes sikringsfond.

(2) Fondets formål er ved manglende økonomisk evne hos medlemmene å gi dekning for krav som skyldes medlemmenes behandling av kunders midler og finansielle instrumenter.

(3) Fondets forpliktelser finansieres av medlemmene slik at deres ansvar er prinsipalt proratarisk, subsidiært solidarisk.

(4) Fondet kan ikke gjøre gjeldende andre innsigelser overfor skadelidte enn de innsigelser verdipapirforetaket selv har i forhold til skadelidte.

(5) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om fondet, herunder om fondets virksomhet og finansiering, hvem som plikter å være medlem i fondet, ansvarets omfang, og om rettigheter og plikter for medlemmene og mulige skadelidte.

(6) Departementet kan bestemme i hvilken grad reglene om Verdipapirforetakenes sikringsfond skal gjelde for kredittinstitusjoner og utenlandske foretak som yter investeringstjenester i Norge. Departementet kan bestemme at enkelte grupper av investorer eller enkelte typer krav ikke behøver å være dekket av fondet.

§ 9-13. Startkapital

(1) Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, skal ha en startkapital på et beløp i norske kroner som minst svarer til 730.000 euro. For foretak som i henhold til tillatelsen bare skal yte enkelte investeringstjenester, kan Kredittilsynet gi tillatelse til en lavere startkapital, men ikke lavere enn et beløp i norske kroner som svarer til 125.000 euro.

(2) Departementet kan i forskrift gjøre unntak fra første ledd og fastsette nærmere regler om startkapital.

§ 9-14. Kapitaldekningskrav

(1) Verdipapirforetak skal til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av den virksomhet foretaket driver, herunder den markedsrisiko og kredittrisiko foretaket påtar seg. For verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, kan ikke den ansvarlige kapitalen i noe tilfelle være mindre enn de beløp som følger av § 9-13 første ledd.

(2) Departementet fastsetter ved forskrift hva som skal anses som ansvarlig kapital, regler for beregningsgrunnlaget og hva som skal anses som forsvarlig dekningsgrad for de ulike typer risiko som er knyttet til den virksomhet foretaket driver etter denne lov.

(3) Verdipapirforetak kan bare yte investeringstjenester dersom kravene til ansvarlig kapital er oppfylt. Departementet kan i særlige tilfeller og for en tidsbegrenset periode samtykke i at et verdipapirforetak kan ha lavere kapitaldekning enn fastsatt. Foretak som ikke oppfyller kravene i første ledd annet punktum, skal innstille sin virksomhet, med mindre forholdet rettes innen en frist fastsatt av Kredittilsynet.

(4) Allmennaksjeloven § 8-1 annet ledd og aksjeloven § 8-1 annet ledd gjelder ikke for verdipapirforetak.

§ 9-15 Høyeste engasjement med en enkelt kunde

(1) Et verdipapirforetak kan ikke ha høyere samlet engasjement med en enkelt kunde enn det som til enhver tid er forsvarlig.

(2) Departementet kan fastsette forskrift om høyeste samlede engasjement med en enkelt kunde, herunder om beregningsmåte for engasjement i og utenfor balansen.

(3) Departementet kan gi bestemmelser om anvendelsen av grense for høyeste engasjement med en enkelt kunde også på engasjementer med to eller flere kunder, når bestemmende innflytelse eller økonomiske forbindelser mellom disse kan ha vesentlig betydning ved kredittvurderingen.

§ 9-16. Konsolideringsregel

(1) Dersom verdipapirforetaket:

1. har et datterforetak som er verdipapirforetak, eller finansinstitusjon,
2. direkte eller indirekte har 20 prosent eller mer av stemmerettene eller kapitalen i foretak som nevnt i nr. 1, eller
3. har morselskap som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i konsernet

skal kravene i §§ 9-14 og 9-15 anvendes på konsolidert grunnlag.

(2) Dersom verdipapirforetaket:

1. har en kapitalinteresse i et annet foretak som nevnt i finansieringsvirksomhetsloven § 2a-2 bokstav h i annet foretak, eller
2. er underlagt felles ledelse som et annet foretak som nevnt i finansieringsvirksomhetsloven § 2a-2 bokstav i, med annet foretak skal kravene i § 8-10 anvendes på konsolidert grunnlag.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om konsolidering, herunder om hva som skal regnes som datterforetak eller morselskap etter første ledd.

III. Grenseoverskridende virksomhet mv.

§ 9-17. Avdelingskontor, filial m.v.

(1) Verdipapirforetak skal gi melding til Kredittilsynet før det oppretter avdelingskontor i Norge. Kontoret skal ha en leder som oppfyller kravene i § 9-9 annet ledd.

(2) Verdipapirforetak kan yte investeringstjenester i annen EØS-stat etter reglene i § 9-18.

(3) Verdipapirforetak kan etter tillatelse fra Kredittilsynet etablere filial eller datterselskap utenfor EØS-området.

(4) Bestemmelsene i denne paragraf gjelder ikke for kredittinstitusjoner.

§ 9-18. Melding om virksomhet i annen EØS-stat

(1) Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon og som ønsker å utøve virksomhet i annen EØS-stat, skal gi Kredittilsynet melding om dette.

(2) Meldingen skal inneholde følgende opplysninger:
1. hvor foretaket har til hensikt å utøve virksomhet, og
2. en virksomhetsplan der det særlig angis hvilke investeringstjenester som skal ytes og om selskapet har til hensikt å benytte tilknyttede agenter.

(3) Melding om etablering av filial skal i tillegg inneholde følgende opplysninger:
1. hvordan filialen skal være organisert,
2. adresse i vertstaten der dokumenter kan innhentes, og
3. navnene på de personer som utgjør filialens ledelse.

(4) Verdipapirforetak eller regulert marked som driver MHF og som ønsker å utøve slik virksomhet i annen EØS-stat, skal gi Kredittilsynet melding om dette. Meldingen skal inneholde opplysninger om hvor foretaket har til hensikt å utøve virksomhet. Kredittilsynet skal innen en måned etter å ha mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndighet i vertstaten. Kredittilsynet skal på forespørsel og innen rimelig tid oversende opplysninger om etablerte MHF-medlemmer og MHF-deltakeres identitet til vedkommende myndighet i vertstaten.

(5) Dersom verdipapirforetaket har til hensikt å benytte tilknyttede agenter, skal Kredittilsynet på forespørsel og innen rimelig tid oversende til vedkommende myndighet i vertstaten opplysninger om identiteten til de tilknyttede agentene.

(6) Ved melding om utøvelse av virksomhet direkte fra forretningssted i Norge, skal Kredittilsynet innen en måned etter å ha mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndighet i vertstaten og underrette verdipapirforetaket om dette. Verdipapirforetaket kan fra dette tidspunkt yte de aktuelle investeringstjenester i vertstaten.

(7) Ved melding om etablering av filial i annen EØS-stat. skal Kredittilsynet innen 3 måneder etter å ha mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndighet i vertstaten og underrette verdipapirforetaket om dette. Kredittilsynet skal også oversende opplysninger om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder. Så snart vertstatens myndighet har gitt opplysninger om de vilkår som skal gjelde for foretaket, herunder reglene om god forretningsskikk, kan filialen etableres og starte sin virksomhet. Tilsvarende gjelder dersom det ikke er mottatt noen opplysninger fra vertstatens myndighet innen to måneder etter at de har mottatt melding fra Kredittilsynet.

(8) Oversendelse til vertstatens myndighet etter syvende ledd skal ikke foretas dersom Kredittilsynet har grunn til å betvile at verdipapirforetakets administrative organisering eller økonomiske stilling er god nok, tatt i betraktning den virksomhet som er planlagt. Kredittilsynets beslutning skal i tilfelle begrunnes overfor verdipapirforetaket innen tre måneder etter at Kredittilsynet har mottatt alle opplysninger i saken.

(9) Ved endring av opplysninger gitt etter første til femte ledd skal verdipapirforetaket eller *regulert marked som driver MHF* gi skriftlig melding om dette til Kredittilsynet og vedkommende myndighet i vertstaten før endringen foretas. Der det er

etablert filial i annen EØS-stat skal melding gis minst en måned før endring foretas.

(10) Kredittilsynet skal underrette vertstatens myndighet dersom det foretas endringer i opplysninger som er gitt om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder.

§ 9-19. Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

(1) §§ 9-1 og 9-8 er ikke til hinder for at verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat yter investeringstjenester i Norge direkte fra forretningssted i annen EØS-stat eller gjennom filial. Slike foretak må være gitt tillatelse til å yte investeringstjenester og være underlagt tilsyn i hjemstaten. Dersom foretaket oppretter flere forretningssteder i Norge skal disse regnes som én filial.

(2) Innen to måneder etter at Kredittilsynet har mottatt melding fra myndighetene i annen EØS-stat om etablering av filial etter første ledd, skal Kredittilsynet forberede tilsynet med foretaket og opplyse foretaket om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk, som gjelder for utøvelsen av virksomhet i Norge. Filialen kan etableres så snart Kredittilsynet har gitt de nevnte opplysninger, eller senest to måneder etter at Kredittilsynet har mottatt meldingen.

(3) Så snart Kredittilsynet har mottatt melding fra myndighetene i annen EØS-stat om ytelse av investeringstjeneste direkte fra forretningssted etter første ledd, skal Kredittilsynet opplyse verdipapirforetaket om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk som gjelder for utøvelsen av virksomhet i Norge. Verdipapirforetaket kan yte de aktuelle investeringstjenester fra det tidspunkt Kredittilsynet har mottatt melding fra hjemstaten.

(4) Ved endringer av opplysninger i meldinger Kredittilsynet mottar etter denne paragraf, gjelder § 9-18 syvende ledd tilsvarende for verdipapirforetakets plikt til å gi skriftlig melding til Kredittilsynet.

§ 9-20. Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS

(1) Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS kan gis tillatelse av departementet til å yte investeringstjenester i Norge gjennom filial. Slike foretak kan i særlige tilfeller også gis tillatelse til å yte tjenester i Norge direkte fra forretningssted utenfor EØS.

(2) Foretaket kan gis tillatelse til å yte tilknyttede tjenester som nevnt i § 2-1 annet ledd, jf. § 9-1 dersom det kan drive tilsvarende virksomhet i sin hjemstat.

(3) Tillatelse etter første og annet ledd kan kun gis foretak som har tillatelse til å yte investeringstjenester og er underlagt betryggende tilsyn i hjemstaten.

(4) § 9-3 første og annet ledd gjelder tilsvarende for søknad om tillatelse etter første ledd.

§ 9-21. Verdipapirhandellovens anvendelse for utenlandske verdipapirforetak

(1) For foretak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge gjennom filial, gjelder bare følgende av bestemmelsene i denne lov:

1. kapittel 1 til 7,
2. §§ 8-1 til 8-6 når det gjelder ansatte i norsk filial av verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-stat, og det gjelder handel med finansielle instrumenter som er notert på norsk regulert marked eller utstedt av norsk foretak,
3. §§110-3, 10-4 fjerde ledd, 10-5, og 10-6 for så vidt gjelder finansielle instrumenter notert på norsk regulert marked eller utstedt av norsk foretak,
4. §§ 10-7, 10-8, 10-13, 10-15, 10-16, 10-21, 10-22, 10-24 og 11-4,
5. kapittel 12 til 14,
6. kapittel 16 og 17.

(2) For foretak med tillatelse etter § 9-20 gjelder bestemmelsene i denne lov, med unntak av:

1. § 9-10 dersom dette er bestemt av Kredittilsynet og tilsvarende regler følger av hjemstatens rett,
2. §§ 9-17 annet og tredje ledd, 9-18 og 9-19 samt kapittel 16,
3. kapittel 15 dersom dette er bestemt av Kredittilsynet på bakgrunn av tilsynsavtale med hjemstatens myndighet.

(3) Departementet kan gjøre unntak fra denne paragraf der virksomheten er begrenset eller der foretakets virksomhet er regulert av tilsvarende bestemmelser fastsatt av myndighetene i foretakets hjemstat.

§ 9-22. Verdipapirhandellovens anvendelse for norske verdipapirforetaks filial i utlandet

Departementet kan gjøre unntak fra § 10-5 for den virksomhet som drives i norske verdipapirforetaks filial i utlandet. Unntak kan bare gjøres dersom filialen er omfattet av eventuelle tilsvarende regler i vertstaten og under forutsetning av at foretaket har betryggende sikkerhet for oppgjøret. For tillitsvalgtes og ansattes handel for egen regning med finansielle instrumenter gjelder § 8-1 tredje ledd.

Kapittel 10. Verdipapirforetaks virksomhet mv.

I. Generelle bestemmelser

§ 10-1. Løpende overensstemmelse med vilkår for tillatelse

Verdipapirforetak plikter å innrette sin virksomhet slik at den til enhver tid er i overensstemmelse med de vilkår som er satt for tillatelsen og reglene i kapittel 9.

§ 10-2. Verdipapirforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet

(1) Verdipapirforetak kan utover det som følger av § 9-1, § 9-6 eller tillatelse til å drive finansieringsvirksomhet, ikke drive annen næringsvirksomhet uten at dette har naturlig sammenheng med utøvelsen av investeringstjenestevirksomheten.

(2) Kredittilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra første ledd.

(3) Et verdipapirforetak kan ikke:
1. ha ubegrenset ansvar i annet foretak,
2. ha eiendeler i og delta i driften av annen næringsvirksomhet, eller
3. ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd

dersom dette svekker verdipapirforetakets uavhengige stilling.

§ 10-3. Ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet mv.

(1) Ansatte i verdipapirforetak som normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets investeringstjenester må ikke være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap i foretak med finansielle instrumenter som er gjenstand for organisert omsetning eller forvaltningsselskap for verdipapirfond. Vedkommende må heller ikke ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd i slikt selskap.

(2) Kredittilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra bestemmelsen i første ledd første punktum.

§ 10-4. Verdipapirforetaks handel i finansielle instrumenter for egen regning

(1) Med de begrensninger som følger av §§ 10-12 til 10-14, kan et verdipapirforetak bare kjøpe, selge eller tegne finansielle instrumenter for egen regning når:
1. handelen foretas som ledd i investeringstjenestevirksomhet, eller
2. handelen er ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning.

(2) Foretak som ikke er kredittinstitusjon skal gi Kredittilsynet melding om handel som nevnt i første ledd nr. 2. Kredittilsynet kan fastsette nærmere regler om slik melding, samt om handelen til verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon i finansielle instrumenter som ikke er opptatt til handel på regulert marked.

(3) Ved salg av finansielle instrumenter verdipapirforetaket ikke eier, må foretaket ha tilgang til de finansielle instrumentene slik at rettidig levering er sikret på avtaletidspunktet.

§ 10-5. Formidling av salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier

Verdipapirforetak kan bare formidle og utføre ordre om salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier dersom kunden har tilgang til de finansielle instrumentene og foretaket er sikret rettidig levering på avtaletidspunktet.

§ 10-6. Lån av finansielle instrumenter

(1) Ved formidling av avtaler om lån av finansielle instrumenter skal verdipapirforetaket påse at det stilles betryggende sikkerhet for lånet. Sikkerheten skal minst tilsvare instrumentenes markedsverdi til enhver tid, med tillegg av en marginsikkerhet etter nærmere regler fastsatt av departementet.

(2) Kravet til sikkerhetsstillelse etter første ledd gjelder tilsvarende dersom verdipapirforetaket låner ut finansielle instrumenter fra egen portefølje.

(3) Låneavtaler etter første og annet ledd samt avtaler om verdipapirforetaks lån av finansielle instrumenter skal være standardiserte.

§ 10-7. Verdipapirforetaks handel med derivater

(1) Ved formidling av og handel i finansielle instrumenter som nevnt i § 2-2 første ledd nr. 5, skal verdipapirforetak påse at det har betryggende sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser. Departementet kan fastsette nærmere regler om sikkerhetsstillelse.

(2) Ved handel som foretas under medvirkning av norsk eller utenlandsk oppgjørssentral som driver virksomhet som nevnt i § 2-8, skal verdipapirforetak påse at kunden stiller minst den samme sikkerheten som den oppgjørssentralen krever.

(3) Første ledd gjelder tilsvarende for verdipapirforetaks handel for egen regning.

§ 10-8. Handel i finansielle instrumenter som er registrert i et verdipapirregister

Verdipapirforetak skal registrere handler med registrerte finansielle instrumenter i et verdipapirregister samme dag som avtale inngås.

§ 10-9. Handel i suspenderte finansielle instrumenter og clearingplikt

(1) Et verdipapirforetak kan ikke utføre investeringstjenester som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1 til 4 i et finansielt instrument som er suspendert fra notering på regulert marked. Avtaler som er inngått før suspensjonstidspunktet og hvor prisen er fastsatt, kan likevel gjennomføres.

(2) Verdipapirforetaks handel i derivater som er notert på regulert marked, skal foretas under medvirkning av oppgjørssentral som nevnt i § *13-1*.

§ 10-10. Taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte

(1) Ansatte, tillitsmenn og personer med bestemmende innflytelse i verdipapirforetak har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold, med mindre annet er bestemt i lov eller forskrifter gitt med hjemmel i lov.

(2) Første ledd gjelder tilsvarende for enhver som utfører arbeid for verdipapirforetaket, selv om vedkommende ikke er ansatt i foretaket.

§ 10-11. Verdipapirforetaks forretningsvilkår

(1) I tillegg eller som supplement til den informasjon til kunder som kreves etter loven her, skal verdipapirforetak utarbeide forretningsvilkår som minst regulerer:

1. i hvilken form de enkelte oppdrag skal gis,
2. oppdragets varighet,
3. tid og sted for levering og oppgjør, herunder hvilke erklæringer som skal anses som tilstrekkelig bekreftelse på levering og oppgjør,
4. verdipapirforetakets godtgjørelse, herunder om godtgjørelse kan tas i form av kurtasje eller fra kursdifferansen, hva foretaket kan kreve dersom handel ikke kommer i stand, adgangen til å kreve dekning av utlegg, samt om og med hvem foretaket eventuelt deler godtgjørelse,
5. oppdragsgivers adgang til å gjøre gjeldende at avtalen eller noen av dens vilkår er i strid med oppdraget, herunder om eventuelle frister for å gi melding til foretaket,
6. reklamasjon i tilfeller der det gjøres gjeldende at en avtale ikke er bindende, herunder virkningene av en reklamasjon for forholdet mellom den part som påberoper seg ugyldighetsreglene og verdipapirforetaket,
7. adgangen til å slutte dekningsavtale dersom levering av finansielle instrumenter ikke skjer rettidig, herunder bestemmelser om beregning av erstatning dersom dekningsavtale sluttes.

(2) Ved etablering av forretningsforhold skal foretakets forretningsvilkår forelegges kunden. Det samme gjelder ved senere endringer i vilkårene.

II. Investorbeskyttelse

§ 10-12. Interessekonflikter

(1) Verdipapirforetak plikter å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter. Verdipapirforetaket skal bestrebe seg på å unngå interessekonflikter ved blant annet å sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser, samt at enkelte kunder ikke usaklig tilgodeses på bekostning av andre kunder.

(2) Dersom tiltakene etter § 9-11 første ledd nr. 2 ikke er tilstrekkelig til å sikre kundens interesser på en betryggende måte, skal foretaket opplyse kunden om mulige interessekonflikter og deres generelle karakter. Verdipapirforetaket kan ikke gjennomføre forretninger for kundens regning før kunden har fått slike opplysninger.

(3) Departementet kan gi nærmere forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-13. God forretningsskikk

(1) Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Foretaket skal herunder påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte ved at det:

1. opptrer ryddig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet, herunder utfører mottatte oppdrag med tilbørlig omhu og hurtighet,
2. utviser den nødvendige kompetanse, omhu og interesse i sin opptreden,
3. har og effektivt benytter de ressurser og de fremgangsmåter som er nødvendig for å kunne utøve virksomheten på en god måte,
4. sørger for å få nødvendige opplysninger om kundenes identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring,
5. på en egnet måte gir de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder.

(2) Verdipapirforetak skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende. Markedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan.

(3) Kunder og potensielle kunder skal gis relevante opplysninger i en forståelig form om:

1. verdipapirforetaket og de tjenester det yter,
2. finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, som blant annet gir passende veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller de foreslåtte strategier,
3. handelssystemer og markedsplasser verdipapirforetaket benytter,
4. omkostninger og gebyrer.

(4) Verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning eller driver aktiv forvaltning skal innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål. Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende.

(5) Verdipapirforetak skal ved yting av andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning, innhente opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde. Foretakets undersøkelser skal sette det i stand til å vurdere om den påtenkte investeringstjeneste eller det påtenkte investeringsprodukt er hensiktsmessig for vedkommende. Hvis foretaket finner at investeringstjenesten eller -produktet ikke er hensiktsmessig, skal kunden advares om dette. Dersom kunden velger å ikke gi de opplysninger som verdipapirforetaket plikter å innhente, eller han gir ufullstendige opplysninger, skal foretaket advare kunden om at dette gjør det umulig å avgjøre hva som er hensiktsmessig.

(6) Femte ledd gjelder ikke for verdipapirforetak som yter investeringstjenester overfor kunde som utelukkende består av mottak, formidling og utførelse av ordre, forutsatt at følgende vilkår er oppfylt:

1. Tjenestene må gjelde aksjer opptatt til handel på et regulert marked eller et tilsvarende marked i annet land, pengemarkedsinstrumenter, obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter uten derivatelementer, UCITS og andre ikke-komplekse finansielle instrumenter.
2. Tjenestene må ytes på kundens initiativ.
3. Kunden må klart underrettes om at verdipapirforetaket ved ytelsen av tjenesten ikke har plikt til å vurdere hensiktsmessigheten til det leverte eller tilbudte instrument eller tjenesteytelse, og at den investorbeskyttelse som denne plikten medfører dermed ikke er til stede. Denne advarselen kan gis i et standardisert format.

Verdipapirforetaket må oppfylle reglene i § 10-12 om interessekonflikter.

(7) Verdipapirforetak skal ha kunderegister som omfatter de dokumenter som gir uttrykk for avtaleforholdet mellom partene, herunder dokumenter som viser de betingelser som gjelder for foretakets tjenesteyting overfor kunden. Registeret over partenes avtalte rettigheter og forpliktelser kan fremgå ved henvisning til andre dokumenter eller til offentligrettslig regulering.

(8) Verdipapirforetak skal ved sluttseddel eller på annen måte straks gi kunden utfyllende rapporter 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. Utførte oppdrag skal bekreftes ved sluttseddel.

(9) Ved utførelse av ordre skal kravet til god forretningsskikk vurderes på bakgrunn av investors profesjonalitet. Som investor regnes den som er opphavsmann til ordren.

(10) Før et verdipapirforetak gjør forretninger med investor skal det opplyse om hvilken dekning som gis under sikkerhetsstillelsen som nevnt i § 9-12.

(11) Ytelse av investeringstjenester kan bare foretas fra fast forretningssted.

(12) Denne paragraf og § 10-12 første ledd andre punktum gjelder tilsvarende for foretakets ansatte og tillitsvalgte og for personer og foretak som har slik innflytelse i verdipapirforetaket som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd.

(13) Departementet kan gi utfyllende forskrifter om de krav som stilles i bestemmelsen her.

§ 10-14. God forretningsskikk ved egenhandel

(1) Verdipapirforetak kan ikke foreta egenhandel som nevnt i § 10-4 første ledd nr. 2 i finansielle instrumenter det foreligger kundeordre på og der særskilt kurs ikke er angitt i ordren. Første punktum gjelder ikke dersom vedkommende som utfører handelen på foretakets vegne ikke kjente til, og heller ikke burde ha kjent til, at det forelå kundeordre.

(2) Verdipapirforetaket kan ikke tre inn i avtalen med oppdragsgiveren dersom foretaket kan oppnå bedre betingelser for kunden ved kjøp eller salg i markedet på tidspunktet for behandling av oppdraget. Dersom verdipapirforetaket helt eller delvis har trådt inn som motpart i avtalen, skal kunden ved sluttseddelen opplyses om dette.

(3) Dersom det etterspørres et større antall verdipapirer enn det som tilbys ved et offentlig tilbud som reguleres av kapittel 7, kan verdipapirforetak som bistår tilbyder i forbindelse med tilbudet ikke tildeles verdipapirer hvis slik tildeling medfører avkortning av tildeling til foretakets kunder.

§ 10-15. Beste resultat ved utførelse av ordre

(1) Verdipapirforetaket skal ved utførelse av kundeordre treffe alle nødvendige tiltak for å oppnå det best mulige resultat for deres kunder med hensyn til pris, kostnader, hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, størrelse, art og andre relevante forhold. Dersom kunden har gitt spesifikke instruksjoner, skal ordre utføres i tråd med disse.

(2) Verdipapirforetaket skal ha effektive systemer, prosedyrer og ordninger for å sikre etterlevelse av bestemmelsen i første ledd. Verdipapirforetaket skal blant annet utarbeide og benytte retningslinjer for utførelse av kundeordre.

(3) Verdipapirforetakets retningslinjer skal, for hver type finansielt instrument foretaket handler med, inneholde informasjon om de ulike markedsplasser som benyttes og hvilke faktorer som bestemmer valget av markedsplass. Retningslinjene skal i det minste omfatte de markedsplasser som vanligvis gir det beste resultat ved utførelse av kundeordre.

(4) Før utførelse av kundeordre skal verdipapirforetaket opplyse kundene om foretakets retningslinjer og innhente deres samtykke til disse. Dersom retningslinjene tillater at kundeordre utføres utenfor et regulert marked eller MHF, skal kundene samtykke uttrykkelig til dette. Kundene skal opplyses om alle viktige endringer i ordningene som nevnt i annet ledd, herunder blant annet om viktige endringer i retningslinjene.

(5) Verdipapirforetaket skal kontrollere de ordninger som er etablert i tråd med annet ledd for å avdekke og utbedre eventuelle svakheter. Blant annet skal verdipapirforetaket jevnlig evaluere hvorvidt bruk av markedsplassene som nevnt i retningslinjene er egnet til å oppnå det beste resultat for deres kunder, eller om det er behov for endringer.

(6) På kundens forespørsel skal verdipapirforetaket kunne påvise at kundeordrene er utført i tråd med foretakets retningslinjer.

(7) Departementet kan gi utfyllende forskrifter om de krav som stilles i bestemmelsen her.

§ 10-16. Håndtering av kundeordre

(1) Verdipapirforetak skal etablere prosedyrer og ordninger som sikrer hurtig, rettferdig og effektiv utførelse av kundeordre, vurdert i forhold til verdipapirforetakets øvrige kundeordre og foretakets handel for egen regning. Prosedyrene og ordningene skal legge til rette for utførelse av sammenlignbare kundeordre i den rekkefølge som de er kommet inn.

(2) Dersom limitordre i aksjer notert på regulert marked ikke umiddelbart kan utføres under de rådende markedsforhold og verdipapirforetaket ikke har mottatt annen instruks fra kunden, skal foretaket straks treffe foranstaltninger for raskest mulig utførelse ved å offentliggjøre ordren på en måte som er tilgjengelig for markedsaktørene. Plikten til offentliggjøring anses alltid oppfylt dersom ordren gjøres tilgjengelig på et regulert mar-

ked eller MHF. Kredittilsynet kan gjøre unntak fra plikten til offentliggjøring av limitordre.

(3) Departementet kan gi utfyllende forskrifter om de krav som stilles i bestemmelsen her.

§ 10-17. Innbyrdes forretninger

Har et verdipapirforetak mottatt oppdrag både om kjøp og salg av samme finansielle instrument, kan oppdragene utføres ved at foretaket selv foretar avtaleslutningen på vegne av oppdragsgiverne. Foretaket skal ivareta begge oppdragsgiveres tarv med samme omhu, og fastsette prisen på de finansielle instrumentene på grunnlag av børskurs eller, dersom børskurs ikke foreligger, en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

§ 10-18. Tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter

(1) Verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i § 2-2 første ledd nr. 1 til 3 kan bringe i stand eller inngå transaksjoner med kvalifiserte motparter uten å overholde de krav som stilles i § 10-13, § 10-15 eller § 10-16 første ledd i forbindelse med disse transaksjonene eller ved tilknyttede tjenester som er direkte knyttet til disse transaksjonene.

(2) Med kvalifiserte motparter som nevnt i bestemmelsen her menes
1. verdipapirforetak,
2. kredittinstitusjoner,
3. forsikringsselskap,
4. verdipapirfond og forvaltningsselskap for slike fond,
5. pensjonskasser og forvaltningsselskap for slike kasser,
6. andre finansinstitusjoner,
7. foretak som nevnt i § 9-2 annet ledd nr. 10 til 12,
8. offentlige myndigheter, inkludert sentralbanker og overnasjonale organisasjoner.

(3) Første ledd skal likevel ikke gjelde dersom en kvalifisert motpart anmoder om dette overfor verdipapirforetaket.

(4) Departementet kan gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen her, utvide kretsen av kvalifiserte motparter, samt fastsette særlige regler i forbindelse med dette.

§ 10-19. Tjenesteyting via annet verdipapirforetak

(1) Dersom et verdipapirforetak formidler instruksjoner om å utføre investeringstjenester eller tilknyttede tjenester på vegne av sine kunder til et annet verdipapirforetak, kan det verdipapirforetaket som mottar instruksjonene forholde seg til informasjonen som gis, uten å henvende seg til kunden.

(2) Verdipapirforetaket som formidler instruksjonene forblir i slike tilfeller ansvarlig for at informasjonen er fullstendig og korrekt, og at eventuelle anbefalinger eller råd er egnet for kunden og for øvrig i tråd med verdipapirhandelloven § 10-13.

(3) Verdipapirforetaket som mottar instruksjonene plikter å utføre de aktuelle tjenester, basert på informasjon og råd som nevnt i annet ledd, i tråd med alle relevante bestemmelser i kapittel 10.

§ 10-20. Tilknyttede agenter

(1) Verdipapirforetak kan benytte tilknyttede agenter for å markedsføre sine tjenester, skaffe oppdrag, samt utføre de investeringstjenestene som er nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1, 5 og 6, forutsatt at verdipapirforetaket selv har tillatelse til å yte slike tjenester.

(2) Verdipapirforetaket er ansvarlig for all virksomhet som agenten forestår på verdipapirforetakets vegne, og skal sørge for at agenten overholder verdipapirforetakets plikter etter loven her. Verdipapirforetaket plikter å påse at tilknyttede agenter alltid opplyser om agentforholdet ved kontakt med kunder eller potensielle kunder. Opplysningene må minst omfatte verdipapirforetakets identitet, de tjenester som tilbys i agentforholdet, samt en beskrivelse av ansvarsforholdet mellom verdipapirforetaket og agenten. Opplysningene skal gis skriftlig, eller over telefon med lydopptak.

(3) Kredittilsynet skal føre et oppdatert og offentlig tilgjengelig register over tilknyttede agenter. Registeret skal inneholde opplysninger om tilknyttede agenter etablert i Norge, og om norske verdipapirforetaks tilknyttede agenter etablert i annen EØS-stat hvor bruk av tilknyttede agenter ikke er tillatt. Registrering i Norge kan bare skje dersom verdipapirforetaket bekrefter at foretakets tilknyttede agent er egnet. Verdipapirforetak kan bare benytte tilknyttede agenter som er registrert i Norge eller i tilsvarende register i annen EØS-stat. Verdipapirforetak skal melde fra til Kredittilsynet dersom tilknytningen til en agent opphører.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

III. Markedets integritet og gjennomsiktighet

§ 10-21. Plikt til å foreta lydopptak

(1) Etter nærmere regler fastsatt av departementet plikter verdipapirforetak å:

1. foreta lydopptak i tilknytning til yting av investeringstjenester og tilknyttede tjenester, samt
2. oppbevare lydopptak og annen type dokumentasjon i tilknytning til slike tjenester.

§ 10-22. Rapportering av transaksjoner

(1) Verdipapirforetak skal så snart som mulig, og ikke senere enn slutten av den påfølgende arbeidsdag, rapportere til Kredittilsynet om transaksjoner i finansielle instrumenter notert på regulert marked.

(2) Rapporten skal særskilt angi navn og nummer som viser hvilke finansielle instrumenter som er kjøpt eller solgt, antall, dato og tidspunkt for utførelse, pris, samt identiteten til de involverte verdipapirforetak.

(3) Rapporten kan sendes av verdipapirforetaket, en tredjeperson som opptrer på vegne av verdipapirforetaket, et system for kobling av ordre eller et rapporteringssystem godkjent av Kredittilsynet, eller av det regulerte marked eller den MHF hvor transaksjonen ble gjennomført.

(4) Departementet kan gi utfyllende forskrifter om verdipapirforetaks rapportering etter bestemmelsen her, herunder blant annet om hvem som skal sende og motta rapportene, samt gi ytterligere regler om krav til rapportens innhold. Departementet kan videre fastsette regler om at verdipapirforetak skal rapportere til Kredittilsynet om handel i ikke-noterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter notert på regulert marked. Departementet kan begrense rapporteringsplikten etter bestemmelsen her til å gjelde bestemte typer finansielle instrumenter, og utvide rapporteringsplikten til også å gjelde transaksjoner i finansielle instrumenter som ikke er notert på regulert marked.

§ 10-23. Systematisk internalisering

(1) Verdipapirforetak som på en organisert, jevnlig og systematisk måte handler med aksjer for egen regning ved å utføre kundeordre utenfor et regulert marked eller MHF (systematisk internalisering) skal

1. publisere forpliktende kurser dersom handelen skjer med likvide aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked, eller
2. på forespørsel oppgi kurser til kunder dersom handelen skjer med aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked som ikke er likvide.

(2) De kurser som stilles etter bestemmelsen her skal reflektere gjeldende markedsforhold for den aksje kursen gjelder.

(3) Reglene i bestemmelsen her gjelder handel opp til standard markedsstørrelse.

(4) Departementet kan gi nærmere forskrifter om systematisk internalisering som nevnt i bestemmelsen her.

§ 10-24. Offentliggjøring av informasjon om utførte transaksjoner

(1) Verdipapirforetak skal offentliggjøre informasjon om utførte transaksjoner i aksjer notert på regulert marked eller MHF. Dette gjelder likevel ikke dersom transaksjonene er utført på regulert marked eller MHF, og informasjonen av den grunn offentliggjøres etter lov om regulerte markeder § 2-26.

(2) Ved offentliggjøring skal det minst opplyses om pris, volum og tidspunktet for transaksjonens utførelse. Offentliggjøring skal skje så hurtig som mulig og på en måte som er lett tilgjengelig for markedet. Bestemmelsen om utsatt offentliggjøring i lov om regulerte markeder § 2-26 tredje ledd gjelder tilsvarende.

(3) Departementet kan gi utfyllende forskrifter om verdipapirforetaks rapportering etter bestemmelsen her, samt utvide offentliggjøringsplikten til å gjelde andre finansielle instrumenter enn aksjer og annen informasjon enn det som kreves etter annet ledd.

Kapittel 11. Drift av multilateral handelsfasilitet (MHF)

§ 11-1. Handel og gjennomføring av transaksjoner i MHF

(1) Den som driver MHF, skal i tillegg til å tilfredsstille kravene i § 9-11:

1. ha gjennomsiktige og ufravikelige handelsregler, herunder etablere objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre,

2. ha gjennomsiktige og klare regler om hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet,
3. ha gjennomsiktige regler basert på objektive kriterier om tilgang til fasiliteten, jf. annet ledd,
4. i nødvendig grad påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, sett hen til type bruker og type finansielt instrument,
5. tydelig informere sine brukere om deres ansvar for gjennomføring av transaksjoner sluttet i fasiliteten,
6. sørge for at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner på MHF, og
7. umiddelbart etterkomme pålegg fra Kredittilsynet om å suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel, jf. § 15-7 syvende ledd.

(2) Verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og andre kan gis tilgang til MHF, forutsatt at de har en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, og tilstrekkelige tekniske systemer, og for øvrig anses skikket til å delta i handelen i forhold til de forpliktelser tilgangen innebærer.

(3) Kravene i §§ 10-13, 10-15, og 10-16 gjelder ikke for transaksjoner som sluttes på MHF mellom personer som nevnt i andre ledd, eller mellom slike personer og MHF. Kravene i §§ 10-13, 10-15 og 10-16 gjelder imidlertid overfor nevnte personers kunder.

(4) Hvis et omsettelig verdipapir som er opptatt til handel på et regulert marked omsettes på en MHF uten utsteders samtykke, skal utstederen ikke underlegges informasjonsforpliktelser som følge av omsetningen.

§ 11-2. Markedsovervåking på MHF

(1) Den som driver MHF, skal etablere effektive ordninger og prosedyrer som sikrer en regelmessig overvåking av brukeres etterlevelse av fasilitetens egne regler. Den som driver MHF, skal overvåke transaksjoner i fasiliteten med sikte på å avdekke brudd på fasilitetens egne regler, rettsstridige handelsforhold og markedsmisbruk, jf. kapittel 3.

(2) Den som driver MHF, skal umiddelbart gi melding til Kredittilsynet ved mistanke om vesentlige brudd på fasilitetens egne regler, rettsstridige handelsforhold og markedsmisbruk, jf. kapittel 3.

(3) Den som driver MHF, skal bistå Kredittilsynet ved mistanker om markedsmisbruk, jf. kapittel 3. Bistanden skal gis uten kostnad for Kredittilsynet.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om markedsovervåking på MHF.

§ 11-3. Offentliggjøring av opplysninger om ordre mv. i MHF

(1) Den som driver MHF, skal offentliggjøre kjøps- og salgstilbud i aksjer opptatt til handel på regulert marked, herunder ordredybde på ulike prisnivåer, som legges inn i fasilitetens handelssystem. Opplysningene skal på rimelige kommersielle vilkår offentliggjøres løpende i løpet av handelsdagen.

(2) Kredittilsynet kan frita den som driver MHF fra sine forpliktelser etter første ledd.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre mv., herunder at det skal gis opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer opptatt til handel på regulert marked, samt om Kredittilsynets fritaksadgang etter annet ledd.

§ 11-4. Offentliggjøring av opplysninger om handler i MHF

(1) Den som driver MHF, skal offentliggjøre pris, volum og tidspunkt for transaksjoner gjennomført i fasiliteten i aksjer opptatt til handel på regulert marked. Opplysningene skal på rimelige kommersielle vilkår offentliggjøres så raskt som mulig etter gjennomføring av transaksjonene.

(2) Første ledd gjelder ikke i den grad opplysningene offentliggjøres av et regulert marked.

(3) Kredittilsynet kan gi den som driver MHF adgang til å utsette offentliggjøring etter første ledd.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om handler, herunder at det skal gis opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer opptatt til handel på regulert marked, samt om Kredittilsynets fritaksadgang etter tredje ledd.

Del 4. Verdipapiroppgjøret

Kapittel 12. Generelle bestemmelser

§ 12-1. Utførelse av oppdrag

Investeringstjenester som nevnt i § 1-2 første ledd nr. 1 og 2 skal utføres i verdipapirforetakets navn. Verdipapirforetaket er ansvarlig overfor oppdragsgiveren og den det slutter avtale med, for oppfyllelse av ordre det har utført. Verdipapirforetaket er

ikke ansvarlig overfor oppdragsgiveren dersom oppdragsgiveren på forhånd har godkjent den annen part.

§ 12-2. Verdipapirforetakets sikkerhetsrett

(1) Verdipapirforetak har tilbakeholdsrett i de finansielle instrumenter som det har kjøpt for oppdragsgiver, for så vidt gjelder krav som springer ut av oppdraget.

(2) Betaler ikke oppdragsgiveren innen tre dager etter oppgjørsfrist, kan foretaket selge de finansielle instrumentene for oppdragsgiverens regning til dekning av sine krav, med mindre annet er avtalt.

(3) Dekningssalg som nevnt i annet ledd, skal foretas til børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

§ 12-3. Alminnelige ugyldighetsregler

Ved kjøp eller salg av finansielle instrumenter gjennom verdipapirforetak gjelder de alminnelige regler om avtalers ugyldighet tilsvarende i forholdet mellom kjøperen og selgeren.

§ 12-4 Innsigelse ved forsinkelse

Dersom en part ikke har oppfylt sine plikter til den tid som er fastsatt i avtalen, må den annen part straks gi melding dersom han vil påberope forsinkelsen som grunnlag for å heve avtalen, med mindre annet er avtalt.

Kapittel 13. Oppgjørssentral

§ 13-1. Vilkår for å drive virksomhet som oppgjørssentral (clearingsentral)

(1) Oppgjørsvirksomhet kan bare drives av oppgjørssentral med tillatelse fra departementet.

(2) Oppgjørssentral skal organiseres som allmennaksjeselskap. Departementet kan gjøre unntak fra denne bestemmelsen.

(3) Den som faktisk leder oppgjørsvirksomheten skal ha relevant erfaring og ha ført en hederlig vandel.

(4) Tillatelse etter første ledd kan nektes dersom aksjeeier med betydelig eierandel i oppgjørssentralen ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. § 9-10 kommer til anvendelse ved endringer i aksjeeierstrukturen.

(5) Oppgjørssentral skal ha en kontrollkomité valgt av generalforsamlingen. Kontrollkomiteen skal føre tilsyn med sentralens virksomhet og påse at den følger lover, forskrifter og vilkår, samt vedtekter og vedtak truffet av selskapets besluttende organer. Generalforsamlingen skal fastsette instruks for kontrollkomiteen. Instruksen skal godkjennes av Kredittilsynet.

(6) Departementet kan gi utenlandsk oppgjørssentral som er gitt tillatelse til å drive oppgjørsvirksomhet og er underlagt betryggende tilsyn i hjemstaten, tillatelse til å drive oppgjørsvirksomhet i Norge uten hinder av reglene i annet og femte ledd.

(7) Ingen kan eie mer enn 20 pst. av aksjekapitalen i en oppgjørssentral. Departementet kan gi dispensasjon fra dette.

§ 13-2. Oppgjørssentrals kapital

(1) Oppgjørssentral skal ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig i forhold til den virksomhet som drives.

(2) Oppgjørssentral skal ha en ansvarlig kapital på minst 50 millioner kroner. Departementet kan fastsette hva som skal anses som ansvarlig kapital.

(3) Et beløp tilsvarende minst halvparten av foretakets ansvarlige kapital skal til enhver tid bestå av innskudd eller ubetingede trekkrettigheter i kredittinstitusjon.

(4) Departementet kan gjøre unntak fra reglene i første og annet ledd for oppgjørssentral som driver begrenset virksomhet.

(5) Oppgjørssentral kan ikke eie underliggende finansielle instrumenter eller finansielle instrumenter den driver oppgjørsvirksomhet knyttet til, med mindre det er påkrevet for organiseringen av oppgjøret. Denne bestemmelse gjelder ikke for obligasjoner utstedt av EØS-stat.

§ 13-3. Oppgjørssentrals virksomhet

(1) Oppgjørssentral skal organisere oppgjøret mellom partene.

(2) Oppgjørssentral kan bare drive virksomhet som har naturlig sammenheng med utøvelsen av oppgjørsvirksomheten. Kredittilsynet kan pålegge

oppgjørssentral å holde tilknyttet virksomhet adskilt fra oppgjørsvirksomheten.

§ 13-4. Beregning av sikkerhet

(1) Oppgjørssentral skal påse at sentralen har tilstrekkelig sikkerhet for oppfyllelse av de avtaler sentralen trer inn som part i eller på annen måte garanterer for oppfyllelse av. Oppgjørssentral skal løpende beregne og kreve slik sikkerhet.

(2) Departementet kan ved forskrift eller enkeltvedtak pålegge oppgjørssentralen å kreve ytterligere sikkerhet og stille krav til hvem sikkerheten skal stilles av, når dette anses påkrevet fordi sentralen ikke anses å ha tilstrekkelig sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser.

§ 13-5. Taushetsplikt

(1) Ansatte, tillitsmenn og andre personer med bestemmende innflytelse i en oppgjørssentral har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres personlige eller forretningsmessige forhold, med mindre noe annet er bestemt i lov eller forskrift.

(2) Taushetsplikten etter første ledd er ikke til hinder for at ansatte, tillitsmenn og andre personer med bestemmende innflytelse i en oppgjørssentral utleverer opplysninger til børs som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine plikter etter lov om regulerte markeder § 2-24.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om utleveringsplikten etter første ledd, herunder om innskrenkninger i denne og om det formål opplysningene kan benyttes til, samt om og i hvilken utstrekning det skal kunne kreves betaling for kostnader ved utleveringen.

(4) Departementet kan fastsette at bestemmelsene i annet og tredje ledd også skal gjelde i forhold til autorisert markedsplass.

§ 13-6. Oppgjørsrepresentant mv.

(1) Deltakelse i oppgjørsordning på vegne av kunder kan bare forestås av verdipapirforetak eller kredittinstitusjon.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om norske verdipapirforetak og regulerte markeders adgang til utenlandske oppgjørssystemer.

Kapittel 14. Motregning av enkelte finansielle instrumenter

§ 14-1. Anvendelsesområdet

Dette kapittel gjelder varederivater, fremtidige renteavtaler (FRA), rente- og valutaopsjoner, rente- og valutaterminer, rente- og valutabytteavtaler, og avtaler om handel med valuta, kredittderivater, og derivater nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5. Departementet kan bestemme at dette kapittel også skal gjelde avtaler om andre finansielle instrumenter.

§ 14-2. Motregning

Skriftlig avtale mellom to parter om at partenes forpliktelser etter avtaler som nevnt i § 14-1 skal motregnes til markedskurs løpende eller ved misligh old, kan gjøres gjeldende uten hinder av dekningsloven §§ 7-3 og 8-1.

§ 14-3. Sikkerhet stilt overfor oppgjørssentral

Sikkerhet for avtaler som nevnt i § 14-1, som er stilt overfor en oppgjørssentral i samsvar med de regler som gjelder for sentralen, kan ikke omstøtes etter dekningsloven § 5-7.

Del 5. Tilsyn, sanksjoner mv.

Kapittel 15. Tilsyn

§ 15-1. Tilsyn med handelen i finansielle instrumenter

(1) Tilsyn med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandelen forestås av departementet.

(2) Tilsyn med verdipapirforetaks og oppgjørssentralers virksomhet, samt med overholdelse av denne lovs bestemmelser, skal føres av Kredittilsynet.

(3) Kredittilsynet fører kontroll med at årsregnskap, årsberetning, delårsregnskap og annen finansiell rapportering fra norske utstedere av omsettelige verdipapirer som er eller søkes notert på regulert marked, er i samsvar med lov og forskrifter. Departementet kan fastsette forskrifter om slik kontroll og tiltak for å sikre at det blir gitt korrekt informasjon i tilfeller der den finansielle rapporteringen ikke er i samsvar med lov eller forskrifter. Departementet kan også delegere Kredittilsynets myndighet etter dette ledd eller bestemmelser fastsatt i medhold av dette ledd til *regulert marked*. Kredittilsynet fører i tillegg kontroll med den finansielle rapporteringen til utstedere som

ikke omfattes av første punktum og som har Norge som hjemstat etter § 5-4 annet ledd.

(4) Dersom et regulert marked har grunn til å anta at det er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptrådt i strid med god forretningsskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelsene i denne lov, skal dette meddeles Kredittilsynet.

§ 15-2. Opplysningsplikt for utstedere og foretak under tilsyn

(1) Verdipapirforetak og oppgjørssentral plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som måtte bli krevet om forhold som angår dets forretning og virksomhet. Tilsvarende gjelder for verdipapirforetaks tilknyttede agenter. Foretaket plikter å fremvise og i tilfelle utlevere til kontroll oppgaver og lydopptak i henhold til § 9-7 og øvrige dokumenter som angår virksomheten.

(2) Dersom det inntreffer forhold som medfører risiko for at foretak som nevnt i første ledd ikke vil kunne oppfylle de fastsatte kapitalkrav, eller det oppstår andre forhold som kan innebære stor risiko knyttet til driften av foretaket, skal foretaket straks gi melding til Kredittilsynet om dette.

(3) Et verdipapirforetak skal i det omfang og på den måten Kredittilsynet bestemmer, melde fra om transaksjoner i finansielle instrumenter som er gjenstand for omsetning på et regulert marked innenfor EØS-området og som er foretatt gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet i en annen EØS-stat.

(4) Kredittilsynet kan uten hinder av taushetsplikt kreve å få de opplysninger det finner påkrevet i sin kontrollvirksomhet fra et verdipapirregister på den måten Kredittilsynet finner hensiktsmessig.

(5) Et foretak plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov vedrørende finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket.

(6) Verdipapirforetak og regulerte markeders revisor plikter på forespørsel å gi Kredittilsynet opplysninger om foretakenes virksomhet.

(7) Utstedere som nevnt i § 15-1 tredje ledd samt deres tillitsvalgte, ansatte og revisor plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger om utsteders forhold som Kredittilsynet krever til gjennomføring av kontroll etter § 15-1 tredje ledd. Utstedere som nevnt, deres tillitsvalgte, ledende ansatte og revisor skal gi melding til Kredittilsynet om finansiell rapportering fra utstederen som de anser ikke gir et rettvisende bilde i overensstemmelse med det relevante regelverket for finansiell rapportering. Opplysnings- og meldeplikt etter dette ledd gjelder uten hinder av taushetsplikt. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om opplysnings- og meldeplikt etter dette ledd, og kan herunder delegere Kredittilsynets myndighet etter første punktum til regulert marked med tillatelse som børs og fastsette at opplysnings- og meldeplikt etter dette ledd skal oppfylles overfor regulert marked med tillatelse som børs.

(8) Kredittilsynet skal gjøre de opplysningspliktige oppmerksom på opplysningspliktens omfang og begrensninger.

§ 15-3 Opplysningsplikt ved mistanke om innsidehandel mv.

(1) Dersom Kredittilsynet har mistanke om overtredelse av kapittel 3, 4 eller 5, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene, kan enhver pålegges å gi de opplysninger Kredittilsynet krever, herunder fremlegge dokumenter, teknisk lagret informasjon og utskrift fra lagringsmedium.

(2) Opplysningsplikten i første ledd gjelder ikke opplysninger som vedkommende ville vært forhindret fra å gi i straffesak. Opplysningsplikten gjelder likevel uten hinder av:

1. lovbestemt taushetsplikt som ellers påhviler ligningsmyndigheter, andre skatte- og avgiftsmyndigheter og myndigheter som har til oppgave å overvåke offentlig regulering av ervervsvirksomhet,
2. taushetsplikt som nevnt i lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 for så vidt gjelder opplysninger om avtalebasert hemmelig telefonnummer eller andre abonnementsopplysninger og elektronisk kommunikasjonsadresse, og
3. taushetsplikt som nevnt i lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 for så vidt gjelder opplysninger om trafikkdata, dersom det er gitt fritak fra slik taushetsplikt. Departementet kan etter anmodning fra Kredittilsynet gi slikt fritak. Ved vurderingen av om fritak skal gis skal det blant annet legges vekt på hensynet til taushetsplikten og sakens opplysning.

(3) Opplysningene innhentet i medhold av denne bestemmelsen kan bare brukes i den sak de er innhentet for. Opplysningene kan kreves gitt skriftlig eller muntlig innen en fastsatt frist og kan nedtegnes eller lagres som lydopptak. Den som innkalles til avhør har rett til å la seg bistå av advokat.

(4) Denne bestemmelsen gjelder selv om det er besluttet bevissikring etter § 15-5 og gis tilsvarende anvendelse der Kredittilsynet anmodes av annen stats myndighet som fører tilsyn som nevnt i kredittilsynsloven, om å innhente opplysninger på bakgrunn av mistanke om tilsvarende overtredelse av vedkommende stats lovgivning.

(5) Enhver har rett til å nekte å svare på spørsmål eller utlevere dokumenter eller gjenstander når svaret eller utleveringen vil kunne utsette vedkommende for straff eller straffelignende sanksjon. Kredittilsynet skal gjøre vedkommende kjent med denne retten.

(6) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innholdet av opplysningsplikten og krav til behandling av overskuddsinformasjon.

(7) Annet ledd nr. 3 gjelder tilsvarende der Kredittilsynet har mistanke om at verdipapirforetak eller regulerte markeder har overtrådt bestemmelser i denne lov eller lov om regulerte markeder.

§ 15-4. Opplysningsplikt overfor børs

Børs kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt. Ved tilsidesettelse av opplysningsplikt gjelder § 14-1.

§ 15-5. Bevissikring

(1) For å søke etter bevis kan Kredittilsynet, når det er rimelig grunn til å anta at bestemmelse i kapittel 3, jf. forskrift gitt i medhold av slik bestemmelse, er overtrådt, eller det er nødvendig for å oppfylle Norges avtaleforpliktelse overfor annen stat, kreve:

1. å få adgang til lokaler, eiendommer og andre oppbevaringssteder hvor det kan finnes bevis for overtredelse,
2. å få adgang til bolig dersom det er særlig grunn til å anta at bevis oppbevares der, og
3. å ta med ting, herunder kopi av dokumenter og annen informasjon og teknisk lagret informasjon som kan ha betydning som bevis for nærmere granskning, og å forsegle forretningslokaler, bøker, forretningspapirer eller teknisk lagringsmedium så lenge undersøkelsen varer og dette anses nødvendig.

(2) Begjæring om adgang til bevissikring fremsettes av Kredittilsynet for tingretten på det sted hvor det mest praktisk kan skje. Retten treffer sin avgjørelse ved beslutning før bevissikringen settes i verk. Den begjæringen retter seg mot, skal ikke varsles om begjæringen eller beslutningen. Kjæremål over beslutningen har ikke oppsettende virkning. Straffeprosessloven §§ 200, 201 første ledd, §§ 117 til 120, jf. §§ 204, 207 til 209, 213 og kapittel 26 og forvaltningsloven § 15 annet og tredje ledd gjelder så langt de passer.

(3) Kredittilsynet kan kreve bistand av politiet for å iverksette beslutning om bevissikring.

(4) Dersom det ikke er tid til å avvente rettens beslutning, kan Kredittilsynet kreve at politiet avstenger områder der bevisene kan være, inntil rettens beslutning foreligger.

(5) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om bevissikring og behandling av overskuddsinformasjon.

§ 15-6. Kredittilsynets taushetsplikt

(1) Kredittilsynet har taushetsplikt etter kredittilsynsloven § 7 første ledd.

(2) Gir kontrollen grunn til å anta at noen er eller vil bli påført tap som følge av at bestemmelser i lov eller i medhold av lov ikke er overholdt, kan Kredittilsynet underrette vedkommende om forholdet.

§ 15-7. Pålegg m.v.

(1) Kredittilsynet kan gi foretak som nevnt i § 15-1 annet ledd pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov. Pålegg om retting kan også gis dersom verdipapirforetak opptrer i strid med interne retningslinjer og instrukser som nevnt i § 9-11. Tilsvarende gjelder dersom den som faktisk leder oppgjørsvirksomheten i oppgjørssentral eller verdipapirforetaks ledelse eller styre ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring som fastsatt i § 13-1 tredje ledd og §§ 9-8 og 9-9.

(2) Første ledd gjelder tilsvarende dersom Kredittilsynet underrettes av tilsynsmyndigheter i annen EØS-stat om at et norsk verdipapirforetak har over-

trådt regler som gjelder for foretakets virksomhet i vedkommende land. Kredittilsynet skal i tilfelle underrette vedkommende myndighet om hvilke pålegg som blir gitt.

(3) Kredittilsynet kan forby verdipapirforetak å drive virksomhet som ikke anses tilfredsstillende regulert i lov, forskrift gitt med hjemmel i lov eller interne retningslinjer og instrukser som nevnt i § 9-11, når virksomheten kan påføre foretaket eller dets kunder uforsvarlig stor risiko. Kredittilsynet kan også gi pålegg om at slik virksomhet bare kan finne sted på bestemte vilkår.

(4) Dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eller en aksjeeier ikke har gitt melding til Kredittilsynet etter § 9-10 første eller annet ledd, eller erverver aksjer i strid med Kredittilsynets vedtak etter § 9-10 tredje ledd, kan Kredittilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves, eller at aksjene skal avhendes, etter fremgangsmåten i lov om regulerte markeder § 3-3 fjerde ledd.

(5) Kredittilsynet kan gi pålegg om å oppfylle opplysnings- og meldeplikt etter § 15-2 sjette ledd. Kredittilsynsloven § 10 annet ledd gjelder tilsvarende.

(6) Dersom Kredittilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov, kan Kredittilsynet pålegge vedkommende å bringe handlingen til opphør. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør.

(7) Kredittilsynet kan gi pålegg om at handel i bestemte finansielle instrumenter skal stoppes midlertidig eller permanent.

§ 15-8. Klagenemnd

(1) Departementet kan i forskrift fastsette at en klagenemnd skal avgjøre klager på vedtak etter bestemmelser gitt i medhold av § 15-1 tredje ledd.

(2) Forvaltningsloven kommer til anvendelse for klagenemndens virksomhet. Departementet kan fastsette nærmere regler om frister, innholdet av klage, tilsvar og muntlig forhandling og om klagenemndens sammensetning og virksomhet.

(3) Klagenemndens utgifter til klagebehandling etter første ledd dekkes av Kredittilsynet og utliknes på regulert marked etter kredittilsynsloven § 9. Departementet fastsetter medlemmenes godtgjørelse.

(4) Det kan kreves gebyr for behandling av klage som angitt i første ledd. Departementet kan gi nærmere regler om når gebyr skal kreves, om gebyrenes størrelse og om innkrevingen.

§ 15-9. Utveksling av informasjon med andre tilsynsmyndigheter

(1) Kredittilsynet skal videreformidle rapporter som er mottatt i henhold til § 10-24 til

1. andre EØS-staters myndigheter, dersom disse er tilsynsmyndighet for det mest relevante marked for de finansielle instrumentene som rapporteringen gjelder,
2. tilsynsmyndighetene i verdipapirforetakets hjemstat, med mindre disse myndighetene ikke ønsker å motta slik informasjon.

(2) Departementet kan gi forskrifter om utveksling av informasjon etter bestemmelsen her, samt om hva som skal anses som det mest relevante marked etter første ledd nr. 1.

Kapittel 16. Tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

§ 16-1. Opplysningsplikt

(1) Kredittilsynet kan til statistisk bruk pålegge verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til § 9-19 å avgi rapporter om sin virksomhet.

(2) Kredittilsynet kan kreve de opplysninger fra verdipapirforetakene som anses nødvendige for å kontrollere at de regler som gjelder for virksomheten her i landet overholdes.

§ 16-2. Stedlig kontroll

(1) Etter forutgående melding til Kredittilsynet kan vedkommende myndighet i verdipapirforetakets hjemstat, i samarbeid med Kredittilsynet, foreta stedlig kontroll i filial etablert i henhold til § 9-19. Etter anmodning fra vedkommende myndighet i hjemstaten kan Kredittilsynet foreta den nevnte kontroll.

(2) Første ledd er ikke til hinder for at Kredittilsynet kan foreta den stedlige kontroll som anses nødvendig for å kontrollere at de regler som gjelder for filialens virksomhet her i landet overholdes.

§ 16-3. Pålegg om retting m.m.

(1) Kredittilsynet skal gi verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til § 9-19 pålegg om retting, herunder opphør av virksomhet her i landet, dersom virksomheten drives i strid med lov eller forskrift.

(2) Kredittilsynet kan treffe tiltak for å hindre nye overtredelser dersom pålegg etter første ledd ikke etterkommes.

(3) Før Kredittilsynet gir pålegg etter første ledd, skal tilsynsmyndighetene i verdipapirforetakets hjemstat varsles, og gis anledning til å treffe tiltak for å bringe det lovstridige forhold til opphør.

(4) Hvis det er nødvendig for å verne interessene til investorer og andre som mottar tjenester fra verdipapirforetaket, kan Kredittilsynet treffe nødvendige tiltak uten slikt varsel som nevnt i tredje ledd.

(5) Dersom et foretak med hovedsete i annen EØS-stat har fått sin tillatelse tilbakekalt, skal Kredittilsynet treffe tiltak for å hindre at foretaket fortsatt yter investeringstjenester her i landet.

Kapittel 17. Sanksjoner

§ 17-1. Daglig mulkt

(1) Regulert marked kan ilegge foretak eller person som forsømmer sine plikter etter kapittel 4 en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

(2) Regulert marked fastsetter mulktens størrelse. Mulkten tilfaller statskassen.

(3) Påløpt mulkt forfaller til betaling ved påkrav og er tvangsgrunnlag for utlegg.

(4) Ved overtredelse av plikter etter kapittel 5 eller forskrifter fastsatt i medhold av kapittel 5, kan prospektmyndigheten pålegge overtredelsesgebyr eller daglig mulkt etter nærmere regler fastsatt av departementet.

§ 17-2. Vinningsavståelse

(1) Dersom det er oppnådd vinning ved en uaktsom eller forsettlig overtredelse av §§ 3-3 første ledd, 3-4, 3-6, 3-7, 3-8, 3-9, 3-10, 8-2 til 8-6, 9-6, 10-2 til 10-4, 10-9 første ledd, 10-13 eller 10-14, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene, kan den som vinningen er tilfalt, pålegges helt eller delvis å avstå denne. Dette gjelder også når den som vinningen tilfaller, er en annen enn lovovertrederen. Kan størrelsen av vinningen ikke godtgjøres, fastsettes beløpet skjønnsmessig.

(2) Dersom vinningen er tilfalt et selskap som inngår i et konsern, hefter selskapets morselskap og morselskapet i det konsern selskapet er en del av, subsidiært for beløpet.

(3) Kredittilsynet kan beslutte vinningsavståelse etter denne paragraf. Beslutning om vinningsavståelse anses ikke som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Vinningsavståelsen skal ha frist for vedtakelse på inntil to måneder. Vedtatt vinningsavståelse er tvangsgrunnlag for utlegg. Dersom vinningsavståelsen ikke vedtas, kan Kredittilsynet innen tre måneder etter utløpet av vedtaksfristen reise sak mot vedkommende i den rettskrets der vedkommende kan saksøkes. Saken følger lov om rettergangsmåten for tvistemål. Megling i forliksrådet er ikke nødvendig.

(4) Det skal gjøres fradrag i kravet om vinningsavståelse for beløp som den ansvarlige ved dom blir tilpliktet å betale tilbake til den skadelidte. Det samme gjelder hvis vedkommende på forhånd har foretatt slik tilbakebetaling og godtgjør at tilbakebetaling har funnet sted. Dersom dom som nevnt i første punktum avsies etter at vinning er avstått, og den ansvarlige ikke har midler til å dekke kravet, skal den avståtte vinning tilbakeføres til skadelidte i den grad det er nødvendig for å betale det i dommen fastsatte beløp.

(5) Kravet om vinningsavståelse foreldes etter ti år. For øvrig får reglene i lov av 18. mai 1979 nr. 18 om foreldelse av fordringer anvendelse så langt de passer.

(6) Dersom overtredelsen behandles av påtalemyndigheten eller retten etter lov av 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker, skal eventuelt krav om vinningsavståelse tas med som inndragningskrav etter straffeloven § 34.

§ 17-3. Straff

(1) Med bøter eller fengsel inntil seks år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 3-3 første ledd eller § 3-8, jf. forskrift gitt i medhold av denne.

(2) Med bøter eller fengsel inntil 1 år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt:

1. overtrer § 3-4, § 3-5, § 3-7, § 3-11, § 4-1, § 7-2, § 7-3. § 7-7, § 7-10, §§ 8-1 til 8-8, § 9-1, § 9-6, § 9-11 første ledd nr. 7, §§ 10-2 til 10-10, § 10-14, § 10-17, § 10-21, § 10-22, § 13-1 første ledd, § 13-5, § 15-2, § 15-3, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene,

2. overtrer § 3-6 dersom det foreligger innsideinformasjon i foretaket,
3. gir villedende eller uriktige opplysninger i prospekt, annonser mv. som nevnt i § 7-13 og § 7-15,
4. overtrer plikten i § 9-11 tredje og fjerde ledd til å oppbevare finansielle instrumenter og midler som tilhører investoren atskilt fra foretakets,
5. unnlater å etterkomme krav etter § 15-5 eller pålegg etter § 15-7, eller
6. grovt eller gjentatte ganger overtrer § 3-9, § 3-10, eller § 10-13, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene.

(3) Med bøter straffes den som grovt eller gjentatte ganger overtrer § 4-2, eller den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 4-3, jf. forskrifter gitt i medhold av disse.

(4) Medvirkning straffes på samme måte. Overtredelse av annet og tredje ledd er forseelse uten hensyn til straffens størrelse.

(5) Påtale finner sted bare når allmenne hensyn krever det.

§ 17-4. Overtredelsesgebyr

(1) Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av § 4-2, jf. forskrift gitt i medhold av denne bestemmelsen, kan Kredittilsynet ilegge overtredelsesgebyr. Medvirkning kan sanksjoneres på samme måte. Det samme gjelder forsøkshandlinger, jf. straffeloven §§ 49 og 50.

(2) Kredittilsynet kan ilegge foretak som nevnt i § 15-1 tredje ledd, overtredelsesgebyr dersom foretakets finansielle rapportering ikke er i samsvar med lov eller forskrift når overtredelsen har skjedd forsettlig eller uaktsomt og ikke er vesentlig. Klage over slikt vedtak følger reglene i § 15-8.

(3) Ved utmåling av overtredelsesgebyr etter første ledd skal det særlig legges vekt på overtredelsens omfang og virkninger, samt graden av utvist skyld. Overtredelsesgebyr tilfaller statskassen.

Del 6. Ikrafttredelse, overgangsregler og endringer i andre lover

Kapittel 18. Ikrafttredelse og overgangsregler

§ 18-1. Ikrafttredelse

Loven trer i kraft fra den tid departementet bestemmer. Departementet kan bestemme at deler av loven trer i kraft til forskjellig tid.

§ 18-2. Overgangsregler

(1) Tillatelser etter lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 6-1, § 7-1 og § 8-2 videreføres. Foretak med slike tillatelser må innrette sin virksomhet etter reglene i loven her fra lovens ikrafttredelse.

(2) Departementet kan gi ytterligere overgangsregler.

Kapittel 19. Endringer i andre lover

§ 19-1. Endringer i andre lover

Fra den tid loven trer i kraft, gjøres følgende endringer i andre lover:

1. Lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) oppheves.
2. I lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond gjøres følgende endringer:

Ny § 1-6 skal lyde:

§ 1-6. Tilknyttede agenter

Forvaltningsselskap kan benytte tilknyttede agenter for å markedsføre sine tjenester samt formidle ordre om andeler i verdipapirfond. Bestemmelsene gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven § 10-20 annet til fjerde ledd gjelder tilsvarende så langt de passer. For forvaltningsselskapets tilknyttede agenter gjelder verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 8.

25.2 Forslag til ny lov om regulerte markeder (børsloven)

Del 1. Innledende bestemmelser

§ 1-1. Lovens formål

Lovens formål er å legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter.

§ 1-2. Lovens virkeområde

(1) Loven gjelder virksomhet som regulert marked, herunder børs, i Norge. Lovens del 3 gjelder kun for børser.

(2) Loven gjelder også virksomhet som norsk regulert marked, herunder børs, driver i utlandet gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet, med mindre annet er fastsatt av departementet.

(3) Kongen gir forskrift om lovens anvendelse på Svalbard og kontinentalsokkelen, og kan fastsette særlige regler under hensyn til de stedlige forhold.

§ 1-3. Regulert marked og børs

(1) Med regulert marked menes foretak som organiserer eller driver et multilateralt system der det legges til rette for regelmessig omsetning og opptak til handel av finansielle instrumenter i samsvar med markedets ufravikelige regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter.

(2) Med børs menes regulert marked med tillatelse etter denne lovs § 3-1.

(3) Foretak som ikke har tillatelse som regulert marked eller børs etter denne lov kan ikke benytte betegnelsen regulert marked eller børs i eller som tillegg til sitt navn, eller ved omtale av sin virksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har tillatelse etter denne loven.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette regler om hva som menes med regulert marked, samt organiseringen og driften av regulert marked.

Del 2. Regulerte markeder

I. Krav om tillatelse mv.

§ 2-1. Tillatelse til å drive virksomhet som regulert marked

Virksomhet som regulert marked kan bare drives av foretak som har tillatelse til dette fra departementet.

§ 2-2. Konsesjonsmyndighet. Søknad om tillatelse

(1) Departementet kan gi tillatelse som regulert marked til foretak som oppfyller kravene i loven her. Søknad om tillatelse som regulert marked skal inneholde de opplysninger som er av betydning for behandling av søknaden og som viser at de lovbestemte krav er oppfylt. Utkast til regler og forretningsvilkår i henhold til § 2-19 tredje ledd skal vedlegges søknaden. Departementet kan be om ytterligere opplysninger.

(2) Vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom ikke søknaden inneholder opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt.

§ 2-3. Bortfall, endring og tilbakekall av tillatelse

(1) Tillatelse etter § 2-2 bortfaller dersom regulert marked kommer under konkursbehandling eller offentlig akkordforhandling.

(2) Departementet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse for regulert marked dersom:

a) foretaket ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å drive virksomhet som regulert marked i mer enn seks måneder,
b) foretaket har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
c) foretaket ikke lenger oppfyller de vilkår som kreves for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital og likviditet,
d) foretaket alvorlig eller systematisk overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,
e) mislige forhold hos foretaket gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
f) foretaket ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 4-4 eller lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. § 4 første ledd nr. 7.

§ 2-4. Sammenslåing og deling av regulert marked mv.

Vedtak om sammenslåing og deling av foretak med tillatelse som regulert marked skal meddeles departementet minst tre måneder før vedtaket gjennomføres. Tilsvarende gjelder ved avhendelse av en vesentlig del av regulert markeds konsesjonspliktige virksomhet. Departementet avgjør i tvilstilfelle om en avhendelse omfatter en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomhet. Departementet kan innen tre måneder fra den dag melding er mottatt nekte sammenslåing, deling eller avhendelse som nevnt i første og annet punktum, sette vilkår for gjennomføring av transaksjonen eller endre den konsesjon som foreligger.

§ 2-5. Virksomhet i utlandet

Norsk regulert marked som skal utøve virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial, skal ha tillatelse fra departementet.

II. Organisasjonsform, organer mv.

§ 2-6. Organisasjonsform

Regulert marked skal være organisert som allmennaksjeselskap.

§ 2-7. Styre og ledelsen

(1) Regulert marked skal ha et styre med minst fem medlemmer. Daglig leder kan ikke være medlem av styret.

(2) Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av regulert marked skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, ha ført en hederlig vandel, og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig adferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte.

(3) Regulert marked skal gi Kredittilsynet melding ved endring av styrets sammensetning og ved skifte av daglig leder eller andre som faktisk deltar i ledelsen av virksomheten. Meldingen skal så vidt mulig gis på forhånd, og inneholde nødvendige opplysninger om kvalifikasjoner og yrkeserfaring, vandel, verv eller stilling i annen virksomhet.

(4) Kredittilsynet kan gi pålegg om at endringer ikke skal iverksettes dersom endringen kan antas å medføre at vilkårene i første og annet ledd ikke oppfylles.

§ 2-8. Internkontroll

(1) Styret skal fastsette retningslinjer for internkontroll, og forvisse seg om at internkontrollen etableres, gjennomføres og dokumenteres på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg. Kredittilsynet kan gi nærmere regler om gjennomføringen av internkontroll.

(2) Daglig leder skal sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres i henhold til lov og forskrifter, samt styrets retningslinjer og pålegg.

§ 2-9. Revisor

Kredittilsynet kan gi nærmere regler om revisors arbeidsoppgaver i regulert marked.

§ 2-10. Organisatoriske krav

Regulert marked skal fastsette interne regler og treffe nødvendige tiltak som sikrer:

a) identifisering og håndtering av interessekonflikter mellom det regulerte markedet eller dets eiere på den ene siden og markedets oppgaver og funksjon på den annen,
b) identifisering og håndtering av signifikante risikoer som virksomheten utsettes for,
c) gjennomsiktige og faste handelsregler og prosedyrer, herunder etablering av objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre, jf. § 2-21, og
d) at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner.

§ 2-11. Taushetsplikt

(1) Tillitsvalgte, ansatte og revisor ved regulert marked plikter å hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i sitt arbeid får vite om andres forretningsmessige eller personlige forhold hvis ikke annet følger av denne eller annen lov. Vedkommende må heller ikke gjøre bruk av slike opplysninger ved ervervsvirksomhet eller ved kjøp og salg av finansielle instrumenter. Bestemmelsene i forvaltningsloven §§ 13a til 13e får tilsvarende anvendelse.

(2) Taushetsplikten gjelder også etter at vedkommende har sluttet i tjenesten eller vervet.

(3) Taushetsplikt etter første og annet ledd i denne bestemmelse er ikke til hinder for at opplysninger gis tilsynsmyndighetene.

(4) Departementet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra taushetsplikten overfor annen annet regulert marked, verdipapirregister, oppgjørssentral, og utenlandske tilsynsmyndigheter.

§ 2-12. Habilitetsregler

(1) Tillitsvalgte og ansatte ved regulert marked må ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål som har slik særlig betydning for egen del eller for noen nærstående at vedkommende må anses for å ha en fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken. Vedkommende må heller ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av noe spørsmål som har fremtredende økonomisk særinteresse for selskap, forening eller annen offentlig eller privat institusjon som vedkommende er knyttet til.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette begrensninger i ansatte og tillitsvalgtes adgang til å ha styreverv eller bierverv i selskap hvis finansielle instrumenter er opptatt til notering og handel på vedkommende børs. Departementet kan fastsette tilsvarende begrensning for ansatte og tillitsvalgte i foretak som inngår i samme konsern som regulert marked.

§ 2-13. Adgangen til å eie finansielle instrumenter m.m.

(1) Regulert marked kan ikke eie finansielle instrumenter som er opptatt til notering og handel på vedkommende marked, eller rettigheter til slike, med unntak av obligasjoner og sertifikater utstedt av en EØS-stat.

(2) Regulert markeds ansatte kan bare erverve eller avhende finansielle instrumenter i den utstrekning det følger av forskrift fastsatt av departementet. Departementet kan i forskrift fastsette begrensninger i tillitsvalgtes adgang til å foreta slike transaksjoner. Departementet kan fastsette forskrift om at ansatte og tillitsvalgte skal melde til det regulerte markedet eller Kredittilsynet egne handler og handler foretatt av nærstående. Reglene i annet og tredje punktum gjelder tilsvarende for ansatte og tillitsvalgte i foretak som inngår i samme konsern som regulert marked.

III. Eier- og kapitalforhold mv.

§ 2-14. Eierbegrensninger

(1) Erverv av betydelig eierandel i regulert marked kan bare gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Kredittilsynet.

(2) Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Likt med vedkommende aksjeeiers egne aksjer regnes i denne sammenheng aksjer som eies av aksjeeiere som nevnt i § 2-15 nedenfor.

(3) Kredittilsynet skal innen tre måneder fra den dag melding som nevnt i tredje ledd er mottatt, nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

(4) Ved avhendelse av eierandel som medfører at eierandelens størrelse kommer under grensene som nevnt i annet ledd, skal det gis melding til Kredittilsynet.

§ 2-15. Konsolidering

(1) Likt med aksjeeierens egne aksjer regnes i forhold til reglene i § 2-14 de aksjer som eies eller overtas av aksjeeiernes nærstående, jf. verdipapirhandelloven § 2-7.

(2) Departementet avgjør i tvilstilfelle om aksjer som aksjeeieren ikke eier skal likestilles med egne aksjer etter reglene i første ledd.

§ 2-16. Opptak til notering av finansielle instrumenter utstedt av regulert marked

(1) Regulert marked kan ikke oppta til notering omsettelige verdipapirer utstedt av det regulerte markedet, eller finansielle instrumenter knyttet til slike.

(2) Departementet kan gi samtykke til at et regulert marked opptar til notering omsettelige verdipapirer som er utstedt av et foretak som inngår i konsernforhold med vedkommende marked eller finansielle instrumenter knyttet til slike. Det kan stilles vilkår for slikt samtykke, herunder at slikt foretak skal underlegges særlig tilsyn fra Kredittilsynet, samt at foretaket skal ha opplysningsplikt overfor Kredittilsynet.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om prosedyrer, beslutning og kontroll vedrørende slikt opptak, om løpende notering og om tilsyn med utsteder og det regulerte markedet.

§ 2-17. Krav til ansvarlig kapital

(1) Regulert marked skal til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i foretaket.

(2) Ved vurderingen av foretakets risiko skal det blant annet tas hensyn til virksomhetsrisiko, kontraktsrisiko, operasjonell risiko og annen særlig risiko som foretakets virksomhet er eksponert for.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om hva som skal regnes som foretakets ansvarlige kapital, samt om minstekrav til ansvarlig kapital.

§ 2-18. Likviditetskrav

Regulert marked skal ha en beholdning av likvide midler, eller tilgang på slike, som anses betryggende ut fra foretakets virksomhet og situasjon. Departementet kan gi nærmere regler om beregning av likvide midler og om hva som kan anses som betryggende beholdning.

IV. Virksomhetsregler

§ 2-19. Generelle krav til virksomheten

(1) Regulert markeds virksomhet skal drives med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører samt for å sikre at markedet har god gjennomsiktighet og at kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi.

(2) Regulert marked skal ha de systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet, informasjonsgivning og markedsovervåking som er nødvendige i forhold til den måten virksomheten er organisert på.

(3) Et regulert markeds regler og forretningsvilkår, og endringer i disse, skal innsendes til Kredittilsynet. Kredittilsynet kan kreve disse endret dersom de ikke oppfyller lov eller forskrift. Kredittilsynet kan fastsette frist for innsending av endring og tillegg i regler og forretningsvilkår før endringen eller tillegget settes i verk.

§ 2-20. Virksomhetsbegrensninger

(1) I tillegg til virksomhet som regulert marked kan regulert marked bare drive virksomhet som har naturlig sammenheng med markedsplassvirksomhet og som ikke svekker tilliten til markedsplassens integritet og uavhengighet. Departementet avgjør i tvilstilfelle om vilkårene i første punktum er oppfylt.

(2) Dersom et regulert marked driver oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven kapittel 6 må virksomheten drives i eget foretak. Departementet kan i forskrift eller enkeltvedtak gjøre unntak fra bestemmelsen i første punktum.

(3) Kredittilsynet kan pålegge regulert marked som driver annen virksomhet, å drive denne i et eget foretak.

§ 2-21. Opptak og handel av finansielle instrumenter mv.

(1) Regulert marked skal ha gjennomsiktige og klare regler om opptak av finansielle instrumenter til handel.

(2) Regler fastsatt i medhold av første ledd skal sørge for at finansielle instrumenter kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måte, samt at omsettelige verdipapirer, jf. verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd, er fritt omsettelige. Ved opptak av derivater til handel skal reglene sørge for at derivatkontraktene er utformet på en måte slik at de sikrer korrekt prisdannelse og effektive oppgjørsbetingelser.

(3) Regulert marked skal ha ordninger for å påse at utstedere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til handel, oppfyller sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven kapittel 5 og 7.

(4) Regulert marked skal ha ordninger for å lette medlemmers tilgang til opplysninger som offentliggjøres i medhold av verdipapirhandelloven kapittel 5 og 7.

(5) Regulert marked skal ha ordninger for regelmessig å påse at vilkårene for opptak til handel av finansielle instrumenter, oppfylles.

(6) Regulert marked kan uten utsteders samtykke ta opp til handel omsettelige verdipapirer som allerede er tatt opp til handel på et annet regulert marked, forutsatt at reglene i verdipapirhandelloven kapittel 7 oppfylles. Slik utsteder skal gis melding av det regulerte markedet om at opptak til handel finner sted, og ikke underlegges informasjonsforpliktelser som følge av opptaket.

(7) Regulert marked kan kreve at utsteder av finansielle instrumenter som er eller søkes tatt opp til handel, utstederes tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir regulert marked de opplysninger som er nødvendig for at markedet skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter. Første punktum gjelder tilsvarende for annen person som har søkt om opptak til handel av finansielle instrumenter.

(8) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om opptak av finansielle instrumenter til handel.

§ 2-22. Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter

(1) Regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak til handel eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Et finansielt instrument kan likevel ikke suspenderes eller strykes hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.

(2) Regulert marked som suspenderer eller stryker et finansielt instrument fra handel skal umiddelbart offentliggjøre og gi Kredittilsynet opplysninger om dette.

(3) Kredittilsynet kan beslutte at et regulert marked skal suspendere eller stryke et finansielt instrument i medhold av første ledd.

(4) Departementet kan gi nærmere regler om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter.

§ 2-23. Medlemskap på regulert marked

(1) Regulert marked skal ha gjennomsiktige og ikke-diskriminerende regler basert på objektive

kriterier om medlemskap på markedet. Bare medlemmer opptatt av vedkommende regulerte marked kan delta i handelen som organiseres av markedet.

(2) Reglene nevnt i første ledd skal beskrive et medlems forpliktelser som følger av:
a) reguleringen av og virksomheten til det regulerte markedet,
b) handelsreglene til markedet,
c) profesjonelle standarder for ansatte i verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner som operer på markedet,
d) vilkårene som gjelder for medlemmer som ikke er verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner etter tredje ledd, og
e) regler og prosedyrer for oppgjør av transaksjoner som gjelder på markedet.

(3) Regulert marked kan oppta verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og andre som medlem. Medlemmet skal ha en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, tilstrekkelige tekniske systemer og for øvrig anses skikket til å delta i handelen i forhold til de forpliktelser medlemskapet innebærer.

(4) Kravene i verdipapirhandelloven §§ 10-13, 10-15, og 10-16 gjelder ikke for transaksjoner som sluttes mellom medlemmer på et regulert marked. Kravene i verdipapirhandelloven §§ 10-13, 10-15, og 10-16 gjelder imidlertid overfor medlemmers kunder.

(5) Regulert marked skal gi foretak med hovedkontor i annen EØS-stat som har tillatelse til å yte investeringstjenester, adgang til medlemskap på like vilkår som andre medlemmer.

(6) Regulert marked skal gi Kredittilsynet melding hvis det har til hensikt å etablere ordninger i annet EØS-land som kan lette fjernmedlemmers adgang til og mulighet for å handle på markedet. Kredittilsynet skal innen én måned gi opplysningene til tilsynsmyndigheten i det andre EØS-landet.

(7) Medlem på regulert marked samt tillitsvalgte og ansatte hos medlem er uten hinder av taushetsplikt forpliktet til å gi vedkommende regulerte marked de opplysninger som er nødvendig for at den skal kunne oppfylle sine plikter etter denne lov og annen lovgivning.

(8) Departementet kan fastsette nærmere regler om vilkår for medlemskap og medlemmers forpliktelser.

§ 2-24. Markedsovervåking

(1) Regulert marked skal etablere effektive ordninger og prosedyrer som sikrer en regelmessig overvåking av medlemmers etterlevelse av markedets egne regler. Regulerte markeder skal overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på markedets egne regler, rettsstridige handelsforhold og brudd på reglene i verdipapirhandelloven kapittel 3.

(2) Regulert marked skal umiddelbart gi melding til Kredittilsynet ved mistanke om vesentlige brudd på markedets egne regler, rettsstridige handelsforhold og brudd på reglene i verdipapirhandelloven kapittel 3. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om markedsovervåkingen.

(3) Regulert marked kan kreve at verdipapirregister og oppgjørssentral uten hinder av taushetsplikt gir slike opplysninger som er nødvendige for at markedet skal kunne oppfylle sine plikter etter første og annet ledd. Opplysningene kan ikke benyttes til andre formål. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om opplysningsplikten etter dette ledd, herunder om innskrenkninger i denne og om det formål opplysningene kan benyttes til, samt om og i hvilken utstrekning det skal kunne kreves betaling for kostnader ved utlevering av opplysninger.

§ 2-25. Offentliggjøring av opplysninger om ordre mv.

(1) Regulert marked skal offentliggjøre kjøps- og salgstilbud i aksjer, herunder ordredybde på ulike prisnivåer, som legges inn i markedets handelssystem. Opplysningene skal på rimelige kommersielle vilkår offentliggjøres løpende i løpet av handelsdagen.

(2) Regulert marked kan på rimelige kommersielle vilkår og ikke-diskriminerende basis, gi verdipapirforetak som omfattes av verdipapirhandelloven § 10-23 tilgang til de ordningene som benyttes for offentliggjøring av opplysningene nevnt i første ledd.

(3) Kredittilsynet kan frita regulert marked fra sine forpliktelser etter første ledd.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre mv., herunder at det skal gis opplysninger om andre

finansielle instrumenter enn aksjer, samt om Kredittilsynets fritaksadgang etter tredje ledd. Til utfylling av første ledd med forskrifter skal regulert marked fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om ordre mv.

§ 2-26. Offentliggjøring av opplysninger om handler mv.

(1) Regulert marked skal offentliggjøre pris, volum og tidspunkt for transaksjoner i aksjer opptatt til handel på vedkommende marked. Opplysningene skal på rimelige kommersielle vilkår offentliggjøres så raskt som mulig etter gjennomføring av transaksjonene.

(2) Regulert marked kan på rimelige kommersielle vilkår og ikke-diskriminerende basis, gi verdipapirforetak som omfattes av verdipapirhandelloven § 10-24 tilgang til de ordningene som benyttes for offentliggjøring av opplysningene nevnt i første ledd.

(3) Kredittilsynet kan gi regulert marked adgang til å utsette offentliggjøring etter første ledd.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om handler mv., herunder at det skal gis opplysninger om andre finansielle instrumenter enn aksjer, samt om Kredittilsynets fritaksadgang etter tredje ledd. Til utfylling av første ledd med forskrifter skal regulert marked fastsette regler om offentliggjøring av opplysninger om handler mv.

§ 2-27. Løpende mulkt

Regulert marked kan pålegge et foretak eller en person som ikke oppfyller sin opplysningsplikt etter denne lov §§ 2-21 åttende ledd og 2-24 fjerde ledd, jf. forskrift gitt i medhold av disse, en daglig løpende mulkt inntil opplysningsplikten er oppfylt. Pålegg om mulkt er tvangsgrunnlag for utlegg. Departementet kan gi nærmere regler om ileggelse av løpende mulkt.

§ 2-28. Overtredelsesgebyr

Ved brudd på denne lov, forskrifter gitt i medhold av denne lov eller vesentlige brudd på regulert markeds regler og forretningsvilkår, kan regulert marked pålegge utsteder av finansielle instrumenter notert på vedkommende regulerte marked eller medlemmer å betale et overtredelsesgebyr. Departementet kan gi nærmere regler om ileggelse av overtredelsesgebyr.

§ 2-29. Forvaltningslovens anvendelse på avgjørelser truffet av regulert marked

Departementet kan i forskrift fastsette i hvilken utstrekning forvaltningsloven skal gjelde når regulert marked treffer avgjørelser. Departementet kan fastsette nærmere regler om saksbehandlingen.

Del 3. Børser

I. Krav om tillatelse mv.

§ 3-1. Tillatelse til å drive virksomhet som børs mv.

(1) Virksomhet som børs kan bare drives av foretak som har tillatelse til dette fra departementet.

(2) Vedtektene og endringer i disse skal forelegges departementet til godkjennelse. Departementet kan gi forskrift om innhold og godkjenning av børsers vedtekter.

(3) Vedtak om avhendelse av en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring.

II. Opptak til notering, eierbegrensinger mv.

§ 3-2. Børsnotering av finansielle instrumenter

(1) Finansielle instrumenter kan opptas til børsnotering etter reglene i § 2-21, jf. forskrift gitt i medhold av denne, og børsens egne regler dersom vedkommende børs finner at de finansielle instrumentene er egnet for dette og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om børsnotering av finansielle instrumenter.

§ 3-3. Eierbegrensninger

(1) Ingen kan eie aksjer som representerer mer enn 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs. Likestilt med aksjeeie regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som reelt erverv av aksjene. Departementet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra reglene i leddet her.

(2) Begrensningene i første ledd er ikke til hinder for at en børs eies 100 prosent av et foretak med hovedkontor i Norge som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte eierinteresser i datterselskaper, og datterselskapene ikke driver annen virksomhet enn børsvirksomhet eller virksomhet som har naturlig sammenheng med dette. Første ledd gjelder tilsvarende for slike foretak.

(3) Departementet kan gi tillatelse til at norsk eller utenlandsk børs eller annet foretak kan ha eierandeler svarende til inntil 25 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs som ledd i en strategisk samarbeidsavtale mellom foretakene vedrørende børsvirksomheten, når dette er vedtatt av generalforsamlingen i den eide børsen med flertall som for vedtektsendring, så lenge avtalen gjelder.

(4) Dersom en aksjeeier besitter aksjer i strid med reglene i paragrafen her kan departementet fastsette frist for å bringe eierforholdet i overensstemmelse med loven. Dersom denne fristen overskrides, kan departementet selge aksjene etter reglene om tvangssalg av omsettelige verdipapirer så langt de passer. Tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6 jf. § 8-16 kommer ikke til anvendelse. Vedkommende aksjeeier skal varsles om at tvangssalg vil bli foretatt to uker før salg foretas.

(5) Inntil nedsalg eller tvangssalg har funnet sted kan aksjeeieren for den del av aksjene som overstiger tillatt nivå, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

§ 3-4. Stemmerettsbegrensninger

(1) På generalforsamlingen i børs kan ingen stemme for mer enn 10 prosent av stemmene i foretaket eller for mer enn 20 prosent av de stemmer som er representert på generalforsamlingen.

(2) Reglene i denne paragraf gjelder ikke på generalforsamling i børs som omfattes av bestemmelsene i § 3-3 første ledd tredje punktum, og annet og tredje ledd.

§ 3-5. Konsolidering

(1) Likt med aksjeeierens egne aksjer regnes i forhold til reglene i § 3-3 og § 3-4 de aksjer som eies eller overtas av aksjeeiernes nærstående, jf. verdipapirhandelloven § 2-7.

(2) Departementet avgjør i tvilstilfelle om aksjer som aksjeeieren ikke eier skal likestilles med egne aksjer etter reglene i første ledd.

§ 3-6. Kontrollkomité

Departementet kan i forskrift fastsette regler om at børs skal ha kontrollkomité, herunder om kontrollkomiteens sammensetning, oppgaver, instruks, melding til Kredittilsynet mv.

§ 3-7. Stans i handel

Departementet kan i ekstraordinære situasjoner vedta at all notering og handel ved børs skal stanses. Så vidt mulig skal børsens og Kredittilsynets uttalelse innhentes før beslutning fattes. Dersom departementets vedtak ikke kan avventes, kan Kredittilsynet treffe slik avgjørelse. Dersom Kredittilsynets vedtak ikke kan avventes, kan børs treffe slik avgjørelse.

§ 3-8. Forvaltningslovens anvendelse på avgjørelser truffet av børs

Når børs treffer avgjørelser etter denne lov §§ 2-22, 2-23, 2-27, 2-28 og 3-2, samt verdipapirhandelloven kapittel 6, skal forvaltningslovens kap. III, IV, V, VI og VIII, med unntak av § 13, få anvendelse. Departementet kan fastsette nærmere regler om saksbehandlingen.

III. Klagenemnd, søksmålsadgang mv.

§ 3-9. Oppnevning av klagenemnd og kompetanse mv.

(1) Departementet kan oppnevne en egen klagenemnd for å avgjøre klager på slike vedtak som nevnt i § 3-8. Klagenemnden skal ha en leder og en nestleder som begge skal ha juridisk embetseksamen. Departementet kan i forskrift fastsette at også andre vedtak fattet av børs enn de som er nevnt i § 3-8 skal kunne påklages, og fastsette unntak fra klageadgangen. Departementet kan i forskrift fastsette i hvilken utstrekning avgjørelser truffet av annet regulert marked kan bringes inn for klagenemnden.

(2) I tvister mellom private parter som har tilknytning til de børsnoterte selskaper eller børsomsetningen eller tilsvarende tilknytning til en autorisert markedsplass, kan partene avtale at klagenemnden skal opptre som voldgiftsrett etter nærmere regler fastsatt av departementet i forskrift.

(3) Forvaltningsloven kommer til anvendelse for klagenemndens virksomhet. Departementet kan fastsette nærmere regler om frister, innholdet av klage, tilsvar og muntlig forhandling og om klagenemndens sammensetning og virksomhet. Slike regler kan utfylle, supplere eller avvike fra regler gitt i eller i medhold av denne lov.

§ 3-10. Dekning av klagenemndens utgifter

(1) Klagenemndens utgifter dekkes av børser og andre regulerte markeder etter fordeling fastsatt

av departementet etter forslag fra klagenemnden. Departementet fastsetter medlemmenes godtgjørelse.

(2) Det kan kreves gebyr for behandling av klage som angitt i § 3-9 første ledd. Departementet kan gi nærmere regler om når gebyr skal kreves, om gebyrenes størrelse og om innkrevingen.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om når en part kan bli tilkjent saksomkostninger fra det offentlige og om en parts rett til dekning av saksomkostninger fra andre parter.

§ 3-11. Søksmålsadgang

(1) Søksmål mot vedtak som omhandlet i § 3-8 kan ikke reises før klageadgangen er utnyttet. Klagenemnden kan i særlige tilfeller gjøre vedtak om at det likevel kan reises søksmål mot avgjørelsen. Frist for søksmål er 6 måneder fra det tidspunkt klagen er avgjort eller tillatelse til søksmål er gitt.

(2) Søksmål mot vedtak truffet av en børs eller annet regulert marked reises mot vedkommende foretak. Staten kan på ethvert trinn tre inn i saken som hjelpeintervenient og kan etter avtale med børsen eller det regulerte markedet overta saken.

Del 4. Tilsyn og sanksjoner

§ 4-1. Tilsynsmyndighet

Kredittilsynet forestår tilsyn med regulerte markeder.

§ 4-2. Opplysningsplikt overfor Kredittilsynet

(1) Regulert marked og selskap i samme konsern, har plikt til å gi de opplysninger som Kredittilsynet krever om forhold som angår foretakets virksomhet, herunder bistå Kredittilsynet ved mistanker om brudd på verdipapirhandelloven kapittel 3, samt til å fremvise og utlevere til Kredittilsynet dokumentasjon som angår virksomheten. Opplysningene og bistanden skal gis uten kostnad for Kredittilsynet.

(2) Dersom det inntreffer forhold som medfører risiko for at regulert marked ikke vil kunne oppfylle de fastsatte krav til ansvarlig kapital og likviditet, eller det oppstår andre forhold som kan innebære betydelig risiko knyttet til driften av foretaket, skal foretaket straks gi melding til Kredittilsynet om dette.

(3) Utsteder av finansielle instrumenter som er børsnotert eller opptatt til handel på et regulert marked, plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov vedrørende de finansielle instrumentene. Medlem på regulert marked samt tillitsvalgte og ansatte hos børsmedlem plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendig for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov vedrørende medlemskapet eller deltagelsen i handel på regulert marked.

§ 4-3. Innskrenking av Kredittilsynets taushetsplikt

Dersom Kredittilsynet gjennom sitt tilsyn med regulerte markeder får grunn til å anta at noen er eller vil bli påført tap som følge av at bestemmelser i lov eller i medhold av lov ikke er overholdt, kan Kredittilsynet uten hinder av lovbestemt taushetsplikt underrette vedkommende om forholdet.

§ 4-4. Pålegg fra Kredittilsynet

(1) Kredittilsynet kan gi regulert marked pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller bestemmelser gitt med hjemmel i lov eller egne regler og forretningsvilkår. Tilsvarende gjelder dersom foretakets ledelse eller styremedlemmer ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring som fastsatt i § 2-7 annet ledd.

(2) Dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eller en aksjeeier ikke har gitt melding til Kredittilsynet etter § 2-14 tredje ledd, eller erverver aksjer i strid med Kredittilsynets vedtak etter § 2-14 fjerde ledd, kan Kredittilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves.

§ 4-5. Straff

(1) Med bøter straffes den som forsettlig eller uaktsomt driver virksomhet som regulert marked uten tillatelse etter § 2-1 første ledd, eller benytter betegnelsen regulert marked eller børs i strid med § 2-1 annet ledd.

(2) Den som forsettlig eller uaktsomt tilsidesetter sin opplysningsplikt etter § 2-21 syvende ledd eller § 2-23 straffes med bøter eller fengsel inntil 1 år eller begge deler. Foreligger det særlig skjerpende omstendigheter kan fengsel inntil 3 år anvendes.

(3) Tillitsvalgte eller ansatte ved regulert marked som forsettlig eller uaktsomt overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov, straffes med bøter eller under særlig skjerpende omstendigheter med fengsel inntil 1 år eller begge deler hvis ikke handlingen går inn under noen strengere straffebestemmelse.

(4) Medvirkning straffes på samme måte.

Del 5. Ikrafttredelse og overgangsregler, endringer i andre lover

§ 5-1. Ikrafttredelse

Loven trer i kraft fra den tid departementet bestemmer. Departementet kan bestemme at deler av loven trer i kraft til forskjellig tid.

§ 5-2. Overgangsregler

(1) Tillatelser gitt etter lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. § 2-1 videreføres. Foretak med slike tillatelser må innrette sin virksomhet etter reglene i loven her og i lov om verdipapirhandel fra lovens ikrafttredelse.

(2) Departementet kan gi ytterligere overgangsregler.

§ 5-3. Endringer i andre lover

Fra den tid loven trer i kraft, gjøres følgende endringer i andre lover:

1. Lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. oppheves.

Vedlegg 1

Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC

THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION,
Having regard to the Treaty establishing the European Community, and in particular Article 47(2) thereof,

Having regard to the proposal from the Commission[1],

Having regard to the Opinion of the European Economic and Social Committee[2],

Having regard to the opinion of the European Central Bank[3],

Acting in accordance with the procedure laid down in Article 251 of the Treaty[4],

Whereas:

(1) Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field[5] sought to establish the conditions under which authorised investment firms and banks could provide specified services or establish branches in other Member States on the basis of home country authorisation and supervision. To this end, that Directive aimed to harmonise the initial authorisation and operating requirements for investment firms including conduct of business rules. It also provided for the harmonisation of some conditions governing the operation of regulated markets.

(2) In recent years more investors have become active in the financial markets and are offered an even more complex wide-ranging set of services and instruments. In view of these developments the legal framework of the Community should encompass the full range of investor-oriented activities. To this end, it is necessary to provide for the degree of harmonisation needed to offer investors a high level of protection and to allow investment firms to provide services throughout the Community, being a Single Market, on the basis of home country supervision. In view of the preceding, Directive 93/22/EEC should be replaced by a new Directive.

(3) Due to the increasing dependence of investors on personal recommendations, it is appropriate to include the provision of investment advice as an investment service requiring authorisation.

(4) It is appropriate to include in the list of financial instruments certain commodity derivatives and others which are constituted and traded in such a manner as to give rise to regulatory issues comparable to traditional financial instruments.

(5) It is necessary to establish a comprehensive regulatory regime governing the execution of transactions in financial instruments irrespective of the trading methods used to conclude those transactions so as to ensure a high quality of execution of investor transactions and to uphold the integrity and overall efficiency of the financial system. A coherent and risk-sensitive framework for regulating the main types of order-execution arrangement currently active in the European financial marketplace should be provided for. It is necessary to recognise the emergence of a new generation of organised trading systems alongside regulated markets which should be subjected to obligations designed to preserve the efficient and orderly functioning of financial markets. With a view to establishing a proportionate regulatory framework provision should be made for the inclusion of a new investment service which relates to the operation of an MTF.

(6) Definitions of regulated market and MTF should be introduced and closely aligned with each

[1] OJ C 71 E, 25.3.2003, p. 62.
[2] OJ C 220, 16.9.2003, p. 1
[3] OJ C 144, 20.6.2003, p. 6
[4] Opinion of the European Parliament of 25 September 2003 (not yet published in the Official Journal), Council Common Position of 8 December 2003 (OJ C 60 E, 9.3.2004, p. 1), Position of the European Parliament of 30 March 2004 (not yet published in the Official Journal) and Decision of the Council of 7 April 2004.
[5] OJ L 141, 11.6.1993, p. 27. Directive as last amended by Directive 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 35, 11.2.2003, p. 1).

other to reflect the fact that they represent the same organised trading functionality. The definitions should exclude bilateral systems where an investment firm enters into every trade on own account and not as a riskless counterparty interposed between the buyer and seller. The term "system" encompasses all those markets that are composed of a set of rules and a trading platform as well as those that only function on the basis of a set of rules. Regulated markets and MTFs are not obliged to operate a "technical" system for matching orders. A market which is only composed of a set of rules that governs aspects related to membership, admission of instruments to trading, trading between members, reporting and, where applicable, transparency obligations is a regulated market or an MTF within the meaning of this Directive and the transactions concluded under those rules are considered to be concluded under the systems of a regulated market or an MTF. The term "buying and selling interests" is to be understood in a broad sense and includes orders, quotes and indications of interest. The requirement that the interests be brought together in the system by means of non-discretionary rules set by the system operator means that they are brought together under the system's rules or by means of the system's protocols or internal operating procedures (including procedures embodied in computer software). The term "non-discretionary rules" means that these rules leave the investment firm operating an MTF with no discretion as to how interests may interact. The definitions require that interests be brought together in such a way as to result in a contract, meaning that execution takes place under the system's rules or by means of the system's protocols or internal operating procedures.

(7) The purpose of this Directive is to cover undertakings the regular occupation or business of which is to provide investment services and/or perform investment activities on a professional basis. Its scope should not therefore cover any person with a different professional activity.

(8) Persons administering their own assets and undertakings, who do not provide investment services and/or perform investment activities other than dealing on own account unless they are market makers or they dealon own account outside a regulated market or an MTF on an organised, frequent and systematic basis, by providing a system accessible to third parties in order to engage in dealings with them should not be covered by the scope of this Directive.

(9) References in the text to persons should be understood as including both natural and legal persons.

(10) Insurance or assurance undertakings the activities of which are subject to appropriate monitoring by the competent prudential-supervision authorities and which are subject to Council Directive 64/225/EEC of 25 February 1964 on the abolition of restrictions on freedom of establishment and freedom to provide services in respect of reinsurance and retrocession[6], First Council Directive 73/239/EEC of 24 July 1973 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the taking up and pursuit of direct insurance other than life assurance[7] and Council Directive 2002/83/EC of 5 November 2002 concerning life assurance[8] should be excluded.

(11) Persons who do not provide services for third parties but whose business consists in providing investment services solely for their parent undertakings, for their subsidiaries, or for other subsidiaries of their parent undertakings should not be covered by this Directive.

(12) Persons who provide investment services only on an incidental basis in the course of professional activity should also be excluded from the scope of this Directive, provided that activity is regulated and the relevant rules do not prohibit the provision, on an incidental basis, of investment services.

(13) Persons who provide investment services consisting exclusively in the administration of employee-participation schemes and who therefore do not provide investment services for third parties should not be covered by this Directive.

(14) It is necessary to exclude from the scope of this Directive central banks and other bodies performing similar functions as well as public bodies charged with or intervening in the management of the public debt, which concept covers the investment thereof, with the exception of bodies that are partly or wholly State-owned the role of which is commercial or linked to the acquisition of holdings.

(15) It is necessary to exclude from the scope of this Directive collective investment undertakings and pension funds whether or not coordinated at Community level, and the depositaries or managers of such undertakings, since they are

[6] OJ 56, 4.4.1964, p. 878/64. Directive as amended by the 1972 Act of Accession.
[7] OJ L 228, 16.8.1973, p. 3. Directive as last amended by Directive 2002/87/EC.
[8] OJ L 345, 19.12.2002, p. 1.

subject to specific rules directly adapted to their activities.

(16) In order to benefit from the exemptions from this Directive the person concerned should comply on a continuous basis with the conditions laid down for such exemptions. In particular, if a person provides investment services or performs investment activities and is exempted from this Directive because such services or activities are ancillary to his main business, when considered on a group basis, he should no longer be covered by the exemption related to ancillary services where the provision of those services or activities ceases to be ancillary to his main business.

(17) Persons who provide the investment services and/or perform investment activities covered by this Directive should be subject to authorisation by their home Member States in order to protect investors and the stability of the financial system.

(18) Credit institutions that are authorised under Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council of 20 March 2000 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions[9] should not need another authorisation under this Directive in order to provide investment services or perform investment activities. When a credit institution decides to provide investment services or perform investment activities the competent authorities, before granting an authorisation, should verify that it complies with the relevant provisions of this Directive.

(19) In cases where an investment firm provides one or more investment services not covered by its authorisation, or performs one or more investment activities not covered by its authorisation, on a non-regular basis it should not need an additional authorisation under this Directive.

(20) For the purposes of this Directive, the business of the reception and transmission of orders should also include bringing together two or more investors thereby bringing about a transaction between those investors.

(21) In the context of the forthcoming revision of the Capital Adequacy framework in Basel II, Member States recognise the need to re-examine whether or not investment firms who execute client orders on a matched principal basis are to be regarded as acting as principals, and thereby be subject to additional regulatory capital requirements.

(22) The principles of mutual recognition and of home Member State supervision require that the Member States' competent authorities should not grant or should withdraw authorisation where factors such as the content of programmes of operations, the geographical distribution or the activities actually carried on indicate clearly that an investment firm has opted for the legal system of one Member State for the purpose of evading the stricter standards in force in another Member State within the territory of which it intends to carry on or does carry on the greater part of its activities. An investment firm which is a legal person should be authorised in the Member State in which it has its registered office. An investment firm which is not a legal person should be authorised in the Member State in which it has its head office. In addition, Member States should require that an investment firm's head office must always be situated in its home Member State and that it actually operates there.

(23) An investment firm authorised in its home Member State should be entitled to provide investment services or perform investment activities throughout the Community without the need to seek a separate authorisation from the competent authority in the Member State in which it wishes to provide such services or perform such activities.

(24) Since certain investment firms are exempted from certain obligations imposed by Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions[10], they should be obliged to hold either a minimum amount of capital or professional indemnity insurance or a combination of both. The adjustments of the amounts of that insurance should take into account adjustments made in the framework of Directive 2002/92/EC of the European Parliament and of the Council of 9 December 2002 on insurance mediation[11]. This particular treatment for the purposes of capital adequacy should be without prejudice to any decisions regarding the appropriate treatment of these firms under future changes to Community legislation on capital adequacy.

(25) Since the scope of prudential regulation should be limited to those entities which, by virtue of running a trading book on a professional basis, represent a source of counterparty risk to other market participants, entities which deal on own account in financial instruments, including those commodity derivatives covered by this Directive, as well as those that provide investment services in

[9] OJ L 126, 26.5.2000, p. 1. Directive as last amended by Directive 2002/87/EC.

[10] OJ L 141, 11.6.1993, p. 1. Directive as last amended by Directive 2002/87/EC.

[11] OJ L 9, 15.1.2003, p. 3.

commodity derivatives to the clients of their main business on an ancillary basis to their main business when considered on a group basis, provided that this main business is not the provision of investment services within the meaning of this Directive, should be excluded from the scope of this Directive.

(26) In order to protect an investor's ownership and other similar rights in respect of securities and his rights in respect of funds entrusted to a firm those rights should in particular be kept distinct from those of the firm. This principle should not, however, prevent a firm from doing business in its name but on behalf of the investor, where that is required by the very nature of the transaction and the investor is in agreement, for example stock lending.

(27) Where a client, in line with Community legislation and in particular Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements[12], transfers full ownership of financial instruments or funds to an investment firm for the purpose of securing or otherwise covering present or future, actual or contingent or prospective obligations, such financial instruments or funds should likewise no longer be regarded as belonging to the client.

(28) The procedures for the authorisation, within the Community, of branches of investment firms authorised in third countries should continue to apply to such firms. Those branches should not enjoy the freedom to provide services under the second paragraph of Article 49 of the Treaty or the right of establishment in Member States other than those in which they are established. In view of cases where the Community is not bound by any bilateral or multilateral obligations it is appropriate to provide for a procedure intended to ensure that Community investment firms receive reciprocal treatment in the third countries concerned.

(29) The expanding range of activities that many investment firms undertake simultaneously has increased potential for conflicts of interest between those different activities and the interests of their clients. It is therefore necessary to provide for rules to ensure that such conflicts do not adversely affect the interests of their clients.

(30) A service should be considered to be provided at the initiative of a client unless the client demands it in response to a personalised communication from or on behalf of the firm to that particular client, which contains an invitation or is intended to influence the client in respect of a specific financial instrument or specific transaction. A service can be considered to be provided at the initiative of the client notwithstanding that the client demands it on the basis of any communication containing a promotion or offer of financial instruments made by any means that by its very nature is general and addressed to the public or a larger group or category of clients or potential clients.

(31) One of the objectives of this Directive is to protect investors. Measures to protect investors should be adapted to the particularities of each category of investors (retail, professional and counterparties).

(32) By way of derogation from the principle of home country authorisation, supervision and enforcement of obligations in respect of the operation of branches, it is appropriate for the competent authority of the host Member State to assume responsibility for enforcing certain obligations specified in this Directive in relation to business conducted through a branch within the territory where the branch is located, since that authority is closest to the branch, and is better placed to detect and intervene in respect of infringements of rules governing the operations of the branch.

(33) It is necessary to impose an effective "best execution" obligation to ensure that investment firms execute client orders on terms that are most favourable to the client. This obligation should apply to the firm which owes contractual or agency obligations to the client.

(34) Fair competition requires that market participants and investors be able to compare the prices that trading venues (i.e. regulated markets, MTFs and intermediaries) are required to publish. To this end, it is recommended that Member States remove any obstacles which may prevent the consolidation at European level of the relevant information and its publication.

(35) When establishing the business relationship with the client the investment firm might ask the client or potential client to consent at the same time to the execution policy as well as to the possibility that his orders may be executed outside a regulated market or an MTF.

(36) Persons who provide investment services on behalf of more than one investment firm should not be considered as tied agents but as investment firms when they fall under the definition provided in this Directive, with the exception of certain persons who may be exempted.

(37) This Directive should be without prejudice to the right of tied agents to undertake activities covered by other Directives and related activities

[12] OJ L 168, 27.6.2002, p. 43.

in respect of financial services or products not covered by this Directive, including on behalf of parts of the same financial group.

(38) The conditions for conducting activities outside the premises of the investment firm (door-to-door selling) should not be covered by this Directive.

(39) Member States' competent authorities should not register or should withdraw the registration where the activities actually carried on indicate clearly that a tied agent has opted for the legal system of one Member State for the purpose of evading the stricter standards in force in another Member State within the territory of which it intends to carry on or does carry on the greater part of its activities.

(40) For the purposes of this Directive eligible counterparties should be considered as acting as clients.

(41) For the purposes of ensuring that conduct of business rules (including rules on best execution and handling of client orders) are enforced in respect of those investors most in need of these protections, and to reflect well-established market practice throughout the Community, it is appropriate to clarify that conduct of business rules may be waived in the case of transactions entered into or brought about between eligible counterparties.

(42) In respect of transactions executed between eligible counterparties, the obligation to disclose client limit orders should only apply where the counter party is explicitly sending a limit order to an investment firm for its execution.

(43) Member States shall protect the right to privacy of natural persons with respect to the processing of personal data in accordance with Directive 95/46/EC of the European Parliament and of the Council of 24 October 1995 on the protection of individuals with regard to the processing of personal data and of the free movement of such data.[13]

(44) With the two-fold aim of protecting investors and ensuring the smooth operation of securities markets, it is necessary to ensure that transparency of transactions is achieved and that the rules laid down for that purpose apply to investment firms when they operate on the markets. In order to enable investors or market participants to assess at any time the terms of a transaction in shares that they are considering and to verify afterwards the conditions in which it was carried out, common rules should be established for the publication of details of completed transactions in shares and for the disclosure of details of current opportunities to trade in shares. These rules are needed to ensure the effective integration of Member State equity markets, to promote the efficiency of the overall price formation process for equity instruments, and to assist the effective operation of "best execution" obligations. These considerations require a comprehensive transparency regime applicable to all transactions in shares irrespective of their execution by an investment firm on a bilateral basis or through regulated markets or MTFs. The obligations for investment firms under this Directive to quote a bid and offer price and to execute an order at the quoted price do not relieve investment firms of the obligation to route an order to another execution venue when such internalisation could prevent the firm from complying with "best execution" obligations.

(45) Member States should be able to apply transaction reporting obligations of the Directive to financial instruments that are not admitted to trading on a regulated market.

(46) A Member State may decide to apply the pre- and post-trade transparency requirements laid down in this Directive to financial instruments other than shares. In that case those requirements should apply to all investment firms for which that Member State is the home Member State for their operations within the territory of that Member State and those carried out cross-border through the freedom to provide services. They should also apply to the operations carried out within the territory of that Member State by the branches established in its territory of investment firms authorised in another Member State.

(47) Investment firms should all have the same opportunities of joining or having access to regulated markets throughout the Community. Regardless of the manner in which transactions are at present organised in the Member States, it is important to abolish the technical and legal restrictions on access to regulated markets.

(48) In order to facilitate the finalisation of cross-border transactions, it is appropriate to provide for access to clearing and settlement systems throughout the Community by investment firms, irrespective of whether transactions have been concluded through regulated markets in the Member State concerned. Investment firms which wish to participate directly in other Member States' settlement systems should comply with the relevant operational and commercial requirements for membership and the prudential measures to uphold the smooth and orderly functioning of the financial markets.

[13] OJ L 281, 23.11.1995, p. 31.

(49) The authorisation to operate a regulated market should extend to all activities which are directly related to the display, processing, execution, confirmation and reporting of orders from the point at which such orders are received by the regulated market to the point at which they are transmitted for subsequent finalisation, and to activities related to the admission of financial instruments to trading. This should also include transactions concluded through the medium of designated market makers appointed by the regulated market which are undertaken under its systems and in accordance with the rules that govern those systems. Not all transactions concluded by members or participants of the regulated market or MTF are to be considered as concluded within the systems of a regulated market or MTF. Transactions which members or participants conclude on a bilateral basis and which do not comply with all the obligations established for a regulated market or an MTF under this Directive should be considered as transactions concluded outside a regulated market or an MTF for the purposes of the definition of systematic internaliser. In such a case the obligation for investment firms to make public firm quotes should apply if the conditions established by this Directive are met.

(50) Systematic internalisers might decide to give access to their quotes only to retail clients, only to professional clients, or to both. They should not be allowed to discriminate within those categories of clients.

(51) Article 27 does not oblige systematic internalisers to publish firm quotes in relation to transactions above standard market size.

(52) Where an investment firm is a systematic internaliser both in shares and in other financial instruments, the obligation to quote should only apply in respect of shares without prejudice to Recital 46.

(53) It is not the intention of this Directive to require the application of pre-trade transparency rules to transactions carried out on an OTC basis, the characteristics of which include that they are ad-hoc and irregular and are carried out with wholesale counterparties and are part of a business relationship which is itself characterised by dealings above standard market size, and where the deals are carried out outside the systems usually used by the firm concerned for its business as a systematic internaliser.

(54) The standard market size for any class of share should not be significantly disproportionate to any share included in that class.

(55) Revision of Directive 93/6/EEC should fix the minimum capital requirements with which regulated markets should comply in order to be authorised, and in so doing should take into account the specific nature of the risks associated with such markets.

(56) Operators of a regulated market should also be able to operate an MTF in accordance with the relevant provisions of this Directive.

(57) The provisions of this Directive concerning the admission of instruments to trading under the rules enforced by the regulated market should be without prejudice to the application of Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities[14]. A regulated market should not be prevented from applying more demanding requirements in respect of the issuers of securities or instruments which it is considering for admission to trading than are imposed pursuant to this Directive.

(58) Member States should be able to designate different competent authorities to enforce the wide-ranging obligations laid down in this Directive. Such authorities should be of a public nature guaranteeing their independence from economic actors and avoiding conflicts of interest. In accordance with national law, Member States should ensure appropriate financing of the competent authority. The designation of public authorities should not exclude delegation under the responsibility of the competent authority.

(59) Any confidential information received by the contact point of one Member State through the contact point of another Member State should not be regarded as purely domestic.

(60) It is necessary to enhance convergence of powers at the disposal of competent authorities so as to pave the way towards an equivalent intensity of enforcement across the integrated financial market. A common minimum set of powers coupled with adequate resources should guarantee supervisory effectiveness.

(61) With a view to protecting clients and without prejudice to the right of customers to bring their action before the courts, it is appropriate that Member States encourage public or private bodies established with a view to settling disputes out-of-court, to cooperate in resolving cross-border disputes, taking into account Commission Recom-

[14] OJ L 184, 6.7.2001, p. 1. Directive as last amended by European Parliament and Council Directive 2003/71/EC (OJ L 345, 31.12.2003, p. 64.).

mendation 98/257/EC of 30 March 1998 on the principles applicable to the bodies responsible for out-of-court settlement of consumer disputes[15]. When implementing provisions on complaints and redress procedures for out-of-court settlements, Member States should be encouraged to use existing cross-border cooperation mechanisms, notably the Financial Services Complaints Network (FIN-Net).

(62) Any exchange or transmission of information between competent authorities, other authorities, bodies or persons should be in accordance with the rules on transfer of personal data to third countries as laid down in Directive 95/46/EC.

(63) It is necessary to reinforce provisions on exchange of information between national competent authorities and to strengthen the duties of assistance and cooperation which they owe to each other. Due to increasing cross-border activity, competent authorities should provide each other with the relevant information for the exercise of their functions, so as to ensure the effective enforcement of this Directive, including in situations where infringements or suspected infringements may be of concern to authorities in two or more Member States. In the exchange of information, strict professional secrecy is needed to ensure the smooth transmission of that information and the protection of particular rights.

(64) At its meeting on 17 July 2000, the Council set up the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. In its final report, the Committee of Wise Men proposed the introduction of new legislative techniques based on a four-level approach, namely framework principles, implementing measures, cooperation and enforcement. Level 1, the Directive, should confine itself to broad general "framework" principles while Level 2 should contain technical implementing measures to be adopted by the Commission with the assistance of a committee.

(65) The Resolution adopted by the Stockholm European Council of 23 March 2001 endorsed the final report of the Committee of Wise Men and the proposed four-level approach to make the regulatory process for Community securities legislation more efficient and transparent.

(66) According to the Stockholm European Council, Level 2 implementing measures should be used more frequently, to ensure that technical provisions can be kept up to date with market and supervisory developments, and deadlines should be set for all stages of Level 2 work.

(67) The Resolution of the European Parliament of 5 February 2002 on the implementation of financial services legislation also endorsed the Committee of Wise Men's report, on the basis of the solemn declaration made before Parliament the same day by the Commission and the letter of 2 October 2001 addressed by the Internal Market Commissioner to the chairman of Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs with regard to the safeguards for the European Parliament's role in this process.

(68) The measures necessary for the implementation of this Directive should be adopted in accordance with Council Decision 1999/468/EC of 28 June 1999 laying down the procedures for the exercise of implementing powers conferred on the Commission[16].

(69) The European Parliament should be given a period of three months from the first transmission of draft implementing measures to allow it to examine them and to give its opinion. However, in urgent and duly justified cases, this period could be shortened. If, within that period, a resolution is passed by the European Parliament, the Commission should re-examine the draft measures.

(70) With a view to taking into account further developments in the financial markets the Commission should submit reports to the European Parliament and the Council on the application of the provisions concerning professional indemnity insurance, the scope of the transparency rules and the possible authorisation of specialised dealers in commodity derivatives as investment firms.

(71) The objective of creating an integrated financial market, in which investors are effectively protected and the efficiency and integrity of the overall market are safeguarded, requires the establishment of common regulatory requirements relating to investment firms wherever they are authorised in the Community and governing the functioning of regulated markets and other trading systems so as to prevent opacity or disruption on one market from undermining the efficient operation of the European financial system as a whole. Since this objective may be better achieved at Community level, the Community may adopt measures in accordance with the principle of subsidiarity as set out in Article 5 of the Treaty. In accordance with the principle of proportionality, as set out in that Article, this Directive does not go beyond what is necessary in order to achieve this objective,

HAVE ADOPTED THIS DIRECTIVE:

[15] OJ L 115, 17.4.1998, p. 31.

[16] OJ L 184, 17.7.1999, p. 23.

Title I

Definitions and scope

Article 1

Scope

1. This Directive shall apply to investment firms and regulated markets.
2. The following provisions shall also apply to credit institutions authorised under Directive 2000/12/EC, when providing one or more investment services and/or performing investment activities:
   - Articles 2(2), 11, 13 and 14,
   - Chapter II of Title II excluding Article 23(2) second subparagraph,
   - Chapter III of Title II excluding Articles 31(2) to 31(4) and 32(2) to 32(6), 32(8) and 32(9),
   - Articles 48 to 53, 57, 61 and 62, and
   - Article 71(1).

Article 2

Exemptions

1. This Directive shall not apply to:
   (a) insurance undertakings as defined in Article 1 of Directive 73/239/EEC or assurance undertakings as defined in Article 1 of Directive 2002/83/EC or undertakings carrying on the reinsurance and retrocession activities referred to in Directive 64/225/EEC;
   (b) persons which provide investment services exclusively for their parent undertakings, for their subsidiaries or for other subsidiaries of their parent undertakings;
   (c) persons providing an investment service where that service is provided in an incidental manner in the course of a professional activity and that activity is regulated by legal or regulatory provisions or a code of ethics governing the profession which do not exclude the provision of that service;
   (d) persons who do not provide any investment services or activities other than dealing on own account unless they are market makers or deal on own account outside a regulated market or an MTF on an organised, frequent and systematic basis by providing a system accessible to third parties in order to engage in dealings with them;
   (e) persons which provide investment services consisting exclusively in the administration of employee-participation schemes;
   (f) persons which provide investment services which only involve both administration of employee-participation schemes and the provision of investment services exclusively for their parent undertakings, for their subsidiaries or for other subsidiaries of their parent undertakings;
   (g) the members of the European System of Central Banks and other national bodies performing similar functions and other public bodies charged with or intervening in the management of the public debt;
   (h) collective investment undertakings and pension funds whether coordinated at Community level or not and the depositaries and managers of such undertakings;
   (i) persons dealing on own account in financial instruments, or providing investment services in commodity derivatives or derivative contracts included in Annex I, Section C 10 to the clients of their main business, provided this is an ancillary activity to their main business, when considered on a group basis, and that main business is not the provision of investment services within the meaning of this Directive or banking services under Directive 2000/12/EC;
   (j) persons providing investment advice in the course of providing another professional activity not covered by this Directive provided that the provision of such advice is not specifically remunerated;
   (k) persons whose main business consists of dealing on own account in commodities and/or commodity derivatives. This exception shall not apply where the persons that deal on own account in commodities and/or commodity derivatives are part of a group the main business of which is the provision of other investment services within the meaning of this Directive or banking services under Directive 2000/12/EC;
   (l) firms which provide investment services and/or perform investment activities consisting exclusively in dealing on own account on markets in financial futures or options or other derivatives and on cash markets for the sole purpose of hedging positions on derivatives markets or which deal for the accounts of other members of those markets or make prices for them and which are guaranteed by clearing members of the same markets, where responsibility for ensuring the performance of contracts

entered into by such firms is assumed by clearing members of the same markets;

(m) associations set up by Danish and Finnish pension funds with the sole aim of managing the assets of pension funds that are members of those associations;

(n) "agenti di cambio" whose activities and functions are governed by Article 201 of Italian Legislative Decree No 58 of 24 February 1998.

2. The rights conferred by this Directive shall not extend to the provision of services as counterparty in transactions carried out by public bodies dealing with public debt or by members of the European System of Central Banks performing their tasks as provided for by the Treaty and the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank or performing equivalent functions under national provisions.

3. In order to take account of developments on financial markets, and to ensure the uniform application of this Directive, the Commission, acting in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), may, in respect of exemptions (c) (i), and (k) define the criteria for determining when an activity is to be considered as ancillary to the main business on a group level as well as for determining when an activity is provided in an incidental manner.

Article 3

Optional exemptions

1. Member States may choose not to apply this Directive to any persons for which they are the home Member State that:
   - are not allowed to hold clients' funds or securities and which for that reason are not allowed at any time to place themselves in debit with their clients, and
   - are not allowed to provide any investment service except the reception and transmission of orders in transferable securities and units in collective investment undertakings and the provision of investment advice in relation to such financial instruments, and
   - in the course of providing that service, are allowed to transmit orders only to:
     (i) investment firms authorised in accordance with this Directive;
     (ii) credit institutions authorised in accordance with Directive 2000/12/EC;
     (iii) branches of investment firms or of credit institutions which are authorised in a third country and which are subject to and comply with prudential rules considered by the competent authorities to be at least as stringent as those laid down in this Directive, in Directive 2000/12/EC or in Directive 93/6/EEC;
     (iv) collective investment undertakings authorised under the law of a Member State to market units to the public and to the managers of such undertakings;
     (v) investment companies with fixed capital, as defined in Article 15(4) of Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent[17], the securities of which are listed or dealt in on a regulated market in a Member State;

   provided that the activities of those persons are regulated at national level.

2. Persons excluded from the scope of this Directive according to paragraph 1 cannot benefit from the freedom to provide services and/or activities or to establish branches as provided for in Articles 31 and 32 respectively.

Article 4

Definitions

1. For the purposes of this Directive, the following definitions shall apply:
   1) "Investment firm" means any legal person whose regular occupation or business is the provision of one or more investment services to third parties and/or the performance of one or more investment activities on a professional basis;

      Member States may include in the definition of investment firms undertakings which are not legal persons, provided that:

[17] OJ L 26, 31.1.1977, p. 1. Directive as last amended by the 1994 Act of Accession.

(a) their legal status ensures a level of protection for third parties' interests equivalent to that afforded by legal persons, and
(b) they are subject to equivalent prudential supervision appropriate to their legal form.

However, where a natural person provides services involving the holding of third parties' funds or transferable securities, he may be considered as an investment firm for the purposes of this Directive only if, without prejudice to the other requirements imposed in this Directive and in Directive 93/6/EEC, he complies with the following conditions:

(a) the ownership rights of third parties in instruments and funds must be safeguarded, especially in the event of the insolvency of the firm or of its proprietors, seizure, set-off or any other action by creditors of the firm or of its proprietors;
(b) the firm must be subject to rules designed to monitor the firm's solvency and that of its proprietors;
(c) the firm's annual accounts must be audited by one or more persons empowered, under national law, to audit accounts;
(d) where the firm has only one proprietor, he must make provision for the protection of investors in the event of the firm's cessation of business following his death, his incapacity or any other such event;

2) "Investment services and activities" means any of the services and activities listed in Section A of Annex I relating to any of the instruments listed in Section C of Annex I;

The Commission shall determine, acting in accordance with the procedure referred to in Article 64(2):

– the derivative contracts mentioned in Section C 7 of Annex I that have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls
– the derivative contracts mentioned in Section C 10 of Annex I that have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market or an MTF, are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls;

3) "Ancillary service" means any of the services listed in Section B of Annex I;
4) "Investment advice" means the provision of personal recommendations to a client, either upon its request or at the initiative of the investment firm, in respect of one or more transactions relating to financial instruments;
5) "Execution of orders on behalf of clients" means acting to conclude agreements to buy or sell one or more financial instruments on behalf of clients;
6) "Dealing on own account" means trading against proprietary capital resulting in the conclusion of transactions in one or more financial instruments;
7) "Systematic internaliser" means an investment firm which, on an organised, frequent and systematic basis, deals on own account by executing client orders outside a regulated market or an MTF;
8) "Market maker" means a person who holds himself out on the financial markets on a continuous basis as being willing to deal on own account by buying and selling financial instruments against his proprietary capital at prices defined by him;
9) "Portfolio management" means managing portfolios in accordance with mandates given by clients on a discretionary client-by-client basis where such portfolios include one or more financial instruments;
10) "Client" means any natural or legal person to whom an investment firm provides investment and/or ancillary services;
11) "Professional client" means a client meeting the criteria laid down in Annex II;
12) "Retail client" means a client who is not a professional client;
13) "Market operator" means a person or persons who manages and/or operates the business of a regulated market. The market operator may be the regulated market itself;
14) "Regulated market" means a multilateral system operated and/or managed by a market operator, which brings together or facilitates the bringing together of multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with its non-discretionary rules - in a way that results in a contract, in respect of the financial instruments admitted to trading under its rules and/or systems, and which is authorised and functions

regularly and in accordance with the provisions of Title III;

15) "Multilateral trading facility (MTF)" means a multilateral system, operated by an investment firm or a market operator, which brings together multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with non-discretionary rules - in a way that results in a contract in accordance with the provisions of Title II;

16) "Limit order" means an order to buy or sell a financial instrument at its specified price limit or better and for a specified size;

17) "Financial instrument" means those instruments specified in Section C of Annex I;

18) "Transferable securities" means those classes of securities which are negotiable on the capital market, with the exception of instruments of payment, such as:
   (a) shares in companies and other securities equivalent to shares in companies, partnerships or other entities, and depositary receipts in respect of shares;
   (b) bonds or other forms of securitised debt, including depositary receipts in respect of such securities;
   (c) any other securities giving the right to acquire or sell any such transferable securities or giving rise to a cash settlement determined by reference to transferable securities, currencies, interest rates or yields, commodities or other indices or measures;

19) "Money-market instruments" means those classes of instruments which are normally dealt in on the money market, such as treasury bills, certificates of deposit and commercial papers and excluding instruments of payment;

20) "Home Member State" means:
   (a) in the case of investment firms:
      (i) if the investment firm is a natural person, the Member State in which its head office is situated;
      (ii) if the investment firm is a legal person, the Member State in which its registered office is situated;
      (iii) if the investment firm has, under its national law, no registered office, the Member State in which its head office is situated;
   (b) in the case of a regulated market, the Member State in which the regulated market is registered or, if under the law of that Member State it has no registered office, the Member State in which the head office of the regulated market is situated;

21) "Host Member State" means the Member State, other than the home Member State, in which an investment firm has a branch or performs services and/or activities or the Member State in which a regulated market provides appropriate arrangements so as to facilitate access to trading on its system by remote members or participants established in that same Member State;

22) "Competent authority" means the authority, designated by each Member State in accordance with Article 48, unless otherwise specified in this Directive;

23) "Credit institutions" means credit institutions as defined under Directive 2000/12/EC;

24) "UCITS management company" means a management company as defined in Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985, on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)[18];

25) "Tied agent" means a natural or legal person who, under the full and unconditional responsibility of only one investment firm on whose behalf it acts, promotes investment and/or ancillary services to clients or prospective clients, receives and transmits instructions or orders from the client in respect of investment services or financial instruments, places financial instruments and/or provides advice to clients or prospective clients in respect of those financial instruments or services;

26) "Branch" means a place of business other than the head office which is a part of an investment firm, which has no legal personality and which provides investment services and/or activities and which may also perform ancillary services for which the investment firm has been authorised; all the places of business set up in the same Member State by an investment firm with headquarters in another Member State shall be regarded as a single branch;

[18] OJ L 375, 31.12.1985, p. 3. Directive as last amended by Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 41, 13.2.2002, p. 35).

27) "Qualifying holding" means any direct or indirect holding in an investment firm which represents 10% or more of the capital or of the voting rights, as set out in Article 92 of Directive 2001/34/EC, or which makes it possible to exercise a significant influence over the management of the investment firm in which that holding subsists;
28) "Parent undertaking" means a parent undertaking as defined in Articles 1 and 2 of Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 on consolidated accounts[19];
29) "Subsidiary" means a subsidiary undertaking as defined in Articles 1 and 2 of Directive 83/349/EEC, including any subsidiary of a subsidiary undertaking of an ultimate parent undertaking;
30) "Control" means control as defined in Article 1 of Directive 83/349/EEC;
31) "Close links" means a situation in which two or more natural or legal persons are linked by:
    (a) participation which means the ownership, direct or by way of control, of 20% or more of the voting rights or capital of an undertaking,
    (b) control which means the relationship between a parent undertaking and a subsidiary, in all the cases referred to in Article 1(1) and (2) of Directive 83/349/EEC, or a similar relationship between any natural or legal person and an undertaking, any subsidiary undertaking of a subsidiary undertaking also being considered a subsidiary of the parent undertaking which is at the head of those undertakings.

    A situation in which two or more natural or legal persons are permanently linked to one and the same person by a control relationship shall also be regarded as constituting a close link between such persons.

2. In order to take account of developments on financial markets, and to ensure the uniform application of this Directive, the Commission, acting in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), may clarify the definitions laid down in paragraph 1 of this Article.

[19] OJ L 193, 18.7.1983, 18.7.1983, p. 1. Directive as last amended by Directive 2003/51/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 178, 17.7.2003, p. 16).

Title II

Authorisation and operating conditions for investment firms

Chapter I

Conditions and procedures for authorisation

Article 5

Requirement for authorisation

1. Each Member State shall require that the performance of investment services or activities as a regular occupation or business on a professional basis be subject to prior authorisation in accordance with the provisions of this Chapter. Such authorisation shall be granted by the home Member State competent authority designated in accordance with Article 48.
2. By way of derogation from paragraph 1, Member States shall allow any market operator to operate an MTF, subject to the prior verification of their compliance with the provisions of this Chapter, excluding Articles 11 and 15.
3. Member States shall establish a register of all investment firms. This register shall be publicly accessible and shall contain information on the services and/or activities for which the investment firm is authorised. It shall be updated on a regular basis.
4. Each Member State shall require that:
   – any investment firm which is a legal person have its head office in the same Member State as its registered office,
   – any investment firm which is not a legal person or any investment firm which is a legal person but under its national law has no registered office have its head office in the Member State in which it actually carries on its business.
5. In the case of investment firms which provide only investment advice or the service of reception and transmission of orders under the conditions established in Article 3, Member States may allow the competent authority to delegate administrative, preparatory or ancillary tasks related to the granting of an authorisation, in accordance with the conditions laid down in Article 48(2).

Article 6

Scope of authorisation

1. The home Member State shall ensure that the authorisation specifies the investment services or activities which the investment firm is authorised to provide. The authorisation may cover

one or more of the ancillary services set out in Section B of Annex I. Authorisation shall in no case be granted solely for the provision of ancillary services.

2. An investment firm seeking authorisation to extend its business to additional investment services or activities or ancillary services not foreseen at the time of initial authorisation shall submit a request for extension of its authorisation.
3. The authorisation shall be valid for the entire Community and shall allow an investment firm to provide the services or perform the activities, for which it has been authorised, throughout the Community, either through the establishment of a branch or the free provision of services.

Article 7

Procedures for granting and refusing requests for authorisation

1. The competent authority shall not grant authorisation unless and until such time as it is fully satisfied that the applicant complies with all requirements under the provisions adopted pursuant to this Directive.
2. The investment firm shall provide all information, including a programme of operations setting out inter alia the types of business envisaged and the organisational structure, necessary to enable the competent authority to satisfy itself that the investment firm has established, at the time of initial authorisation, all the necessary arrangements to meet its obligations under the provisions of this Chapter.
3. An applicant shall be informed, within six months of the submission of a complete application, whether or not authorisation has been granted.

Article 8

Withdrawal of authorisations

The competent authority may withdraw the authorisation issued to an investment firm where such an investment firm:

(a) does not make use of the authorisation within 12 months, expressly renounces the authorisation or has provided no investment services or performed no investment activity for the preceding six months, unless the Member State concerned has provided for authorisation to lapse in such cases;
(b) has obtained the authorisation by making false statements or by any other irregular means;
(c) no longer meets the conditions under which authorisation was granted, such as compliance with the conditions set out in Directive 93/6/EEC;
(d) has seriously and systematically infringed the provisions adopted pursuant to this Directive governing the operating conditions for investment firms;
(e) falls within any of the cases where national law, in respect of matters outside the scope of this Directive, provides for withdrawal.

Article 9

Persons who effectively direct the business

1. Member States shall require the persons who effectively direct the business of an investment firm to be of sufficiently good repute and sufficiently experienced as to ensure the sound and prudent management of the investment firm.

   Where the market operator that seeks authorisation to operate an MTF and the persons that effectively direct the business of the MTF are the same as those that effectively direct the business of the regulated market, those persons are deemed to comply with the requirements laid down in the first subparagraph.
2. Member States shall require the investment firm to notify the competent authority of any changes to its management, along with all information needed to assess whether the new staff appointed to manage the firm are of sufficiently good repute and sufficiently experienced.
3. The competent authority shall refuse authorisation if it is not satisfied that the persons who will effectively direct the business of the investment firm are of sufficiently good repute or sufficiently experienced, or if there are objective and demonstrable grounds for believing that proposed changes to the management of the firm pose a threat to its sound and prudent management.
4. Member States shall require that the management of investment firms is undertaken by at least two persons meeting the requirements laid down in paragraph 1.

By way of derogation from the first subparagraph, Member States may grant authorisation to investment firms that are natural persons or to investment firms that are legal persons managed by a single natural person in accordance with their con-

stitutive rules and national laws. Member States shall nevertheless require that alternative arrangements be in place which ensure the sound and prudent management of such investment firms.

Article 10

Shareholders and members with qualifying holdings

1. The competent authorities shall not authorise the performance of investment services or activities by an investment firm until they have been informed of the identities of the shareholders or members, whether direct or indirect, natural or legal persons, that have qualifying holdings and the amounts of those holdings.

   The competent authorities shall refuse authorisation if, taking into account the need to ensure the sound and prudent management of an investment firm, they are not satisfied as to the suitability of the shareholders or members that have qualifying holdings.

   Where close links exist between the investment firm and other natural or legal persons, the competent authority shall grant authorisation only if those links do not prevent the effective exercise of the supervisory functions of the competent authority.
2. The competent authority shall refuse authorisation if the laws, regulations or administrative provisions of a third country governing one or more natural or legal persons with which the undertaking has close links, or difficulties involved in their enforcement, prevent the effective exercise of its supervisory functions.
3. Member States shall require any natural or legal person that proposes to acquire or sell, directly or indirectly, a qualifying holding in an investment firm, first to notify, in accordance with the second subparagraph, the competent authority of the size of the resulting holding. Such persons shall likewise be required to notify the competent authority if they propose to increase or reduce their qualifying holding, if in consequence the proportion of the voting rights or of the capital that they hold would reach or fall below or exceed 20%, 33% or 50% or the investment firm would become or cease to be their subsidiary.

   Without prejudice to paragraph 4, the competent authority shall have up to three months from the date of the notification of a proposed acquisition provided for in the first subparagraph to oppose such a plan if, in view of the need to ensure sound and prudent management of the investment firm, it is not satisfied as to the suitability of the persons referred to in the first subparagraph. If the competent authority does not oppose the plan, it may fix a deadline for its implementation.
4. If the acquirer of any holding referred to in paragraph 3 is an investment firm, a credit institution, an insurance undertaking or a UCITS management company authorised in another Member State, or the parent undertaking of an investment firm, credit institution, insurance undertaking or a UCITS management company authorised in another Member State, or a person controlling an investment firm, credit institution, insurance undertaking or a UCITS management company authorised in another Member State, and if, as a result of that acquisition, the undertaking would become the acquirer's subsidiary or come under his control, the assessment of the acquisition shall be subject to the prior consultation provided for in Article 60.
5. Member States shall require that, if an investment firm becomes aware of any acquisitions or disposals of holdings in its capital that cause holdings to exceed or fall below any of the thresholds referred to in the first subparagraph of paragraph 3, that investment firm is to inform the competent authority without delay.

   At least once a year, investment firms shall also inform the competent authority of the names of shareholders and members possessing qualifying holdings and the sizes of such holdings as shown, for example, by the information received at annual general meetings of shareholders and members or as a result of compliance with the regulations applicable to companies whose transferable securities are admitted to trading on a regulated market.
6. Member States shall require that, where the influence exercised by the persons referred to in the first subparagraph of paragraph 1 is likely to be prejudicial to the sound and prudent management of an investment firm, the competent authority take appropriate measures to put an end to that situation.

Such measures may consist in applications for judicial orders and/or the imposition of sanctions against directors and those responsible for management, or suspension of the exercise of the voting rights attaching to the shares held by the shareholders or members in question.

Similar measures shall be taken in respect of persons who fail to comply with the obligation to provide prior information in relation to the acquisi-

tion or increase of a qualifying holding. If a holding is acquired despite the opposition of the competent authorities, the Member States shall, regardless of any other sanctions to be adopted, provide either for exercise of the corresponding voting rights to be suspended, for the nullity of the votes cast or for the possibility of their annulment.

Article 11

Membership of an authorised Investor Compensation Scheme

The competent authority shall verify that any entity seeking authorisation as an investment firm meets its obligations under Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on investor-compensation schemes[20] at the time of authorisation.

Article 12

Initial capital endowment

Member States shall ensure that the competent authorities do not grant authorisation unless the investment firm has sufficient initial capital in accordance with the requirements of Directive 93/6/EEC having regard to the nature of the investment service or activity in question.

Pending the revision of Directive 93/6/EEC, the investment firms provided for in Article 67 shall be subject to the capital requirements laid down in that Article.

Article 13

Organisational requirements

1. The home Member State shall require that investment firms comply with the organisational requirements set out in paragraphs 2 to 8.
2. An investment firm shall establish adequate policies and procedures sufficient to ensure compliance of the firm including its managers, employees and tied agents with its obligations under the provisions of this Directive as well as appropriate rules governing personal transactions by such persons.
3. An investment firm shall maintain and operate effective organisational and administrative arrangements with a view to taking all reasonable steps designed to prevent conflicts of interest as defined in Article 18 from adversely affecting the interests of its clients.
4. An investment firm shall take reasonable steps to ensure continuity and regularity in the performance of investment services and activities. To this end the investment firm shall employ appropriate and proportionate systems, resources and procedures.
5. An investment firm shall ensure, when relying on a third party for the performance of operational functions which are critical for the provision of continuous and satisfactory service to clients and the performance of investment activities on a continuous and satisfactory basis, that it takes reasonable steps to avoid undue additional operational risk. Outsourcing of important operational functions may not be undertaken in such a way as to impair materially the quality of its internal control and the ability of the supervisor to monitor the firm's compliance with all obligations.

   An investment firm shall have sound administrative and accounting procedures, internal control mechanisms, effective procedures for risk assessment, and effective control and safeguard arrangements for information processing systems.
6. An investment firm shall arrange for records to be kept of all services and transactions undertaken by it which shall be sufficient to enable the competent authority to monitor compliance with the requirements under this Directive, and in particular to ascertain that the investment firm has complied with all obligations with respect to clients or potential clients.
7. An investment firm shall, when holding financial instruments belonging to clients, make adequate arrangements so as to safeguard clients' ownership rights, especially in the event of the investment firm's insolvency, and to prevent the use of a client's instruments on own account except with the client's express consent.
8. An investment firm shall, when holding funds belonging to clients, make adequate arrangements to safeguard the clients' rights and, except in the case of credit institutions, prevent the use of client funds for its own account.
9. In the case of branches of investment firms, the competent authority of the Member State in which the branch is located shall, without prejudice to the possibility of the competent authority of the home Member State of the investment firm to have direct access to those records, enforce the obligation laid down in paragraph 6 with regard to transactions undertaken by the branch.

[20] OJ L 84, 26.3.1997, p. 22.

10. In order to take account of technical developments on financial markets and to ensure the uniform application of paragraphs 2 to 9, the Commission shall adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures which specify the concrete organisational requirements to be imposed on investment firms performing different investment services and/or activities and ancillary services or combinations thereof.

Article 14

Trading process and finalisation of transactions in an MTF

1. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF, in addition to meeting the requirements laid down in Article 13, establish transparent and non-discretionary rules and procedures for fair and orderly trading and establish objective criteria for the efficient execution of orders.
2. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF establish transparent rules regarding the criteria for determining the financial instruments that can be traded under its systems.

   Member States shall require that, where applicable, investment firms or market operators operating an MTF provide, or are satisfied that there is access to, sufficient publicly available information to enable its users to form an investment judgement, taking into account both the nature of the users and the types of instruments traded.
3. Member States shall ensure that Articles 19, 21 and 22 are not applicable to the transactions concluded under the rules governing an MTF between its members or participants or between the MTF and its members or participants in relation to the use of the MTF. However, the members of or participants in the MTF shall comply with the obligations provided for in Articles 19, 21 and 22 with respect to their clients when, acting on behalf of their clients, they execute their orders through the systems of an MTF.
4. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF establish and maintain transparent rules, based on objective criteria, governing access to its facility. These rules shall comply with the conditions established in Article 42(3).
5. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF clearly inform its users of their respective responsibilities for the settlement of the transactions executed in that facility. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF have put in place the necessary arrangements to facilitate the efficient settlement of the transactions concluded under the systems of the MTF.
6. Where a transferable security, which has been admitted to trading on a regulated market, is also traded on an MTF without the consent of the issuer, the issuer shall not be subject to any obligation relating to initial, ongoing or ad hoc financial disclosure with regard to that MTF.
7. Member States shall require that any investment firm or market operator operating an MTF comply immediately with any instruction from its competent authority pursuant to Article 50(1) to suspend or remove a financial instrument from trading.

Article 15

Relations with third countries

1. Member States shall inform the Commission of any general difficulties which their investment firms encounter in establishing themselves or providing investment services and/or performing investment activities in any third country.
2. Whenever it appears to the Commission, on the basis of information submitted to it under paragraph 1, that a third country does not grant Community investment firms effective market access comparable to that granted by the Community to investment firms from that third country, the Commission may submit proposals to the Council for an appropriate mandate for negotiation with a view to obtaining comparable competitive opportunities for Community investment firms. The Council shall act by a qualified majority.
3. Whenever it appears to the Commission, on the basis of information submitted to it under paragraph 1, that Community investment firms in a third country are not granted national treatment affording the same competitive opportunities as are available to domestic investment firms and that the conditions of effective market access are not fulfilled, the Commission may initiate negotiations in order to remedy the situation.

   In the circumstances referred to in the first subparagraph, the Commission may decide, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), at any time and in addition to the

initiation of negotiations, that the competent authorities of the Member States must limit or suspend their decisions regarding requests pending or future requests for authorisation and the acquisition of holdings by direct or indirect parent undertakings governed by the law of the third country in question. Such limitations or suspensions may not be applied to the setting-up of subsidiaries by investment firms duly authorised in the Community or by their subsidiaries, or to the acquisition of holdings in Community investment firms by such firms or subsidiaries. The duration of such measures may not exceed three months.

Before the end of the three-month period referred to in the second subparagraph and in the light of the results of the negotiations, the Commission may decide, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), to extend these measures.

4. Whenever it appears to the Commission that one of the situations referred to in paragraphs 2 and 3 obtains, the Member States shall inform it at its request:
   (a) of any application for the authorisation of any firm which is the direct or indirect subsidiary of a parent undertaking governed by the law of the third country in question;
   (b) whenever they are informed in accordance with Article 10(3) that such a parent undertaking proposes to acquire a holding in a Community investment firm, in consequence of which the latter would become its subsidiary.

   That obligation to provide information shall lapse whenever agreement is reached with the third country concerned or when the measures referred to in the second and third subparagraphs of paragraph 3 cease to apply.
5. Measures taken under this Article shall comply with the Community's obligations under any international agreements, bilateral or multilateral, governing the taking-up or pursuit of the business of investment firms.

Chapter II

Operating conditions for investment firms

Section 1

General provisions

Article 16

Regular review of conditions for initial authorisation

1. Member States shall require that an investment firm authorised in their territory comply at all times with the conditions for initial authorisation established in Chapter I of this Title.
2. Member States shall require competent authorities to establish the appropriate methods to monitor that investment firms comply with their obligation under paragraph 1. They shall require investment firms to notify the competent authorities of any material changes to the conditions for initial authorisation.
3. In the case of investment firms which provide only investment advice, Member States may allow the competent authority to delegate administrative, preparatory or ancillary tasks related to the review of the conditions for initial authorisation, in accordance with the conditions laid down in Article 48(2).

Article 17

General obligation in respect of on-going supervision

1. Member States shall ensure that the competent authorities monitor the activities of investment firms so as to assess compliance with the operating conditions provided for in this Directive. Member States shall ensure that the appropriate measures are in place to enable the competent authorities to obtain the information needed to assess the compliance of investment firms with those obligations.
2. In the case of investment firms which provide only investment advice, Member States may allow the competent authority to delegate administrative, preparatory or ancillary tasks related to the regular monitoring of operational requirements, in accordance with the conditions laid down in Article 48(2).

Article 18

Conflicts of interest

1. Member States shall require investment firms to take all reasonable steps to identify conflicts of interest between themselves, including their managers, employees and tied agents, or any person directly or indirectly linked to them by control and their clients or between one client and another that arise in the course of providing any investment and ancillary services, or combinations thereof.
2. Where organisational or administrative arrangements made by the investment firm in accordance with Article 13(3) to manage conflicts of interest are not sufficient to ensure, with reasonable confidence, that risks of damage to client

interests will be prevented, the investment firm shall clearly disclose the general nature and/or sources of conflicts of interest to the client before undertaking business on its behalf.

3. In order to take account of technical developments on financial markets and to ensure uniform application of paragraphs 1 and 2, the Commission shall adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures to:
   (a) define the steps that investment firms might reasonably be expected to take to identify, prevent, manage and/or disclose conflicts of interest when providing various investment and ancillary services and combinations thereof;
   (b) establish appropriate criteria for determining the types of conflict of interest whose existence may damage the interests of the clients or potential clients of the investment firm.

Section 2

Provisions to ensure investor protection

Article 19

Conduct of business obligations when providing investment services to clients

1. Member States shall require that, when providing investment services and/or, where appropriate, ancillary services to clients, an investment firm act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its clients and comply, in particular, with the principles set out in paragraphs 2 to 8.
2. All information, including marketing communications, addressed by the investment firm to clients or potential clients shall be fair, clear and not misleading. Marketing communications shall be clearly identifiable as such.
3. Appropriate information shall be provided in a comprehensible form to clients or potential clients about:
   – the investment firm and its services,
   – financial instruments and proposed investment strategies; this should include appropriate guidance on and warnings of the risks associated with investments in those instruments or in respect of particular investment strategies,
   – execution venues, and
   – costs and associated charges

   so that they are reasonably able to understand the nature and risks of the investment service and of the specific type of financial instrument that is being offered and, consequently, to take investment decisions on an informed basis. This information may be provided in a standardised format.
4. When providing investment advice or portfolio management the investment firm shall obtain the necessary information regarding the client's or potential client's knowledge and experience in the investment field relevant to the specific type of product or service, his financial situation and his investment objectives so as to enable the firm to recommend to the client or potential client the investment services and financial instruments that are suitable for him.
5. Member States shall ensure that investment firms, when providing investment services other than those referred to in paragraph 4, ask the client or potential client to provide information regarding his knowledge and experience in the investment field relevant to the specific type of product or service offered or demanded so as to enable the investment firm to assess whether the investment service or product envisaged is appropriate for the client.

   In case the investment firm considers, on the basis of the information received under the previous subparagraph, that the product or service is not appropriate to the client or potential client, the investment firm shall warn the client or potential client. This warning may be provided in a standardised format.

   In cases where the client or potential client elects not to provide the information referred to under the first subparagraph, or where he provides insufficient information regarding his knowledge and experience, the investment firm shall warn the client or potential client that such a decision will not allow the firm to determine whether the service or product envisaged is appropriate for him. This warning may be provided in a standardised format.
6. Member States shall allow investment firms when providing investment services that only consist of execution and/or the reception and transmission of client orders with or without ancillary services to provide those investment services to their clients without the need to obtain the information or make the determination provided for in paragraph 5 where all the following conditions are met:
   – the above services relate to shares admitted to trading on a regulated market or in an equivalent third country market, money market instruments, bonds or other forms of securitised debt (excluding those bonds

or securitised debt that embed a derivative), UCITS and other non-complex financial instruments. A third country market shall be considered as equivalent to a regulated market if it complies with equivalent requirements to those established under Title III. The Commission shall publish a list of those markets that are to be considered as equivalent. This list shall be updated periodically,
- the service is provided at the initiative of the client or potential client,
- the client or potential client has been clearly informed that in the provision of this service the investment firm is not required to assess the suitability of the instrument or service provided or offered and that therefore he does not benefit from the corresponding protection of the relevant conduct of business rules; this warning may be provided in a standardised format,
- the investment firm complies with its obligations under Article 18.

7. The investment firm shall establish a record that includes the document or documents agreed between the firm and the client that set out the rights and obligations of the parties, and the other terms on which the firm will provide services to the client. The rights and duties of the parties to the contract may be incorporated by reference to other documents or legal texts.
8. The client must receive from the investment firm adequate reports on the service provided to its clients. These reports shall include, where applicable, the costs associated with the transactions and services undertaken on behalf of the client.
9. In cases where an investment service is offered as part of a financial product which is already subject to other provisions of Community legislation or common European standards related to credit institutions and consumer credits with respect to risk assessment of clients and/or information requirements, this service shall not be additionally subject to the obligations set out in this Article.
10. In order to ensure the necessary protection of investors and the uniform application of paragraphs 1 to 8, the Commission shall adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures to ensure that investment firms comply with the principles set out therein when providing investment or ancillary services to their clients. Those implementing measures shall take into account:
    (a) the nature of the service(s) offered or provided to the client or potential client, taking into account the type, object, size and frequency of the transactions;
    (b) the nature of the financial instruments being offered or considered;
    (c) the retail or professional nature of the client or potential clients.

Article 20

Provision of services through the medium of another investment firm

Member States shall allow an investment firm receiving an instruction to perform investment or ancillary services on behalf of a client through the medium of another investment firm to rely on client information transmitted by the latter firm. The investment firm which mediates the instructions will remain responsible for the completeness and accuracy of the information transmitted.

The investment firm which receives an instruction to undertake services on behalf of a client in this way shall also be able to rely on any recommendations in respect of the service or transaction that have been provided to the client by another investment firm. The investment firm which mediates the instructions will remain responsible for the appropriateness for the client of the recommendations or advice provided.

The investment firm which receives client instructions or orders through the medium of another investment firm shall remain responsible for concluding the service or transaction, based on any such information or recommendations, in accordance with the relevant provisions of this Title.

Article 21

Obligation to execute orders on terms most favourable to the client

1. Member States shall require that investment firms take all reasonable steps to obtain, when executing orders, the best possible result for their clients taking into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size, nature or any other consideration relevant to the execution of the order. Nevertheless, whenever there is a specific instruction from the client the investment firm shall execute the order following the specific instruction.
2. Member States shall require investment firms to establish and implement effective arrangements for complying with paragraph 1. In parti-

cular Member States shall require investment firms to establish and implement an order execution policy to allow them to obtain, for their client orders, the best possible result in accordance with paragraph 1.

3. The order execution policy shall include, in respect of each class of instruments, information on the different venues where the investment firm executes its client orders and the factors affecting the choice of execution venue. It shall at least include those venues that enable the investment firm to obtain on a consistent basis the best possible result for the execution of client orders.

   Member States shall require that investment firms provide appropriate information to their clients on their order execution policy. Member States shall require that investment firms obtain the prior consent of their clients to the execution policy.

   Member States shall require that, where the order execution policy provides for the possibility that client orders may be executed outside a regulated market or an MTF, the investment firm shall, in particular, inform its clients about this possibility. Member States shall require that investment firms obtain the prior express consent of their clients before proceeding to execute their orders outside a regulated market or an MTF. Investment firms may obtain this consent either in the form of a general agreement or in respect of individual transactions.

4. Member States shall require investment firms to monitor the effectiveness of their order execution arrangements and execution policy in order to identify and, where appropriate, correct any deficiencies. In particular, they shall assess, on a regular basis, whether the execution venues included in the order execution policy provide for the best possible result for the client or whether they need to make changes to their execution arrangements. Member States shall require investment firms to notify clients of any material changes to their order execution arrangements or execution policy.

5. Member States shall require investment firms to be able to demonstrate to their clients, at their request, that they have executed their orders in accordance with the firm's execution policy.

6. In order to ensure the protection necessary for investors, the fair and orderly functioning of markets, and to ensure the uniform application of paragraphs 1, 3 and 4, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), adopt implementing measures concerning:

   (a) the criteria for determining the relative importance of the different factors that, pursuant to paragraph 1, may be taken into account for determining the best possible result taking into account the size and type of order and the retail or professional nature of the client;

   (b) factors that may be taken into account by an investment firm when reviewing its execution arrangements and the circumstances under which changes to such arrangements may be appropriate. In particular, the factors for determining which venues enable investment firms to obtain on a consistent basis the best possible result for executing the client orders;

   (c) the nature and extent of the information to be provided to clients on their execution policies, pursuant to paragraph 3.

Article 22

Client order handling rules

1. Member States shall require that investment firms authorised to execute orders on behalf of clients implement procedures and arrangements which provide for the prompt, fair and expeditious execution of client orders, relative to other client orders or the trading interests of the investment firm.

   These procedures or arrangements shall allow for the execution of otherwise comparable client orders in accordance with the time of their reception by the investment firm.

2. Member States shall require that, in the case of a client limit order in respect of shares admitted to trading on a regulated market which are not immediately executed under prevailing market conditions, investment firms are, unless the client expressly instructs otherwise, to take measures to facilitate the earliest possible execution of that order by making public immediately that client limit order in a manner which is easily accessible to other market participants. Member States may decide that investment firms comply with this obligation by transmitting the client limit order to a regulated market and/or MTF. Member States shall provide that the competent authorities may waive the obligation to make public a limit order that is large in scale compared with normal market size as determined under Article 44(2).

3. In order to ensure that measures for the protection of investors and fair and orderly functioning of markets take account of technical developments in financial markets, and to ensure the uniform application of paragraphs 1 and 2, the Commission shall adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures which define:
   (a) the conditions and nature of the procedures and arrangements which result in the prompt, fair and expeditious execution of client orders and the situations in which or types of transaction for which investment firms may reasonably deviate from prompt execution so as to obtain more favourable terms for clients;
   (b) the different methods through which an investment firm can be deemed to have met its obligation to disclose not immediately executable client limit orders to the market.

Article 23

Obligations of investment firms when appointing tied agents

1. Member States may decide to allow an investment firm to appoint tied agents for the purposes of promoting the services of the investment firm, soliciting business or receiving orders from clients or potential clients and transmitting them, placing financial instruments and providing advice in respect of such financial instruments and services offered by that investment firm.
2. Member States shall require that where an investment firm decides to appoint a tied agent it remains fully and unconditionally responsible for any action or omission on the part of the tied agent when acting on behalf of the firm. Member States shall require the investment firm to ensure that a tied agent discloses the capacity in which he is acting and the firm which he is representing when contacting or before dealing with any client or potential client.

   Member States may allow, in accordance with Article 13(6), (7) and (8), tied agents registered in their territory to handle clients' money and/or financial instruments on behalf and under the full responsibility of the investment firm for which they are acting within their territory or, in the case of a cross-border operation, in the territory of a Member State which allows a tied agent to handle clients' money.

   Member States shall require the investment firms to monitor the activities of their tied agents so as to ensure that they continue to comply with this Directive when acting through tied agents.
3. Member States that decide to allow investment firms to appoint tied agents shall establish a public register. Tied agents shall be registered in the public register in the Member State where they are established.

   Where the Member State in which the tied agent is established has decided, in accordance with paragraph 1, not to allow the investment firms authorised by their competent authorities to appoint tied agents, those tied agents shall be registered with the competent authority of the home Member State of the investment firm on whose behalf it acts.

   Member States shall ensure that tied agents are only admitted to the public register if it has been established that they are of sufficiently good repute and that they possess appropriate general, commercial and professional knowledge so as to be able to communicate accurately all relevant information regarding the proposed service to the client or potential client.

   Member States may decide that investment firms can verify whether the tied agents which they have appointed are of sufficiently good repute and possess the knowledge as referred to in the third subparagraph.

   The register shall be updated on a regular basis. It shall be publicly available for consultation.
4. Member States shall require that investment firms appointing tied agents take adequate measures in order to avoid any negative impact that the activities of the tied agent not covered by the scope of this Directive could have on the activities carried out by the tied agent on behalf of the investment firm.

   Member States may allow competent authorities to collaborate with investment firms and credit institutions, their associations and other entities in registering tied agents and in monitoring compliance of tied agents with the requirements of paragraph 3. In particular, tied agents may be registered by an investment firm, credit institution or their associations and other entities under the supervision of the competent authority.
5. Member States shall require that investment firms appoint only tied agents entered in the public registers referred to in paragraph 3.
6. Member States may reinforce the requirements set out in this Article or add other requirements for tied agents registered within their jurisdiction.

Article 24

Transactions executed with eligible counterparties

1. Member States shall ensure that investment firms authorised to execute orders on behalf of clients and/or to deal on own account and/or to receive and transmit orders, may bring about or enter into transactions with eligible counterparties without being obliged to comply with the obligations under Articles 19, 21 and 22(1) in respect of those transactions or in respect of any ancillary service directly related to those transactions.
2. Member States shall recognise as eligible counterparties for the purposes of this Article investment firms, credit institutions, insurance companies, UCITS and their management companies, pension funds and their management companies, other financial institutions authorised or regulated under Community legislation or the national law of a Member State, undertakings exempted from the application of this Directive under Article 2(1)(k) and (l), national governments and their corresponding offices including public bodies that deal with public debt, central banks and supranational organisations.

   Classification as an eligible counterparty under the first subparagraph shall be without prejudice to the right of such entities to request, either on a general form or on a trade-by-trade basis, treatment as clients whose business with the investment firm is subject to Articles 19, 21 and 22.
3. Member States may also recognise as eligible counterparties other undertakings meeting pre-determined proportionate requirements, including quantitative thresholds. In the event of a transaction where the prospective counterparties are located in different jurisdictions, the investment firm shall defer to the status of the other undertaking as determined by the law or measures of the Member State in which that undertaking is established.

   Member States shall ensure that the investment firm, when it enters into transactions in accordance with paragraph 1 with such undertakings, obtains the express confirmation from the prospective counterparty that it agrees to be treated as an eligible counterparty. Member States shall allow the investment firm to obtain this confirmation either in the form of a general agreement or in respect of each individual transaction.
4. Member States may recognise as eligible counterparties third country entities equivalent to those categories of entities mentioned in paragraph 2.

   Member States may also recognise as eligible counterparties third country undertakings such as those mentioned in paragraph 3 on the same conditions and subject to the same requirements as those laid down at paragraph 3.
5. In order to ensure the uniform application of paragraphs 2, 3 and 4 in the light of changing market practice and to facilitate the effective operation of the single market, the Commission may adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures which define:
   (a) the procedures for requesting treatment as clients under paragraph 2;
   (b) the procedures for obtaining the express confirmation from prospective counterparties under paragraph 3;
   (c) the predetermined proportionate requirements, including quantitative thresholds that would allow an undertaking to be considered as an eligible counterparty under paragraph 3.

Section 3

Market transparency and integrity

Article 25

Obligation to uphold integrity of markets, report transactions and maintain records

1. Without prejudice to the allocation of responsibilities for enforcing the provisions of Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)[21], Member States shall ensure that appropriate measures are in place to enable the competent authority to monitor the activities of investment firms to ensure that they act honestly, fairly and professionally and in a manner which promotes the integrity of the market.
2. Member States shall require investment firms to keep at the disposal of the competent authority, for at least five years, the relevant data relating to all transactions in financial instruments which they have carried out, whether on own account or on behalf of a client. In the case of transactions carried out on behalf of clients, the records shall contain all the information and

[21] OJ L 96, 12.4.2003, p. 16.

details of the identity of the client, and the information required under Council Directive 91/308/EEC of 10 June 1991 on prevention of the use of the financial system for the purpose of money laundering[22].

3. Member States shall require investment firms which execute transactions in any financial instruments admitted to trading on a regulated market to report details of such transactions to the competent authority as quickly as possible, and no later than the close of the following working day. This obligation shall apply whether or not such transactions were carried out on a regulated market.

   The competent authorities shall, in accordance with Article 58, establish the necessary arrangements in order to ensure that the competent authority of the most relevant market in terms of liquidity for those financial instruments also receives this information.
4. The reports shall, in particular, include details of the names and numbers of the instruments bought or sold, the quantity, the dates and times of execution and the transaction prices and means of identifying the investment firms concerned.
5. Member States shall provide for the reports to be made to the competent authority either by the investment firm itself, a third party acting on its behalf or by a trade-matching or reporting system approved by the competent authority or by the regulated market or MTF through whose systems the transaction was completed. In cases where transactions are reported directly to the competent authority by a regulated market, an MTF, or a trade-matching or reporting system approved by the competent authority, the obligation on the investment firm laid down in paragraph 3 may be waived.
6. When, in accordance with Article 32(7), reports provided for under this Article are transmitted to the competent authority of the host Member State, it shall transmit this information to the competent authorities of the home Member State of the investment firm, unless they decide that they do not want to receive this information.
7. In order to ensure that measures for the protection of market integrity are modified to take account of technical developments in financial markets, and to ensure the uniform application of paragraphs 1 to 5, the Commission may adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures which define the methods and arrangements for reporting financial transactions, the form and content of these reports and the criteria for defining a relevant market in accordance with paragraph 3.

Article 26

Monitoring of compliance with the rules of the MTF and with other legal obligations

1. Member States shall require that investment firms and market operators operating an MTF establish and maintain effective arrangements and procedures, relevant to the MTF, for the regular monitoring of the compliance by its users with its rules. Investment firms and market operators operating an MTF shall monitor the transactions undertaken by their users under their systems in order to identify breaches of those rules, disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse.
2. Member States shall require investment firms and market operators operating an MTF to report significant breaches of its rules or disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse to the competent authority. Member States shall also require investment firms and market operators operating an MTF to supply the relevant information without delay to the authority competent for the investigation and prosecution of market abuse and to provide full assistance to the latter in investigating and prosecuting market abuse occurring on or through its systems.

Article 27

Obligation for investment firms to make public firm quotes

1. Member States shall require systematic internalisers in shares to publish a firm quote in those shares admitted to trading on a regulated market for which they are systematic internalisers and for which there is a liquid market. In the case of shares for which there is not a liquid market, systematic internalisers shall disclose quotes to their clients on request.

   The provisions of this Article shall be applicable to systematic internalisers when dealing for sizes up to standard market size. Systematic internalisers that only deal in sizes above standard market size shall not be subject to the provisions of this Article.

[22] OJ L 166, 28.6.1991, p. 77. Directive as last amended by Directive 2001/97/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 344, 28.12.2001, p. 76).

Systematic internalisers may decide the size or sizes at which they will quote. For a particular share each quote shall include a firm bid and/or offer price or prices for a size or sizes which could be up to standard market size for the class of shares to which the share belongs. The price or prices shall also reflect the prevailing market conditions for that share.

Shares shall be grouped in classes on the basis of the arithmetic average value of the orders executed in the market for that share. The standard market size for each class of shares shall be a size representative of the arithmetic average value of the orders executed in the market for the shares included in each class of shares. The market for each share shall be comprised of all orders executed in the European Union in respect of that share excluding those large in scale compared to normal market size for that share.

2. The competent authority of the most relevant market in terms of liquidity as defined in Article 25 for each share shall determine at least annually, on the basis of the arithmetic average value of the orders executed in the market in respect of that share, the class of shares to which it belongs. This information shall be made public to all market participants.
3. Systematic internalisers shall make public their quotes on a regular and continuous basis during normal trading hours. They shall be entitled to update their quotes at any time. They shall also be allowed, under exceptional market conditions, to withdraw their quotes.

   The quote shall be made public in a manner which is easily accessible to other market participants on a reasonable commercial basis.

   Systematic internalisers shall, while complying with the provisions set down in Article 21, execute the orders they receive from their retail clients in relation to the shares for which they are systematic internalisers at the quoted prices at the time of reception of the order.

   Systematic internalisers shall execute the orders they receive from their professional clients in relation to the shares for which they are systematic internalisers at the quoted price at the time of reception of the order. However, they may execute those orders at a better price in justified cases provided that this price falls within a public range close to market conditions and provided that the orders are of a size bigger than the size customarily undertaken by a retail investor.

   Furthermore, systematic internalisers may execute orders they receive from their professional clients at prices different than their quoted ones without having to comply with the conditions established in the fourth subparagraph, in respect of transactions where execution in several securities is part of one transaction or in respect of orders that are subject to conditions other than the current market price.

   Where a systematic internaliser who quotes only one quote or whose highest quote is lower than the standard market size receives an order from a client of a size bigger than its quotation size, but lower than the standard market size, it may decide to execute that part of the order which exceeds its quotation size, provided that it is executed at the quoted price, except where otherwise permitted under the conditions of the previous two subparagraphs. Where the systematic internaliser is quoting in different sizes and receives an order between those sizes, which it chooses to execute, it shall execute the order at one of the quoted prices in compliance with the provisions of Article 22, except where otherwise permitted under the conditions of the previous two subparagraphs.
4. The competent authorities shall check:
   (a) that investment firms regularly update bid and/or offer prices published in accordance with paragraph 1 and maintain prices which reflect the prevailing market conditions;
   (b) that investment firms comply with the conditions for price improvement laid down in the fourth subparagraph of paragraph 3.
5. Systematic internalisers shall be allowed to decide, on the basis of their commercial policy and in an objective non-discriminatory way, the investors to whom they give access to their quotes. To that end there shall be clear standards for governing access to their quotes. Systematic internalisers may refuse to enter into or discontinue business relationships with investors on the basis of commercial considerations such as the investor credit status, the counterparty risk and the final settlement of the transaction.
6. In order to limit the risk of being exposed to multiple transactions from the same client systematic internalisers shall be allowed to limit in a non-discriminatory way the number of transactions from the same client which they undertake to enter at the published conditions. They shall also be allowed, in a non-discriminatory way and in accordance with the provisions of Article 22, to limit the total number of transactions from different clients at the same time

provided that this is allowable only where the number and/or volume of orders sought by clients considerably exceeds the norm.

7. In order to ensure the uniform application of paragraphs 1 to 6, in a manner which supports the efficient valuation of shares and maximises the possibility of investment firms of obtaining the best deal for their clients, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), adopt implementing measures which:
   (a) specify the criteria for application of paragraphs 1 and 2;
   (b) specify the criteria determining when a quote is published on a regular and continuous basis and is easily accessible as well as the means by which investment firms may comply with their obligation to make public their quotes, which shall include the following possibilities:
      (i) through the facilities of any regulated market which has admitted the instrument in question to trading;
      (ii) through the offices of a third party;
      (iii) through proprietary arrangements;
   (c) specify the general criteria for determining those transactions where execution in several securities is part of one transaction or orders that are subject to conditions other than current market price;
   (d) specify the general criteria for determining what can be considered as exceptional market circumstances that allow for the withdrawal of quotes as well as conditions for updating quotes;
   (e) specify the criteria for determining what is a size customarily undertaken by a retail investor.
   (f) specify the criteria for determining what constitutes considerably exceeding the norm as set down in paragraph 6;
   (g) specify the criteria for determining when prices fall within a public range close to market conditions.

Article 28

Post-trade disclosure by investment firms

1. Member States shall, at least, require investment firms which, either on own account or on behalf of clients, conclude transactions in shares admitted to trading on a regulated market outside a regulated market or MTF, to make public the volume and price of those transactions and the time at which they were concluded. This information shall be made public as close to real-time as possible, on a reasonable commercial basis, and in a manner which is easily accessible to other market participants.
2. Member States shall require that the information which is made public in accordance with paragraph 1 and the time-limits within which it is published comply with the requirements adopted pursuant to Article 45. Where the measures adopted pursuant to Article 45 provide for deferred reporting for certain categories of transaction in shares, this possibility shall apply mutatis mutandis to those transactions when undertaken outside regulated markets or MTFs.
3. In order to ensure the transparent and orderly functioning of markets and the uniform application of paragraph 1, the Commission shall adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures which:
   (a) specify the means by which investment firms may comply with their obligations under paragraph 1 including the following possibilities:
      (i) through the facilities of any regulated market which has admitted the instrument in question to trading or through the facilities of an MTF in which the share in question is traded;
      (ii) through the offices of a third party;
      (iii) through proprietary arrangements;
   (b) clarify the application of the obligation under paragraph 1 to transactions involving the use of shares for collateral, lending or other purposes where the exchange of shares is determined by factors other than the current market valuation of the share.

Article 29

Pre-trade transparency requirements for MTFs

1. Member States shall, at least, require that investment firms and market operators operating an MTF make public current bid and offer prices and the depth of trading interests at these prices which are advertised through their systems in respect of shares admitted to trading on a regulated market. Member States shall provide for this information to be made available to the public on reasonable commercial terms and on a continuous basis during normal trading hours.

2. Member States shall provide for the competent authorities to be able to waive the obligation for investment firms or market operators operating an MTF to make public the information referred to in paragraph 1 based on the market model or the type and size of orders in the cases defined in accordance with paragraph 3. In particular, the competent authorities shall be able to waive the obligation in respect of transactions that are large in scale compared with normal market size for the share or type of share in question.
3. In order to ensure the uniform application of paragraphs 1 and 2, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2) adopt implementing measures as regards:
   (a) the range of bid and offers or designated market-maker quotes, and the depth of trading interest at those prices, to be made public;
   (b) the size or type of orders for which pre-trade disclosure may be waived under paragraph 2;
   (c) the market model for which pre-trade disclosure may be waived under paragraph 2 and in particular, the applicability of the obligation to trading methods operated by an MTF which conclude transactions under their rules by reference to prices established outside the systems of the MTF or by periodic auction.

   Except where justified by the specific nature of the MTF, the content of these implementing measures shall be equal to that of the implementing measures provided for in Article 44 for regulated markets.

Article 30

Post-trade transparency requirements for MTFs

1. Member States shall, at least, require that investment firms and market operators operating an MTF make public the price, volume and time of the transactions executed under its systems in respect of shares which are admitted to trading on a regulated market. Member States shall require that details of all such transactions be made public, on a reasonable commercial basis, as close to real-time as possible. This requirement shall not apply to details of trades executed on an MTF that are made public under the systems of a regulated market.
2. Member States shall provide that the competent authority may authorise investment firms or market operators operating an MTF to provide for deferred publication of the details of transactions based on their type or size. In particular, the competent authorities may authorise the deferred publication in respect of transactions that are large in scale compared with the normal market size for that share or that class of shares. Member States shall require MTFs to obtain the competent authority's prior approval to proposed arrangements for deferred trade-publication, and shall require that these arrangements be clearly disclosed to market participants and the investing public.
3. In order to provide for the efficient and orderly functioning of financial markets, and to ensure the uniform application of paragraphs 1 and 2, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2) adopt implementing measures in respect of:
   (a) the scope and content of the information to be made available to the public;
   (b) the conditions under which investment firms or market operators operating an MTF may provide for deferred publication of trades and the criteria to be applied when deciding the transactions for which, due to their size or the type of share involved, deferred publication is allowed.

   Except where justified by the specific nature of the MTF, the content of these implementing measures shall be equal to that of the implementing measures provided for in Article 45 for regulated markets.

Chapter III

Rights of investment firms

Article 31

Freedom to provide investment services and activities

1. Member States shall ensure that any investment firm authorised and supervised by the competent authorities of another Member State in accordance with this Directive, and in respect of credit institutions in accordance with Directive 2000/12/EC, may freely perform investment services and/or activities as well as ancillary services within their territories, provided that such services and activities are covered by its authorisation. Ancillary services may only be provided together with an investment service and/or activity.

Member States shall not impose any additional requirements on such an investment firm or credit institution in respect of the matters covered by this Directive.

2. Any investment firm wishing to provide services or activities within the territory of another Member State for the first time, or which wishes to change the range of services or activities so provided, shall communicate the following information to the competent authorities of its home Member State:
   (a) the Member State in which it intends to operate;
   (b) a programme of operations stating in particular the investment services and/or activities as well as ancillary services which it intends to perform and whether it intends to use tied agents in the territory of the Member States in which it intends to provide services.

   In cases where the investment firm intends to use tied agents, the competent authority of the home Member State of the investment firm shall, at the request of the competent authority of the host Member State and within a reasonable time, communicate the identity of the tied agents that the investment firm intends to use in that Member State. The host Member State may make public such information.
3. The competent authority of the home Member State shall, within one month of receiving the information, forward it to the competent authority of the host Member State designated as contact point in accordance with Article 56(1). The investment firm may then start to provide the investment service or services concerned in the host Member State.
4. In the event of a change in any of the particulars communicated in accordance with paragraph 2, an investment firm shall give written notice of that change to the competent authority of the home Member State at least one month before implementing the change. The competent authority of the home Member State shall inform the competent authority of the host Member State of those changes.
5. Member States shall, without further legal or administrative requirement, allow investment firms and market operators operating MTFs from other Member States to provide appropriate arrangements on their territory so as to facilitate access to and use of their systems by remote users or participants established in their territory.
6. The investment firm or the market operator that operates an MTF shall communicate to the competent authority of its home Member State the Member State in which it intends to provide such arrangements. The competent authority of the home Member State of the MTF shall communicate, within one month, this information to the Member State in which the MTF intends to provide such arrangements.

   The competent authority of the home Member State of the MTF shall, on the request of the competent authority of the host Member State of the MTF and within a reasonable delay, communicate the identity of the members or participants of the MTF established in that Member State.

Article 32

Establishment of a branch

1. Member States shall ensure that investment services and/or activities as well as ancillary services may be provided within their territories in accordance with this Directive and Directive 2000/12/EC through the establishment of a branch provided that those services and activities are covered by the authorisation granted to the investment firm or the credit institution in the home Member State. Ancillary services may only be provided together with an investment service and/or activity.

   Member States shall not impose any additional requirements save those allowed under paragraph 7, on the organisation and operation of the branch in respect of the matters covered by this Directive.
2. Member States shall require any investment firm wishing to establish a branch within the territory of another Member State first to notify the competent authority of its home Member State and to provide it with the following information:
   (a) the Member States within the territory of which it plans to establish a branch;
   (b) a programme of operations setting out inter alia the investment services and/or activities as well as the ancillary services to be offered and the organisational structure of the branch and indicating whether the branch intends to use tied agents;
   (c) the address in the host Member State from which documents may be obtained;
   (d) the names of those responsible for the management of the branch.

In cases where an investment firm uses a tied agent established in a Member State outside its home Member State, such tied agent shall be assimilated to the branch and shall be subject to the provisions of this Directive relating to branches.

3. Unless the competent authority of the home Member State has reason to doubt the adequacy of the administrative structure or the financial situation of an investment firm, taking into account the activities envisaged, it shall, within three months of receiving all the information, communicate that information to the competent authority of the host Member State designated as contact point in accordance with Article 56(1) and inform the investment firm concerned accordingly.
4. In addition to the information referred to in paragraph 2, the competent authority of the home Member State shall communicate details of the accredited compensation scheme of which the investment firm is a member in accordance with Directive 97/9/EC to the competent authority of the host Member State. In the event of a change in the particulars, the competent authority of the home Member State shall inform the competent authority of the host Member State accordingly.
5. Where the competent authority of the home Member State refuses to communicate the information to the competent authority of the host Member State, it shall give reasons for its refusal to the investment firm concerned within three months of receiving all the information.
6. On receipt of a communication from the competent authority of the host Member State, or failing such communication from the latter at the latest after two months from the date of transmission of the communication by the competent authority of the home Member State, the branch may be established and commence business.
7. The competent authority of the Member State in which the branch is located shall assume responsibility for ensuring that the services provided by the branch within its territory comply with the obligations laid down in Articles 19, 21, 22, 25, 27 and 28 and in measures adopted pursuant thereto.

   The competent authority of the Member State in which the branch is located shall have the right to examine branch arrangements and to request such changes as are strictly needed to enable the competent authority to enforce the obligations under Articles 19, 21, 22, 25, 27 and 28 and measures adopted pursuant thereto with respect to the services and/or activities provided by the branch within its territory.
8. Each Member State shall provide that, where an investment firm authorised in another Member State has established a branch within its territory, the competent authority of the home Member State of the investment firm, in the exercise of its responsibilities and after informing the competent authority of the host Member State, may carry out on-site inspections in that branch.
9. In the event of a change in any of the information communicated in accordance with paragraph 2, an investment firm shall give written notice of that change to the competent authority of the home Member State at least one month before implementing the change. The competent authority of the host Member State shall also be informed of that change by the competent authority of the home Member State.

Article 33

Access to regulated markets

1. Member States shall require that investment firms from other Member States which are authorised to execute client orders or to deal on own account have the right of membership or have access to regulated markets established in their territory by means of any of the following arrangements:
   (a) directly, by setting up branches in the host Member States;
   (b) by becoming remote members of or having remote access to the regulated market without having to be established in the home Member State of the regulated market, where the trading procedures and systems of the market in question do not require a physical presence for conclusion of transactions on the market.
2. Member States shall not impose any additional regulatory or administrative requirements, in respect of matters covered by this Directive, on investment firms exercising the right conferred by paragraph 1.

Article 34

Access to central counterparty, clearing and settlement facilities and right to designate settlement system

1. Member States shall require that investment firms from other Member States have the right of access to central counterparty, clearing and

settlement systems in their territory for the purposes of finalising or arranging the finalisation of transactions in financial instruments.

Member States shall require that access of those investment firms to such facilities be subject to the same non-discriminatory, transparent and objective criteria as apply to local participants. Member States shall not restrict the use of those facilities to the clearing and settlement of transactions in financial instruments undertaken on a regulated market or MTF in their territory.

2. Member States shall require that regulated markets in their territory offer all their members or participants the right to designate the system for the settlement of transactions in financial instruments undertaken on that regulated market, subject to:
   (a) such links and arrangements between the designated settlement system and any other system or facility as are necessary to ensure the efficient and economic settlement of the transaction in question; and
   (b) agreement by the competent authority responsible for the supervision of the regulated market that technical conditions for settlement of transactions concluded on the regulated market through a settlement system other than that designated by the regulated market are such as to allow the smooth and orderly functioning of financial markets.

   This assessment of the competent authority of the regulated market shall be without prejudice to the competencies of the national central banks as overseers of settlement systems or other supervisory authorities on such systems. The competent authority shall take into account the oversight/supervision already exercised by those institutions in order to avoid undue duplication of control.
3. The rights of investment firms under paragraphs 1 and 2 shall be without prejudice to the right of operators of central counterparty, clearing or securities settlement systems to refuse on legitimate commercial grounds to make the requested services available.

Article 35

Provisions regarding central counterparty, clearing and settlement arrangements in respect of MTFs

1. Member States shall not prevent investment firms and market operators operating an MTF from entering into appropriate arrangements with a central counterparty or clearing house and a settlement system of another Member State with a view to providing for the clearing and/or settlement of some or all trades concluded by market participants under their systems.
2. The competent authority of investment firms and market operators operating an MTF may not oppose the use of central counterparty, clearing houses and/or settlement systems in another Member State except where this is demonstrably necessary in order to maintain the orderly functioning of that MTF and taking into account the conditions for settlement systems established in Article 34(2).

   In order to avoid undue duplication of control, the competent authority shall take into account the oversight/supervision of the clearing and settlement system already exercised by the national central banks as overseers of clearing and settlement systems or by other supervisory authorities with a competence in such systems.

Title III

Regulated markets

Article 36

Authorisation and applicable law

1. Member States shall reserve authorisation as a regulated market to those systems which comply with the provisions of this Title.

   Authorisation as a regulated market shall be granted only where the competent authority is satisfied that both the market operator and the systems of the regulated market comply at least with the requirements laid down in this Title.

   In the case of a regulated market that is a legal person and that is managed or operated by a market operator other than the regulated market itself, Member States shall establish how the different obligations imposed on the market operator under this Directive are to be allocated between the regulated market and the market operator.

   The operator of the regulated market shall provide all information, including a programme of operations setting out inter alia the types of business envisaged and the organisational structure, necessary to enable the competent authority to satisfy itself that the regulated market has established, at the time of initial authorisation, all the necessary arran-

gements to meet its obligations under the provisions of this Title.

2. Member States shall require the operator of the regulated market to perform tasks relating to the organisation and operation of the regulated market under the supervision of the competent authority. Member States shall ensure that competent authorities keep under regular review the compliance of regulated markets with the provisions of this Title. They shall also ensure that competent authorities monitor that regulated markets comply at all times with the conditions for initial authorisation established under this Title.
3. Member States shall ensure that the market operator is responsible for ensuring that the regulated market that he manages complies with all requirements under this Title.

   Member States shall also ensure that the market operator is entitled to exercise the rights that correspond to the regulated market that he manages by virtue of this Directive.
4. Without prejudice to any relevant provisions of Directive 2003/6/EC, the public law governing the trading conducted under the systems of the regulated market shall be that of the home Member State of the regulated market.
5. The competent authority may withdraw the authorisation issued to a regulated market where it:
   (a) does not make use of the authorisation within 12 months, expressly renounces the authorisation or has not operated for the preceding six months, unless the Member State concerned has provided for authorisation to lapse in such cases;
   (b) has obtained the authorisation by making false statements or by any other irregular means;
   (c) no longer meets the conditions under which authorisation was granted;
   (d) has seriously and systematically infringed the provisions adopted pursuant to this Directive;
   (e) falls within any of the cases where national law provides for withdrawal.

Article 37

Requirements for the management of the regulated market

1. Member States shall require the persons who effectively direct the business and the operations of the regulated market to be of sufficiently good repute and sufficiently experienced as to ensure the sound and prudent management and operation of the regulated market. Member States shall also require the operator of the regulated market to inform the competent authority of the identity and any other subsequent changes of the persons who effectively direct the business and the operations of the regulated market.

   The competent authority shall refuse to approve proposed changes where there are objective and demonstrable grounds for believing that they pose a material threat to the sound and prudent management and operation of the regulated market.
2. Member States shall ensure that, in the process of authorisation of a regulated market, the person or persons who effectively direct the business and the operations of an already authorised regulated market in accordance with the conditions of this Directive are deemed to comply with the requirements laid down in paragraph 1.

Article 38

Requirements relating to persons exercising significant influence over the management of the regulated market

1. Member States shall require the persons who are in a position to exercise, directly or indirectly, significant influence over the management of the regulated market to be suitable.
2. Member States shall require the operator of the regulated market:
   (a) to provide the competent authority with, and to make public, information regarding the ownership of the regulated market and/or the market operator, and in particular, the identity and scale of interests of any parties in a position to exercise significant influence over the management;
   (b) to inform the competent authority of and to make public any transfer of ownership which gives rise to a change in the identity of the persons exercising significant influence over the operation of the regulated market.
3. The competent authority shall refuse to approve proposed changes to the controlling interests of the regulated market and/or the market operator where there are objective and demonstrable grounds for believing that they would pose a threat to the sound and prudent management of the regulated market.

Article 39

Organisational requirements

Member States shall require the regulated market:

(a) to have arrangements to identify clearly and manage the potential adverse consequences, for the operation of the regulated market or for its participants, of any conflict of interest between the interest of the regulated market, its owners or its operator and the sound functioning of the regulated market, and in particular where such conflicts of interest might prove prejudicial to the accomplishment of any functions delegated to the regulated market by the competent authority;

(b) to be adequately equipped to manage the risks to which it is exposed, to implement appropriate arrangements and systems to identify all significant risks to its operation, and to put in place effective measures to mitigate those risks;

(c) to have arrangements for the sound management of the technical operations of the system, including the establishment of effective contingency arrangements to cope with risks of systems disruptions;

(d) to have transparent and non-discretionary rules and procedures that provide for fair and orderly trading and establish objective criteria for the efficient execution of orders;

(e) to have effective arrangements to facilitate the efficient and timely finalisation of the transactions executed under its systems;

(f) to have available, at the time of authorisation and on an ongoing basis, sufficient financial resources to facilitate its orderly functioning, having regard to the nature and extent of the transactions concluded on the market and the range and degree of the risks to which it is exposed.

Article 40

Admission of financial instruments to trading

1. Member States shall require that regulated markets have clear and transparent rules regarding the admission of financial instruments to trading.

   Those rules shall ensure that any financial instruments admitted to trading in a regulated market are capable of being traded in a fair, orderly and efficient manner and, in the case of transferable securities, are freely negotiable.

2. In the case of derivatives, the rules shall ensure in particular that the design of the derivative contract allows for its orderly pricing as well as for the existence of effective settlement conditions.

3. In addition to the obligations set out in paragraphs 1 and 2, Member States shall require the regulated market to establish and maintain effective arrangements to verify that issuers of transferable securities that are admitted to trading on the regulated market comply with their obligations under Community law in respect of initial, ongoing or ad hoc disclosure obligations.

   Member States shall ensure that the regulated market establishes arrangements which facilitate its members or participants in obtaining access to information which has been made public under Community law.

4. Member States shall ensure that regulated markets have established the necessary arrangements to review regularly the compliance with the admission requirements of the financial instruments which they admit to trading.

5. A transferable security that has been admit2ted to trading on a regulated market can subsequently be admitted to trading on other regulated markets, even without the consent of the issuer and in compliance with the relevant provisions of Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of... on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC[23]. The issuer shall be informed by the regulated market of the fact that its securities are traded on that regulated market. The issuer shall not be subject to any obligation to provide information required under paragraph 3 directly to any regulated market which has admitted the issuer's securities to trading without its consent.

6. In order to ensure the uniform application of paragraphs 1 to 5, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2) adopt implementing measures which:

   (a) specify the characteristics of different classes of instruments to be taken into account by the regulated market when assessing whether an instrument is issued in a manner consistent with the conditions laid down in the second subparagraph of paragraph 1 for admission to trading on the different market segments which it operates;

   (b) clarify the arrangements that the regulated market is to implement so as to be considered to have fulfilled its obligation to verify that the issuer of a transferable security

[23] OJ L

complies with its obligations under Community law in respect of initial, ongoing or ad hoc disclosure obligations;

(c) clarify the arrangements that the regulated market has to establish pursuant to paragraph 3 in order to facilitate its members or participants in obtaining access to information which has been made public under the conditions established by Community law.

Article 41

Suspension and removal of instruments from trading

1. Without prejudice to the right of the competent authority under Article 50(2)(j) and (k) to demand suspension or removal of an instrument from trading, the operator of the regulated market may suspend or remove from trading a financial instrument which no longer complies with the rules of the regulated market unless such a step would be likely to cause significant damage to the investors' interests or the orderly functioning of the market.

   Notwithstanding the possibility for the operators of regulated markets to inform directly the operators of other regulated markets, Member States shall require that an operator of a regulated market that suspends or removes from trading a financial instrument make public this decision and communicates relevant information to the competent authority. The competent authority shall inform the competent authorities of the other Member States.

2. A competent authority which demands the suspension or removal of a financial instrument from trading on one or more regulated markets shall immediately make public its decision and inform the competent authorities of the other Member States. Except where it could cause significant damage to the investors' interests or the orderly functioning of the market the competent authorities of the other Member States shall demand the suspension or removal of that financial instrument from trading on the regulated markets and MTFs that operate under their authority.

Article 42

Access to the regulated market

1. Member States shall require the regulated market to establish and maintain transparent and non-discriminatory rules, based on objective criteria, governing access to or membership of the regulated market.

2. Those rules shall specify any obligations for the members or participants arising from:
   (a) the constitution and administration of the regulated market;
   (b) rules relating to transactions on the market;
   (c) professional standards imposed on the staff of the investment firms or credit institutions that are operating on the market;
   (d) the conditions established, for members or participants other than investment firms and credit institutions, under paragraph 3;
   (e) the rules and procedures for the clearing and settlement of transactions concluded on the regulated market.

3. Regulated markets may admit as members or participants investment firms, credit institutions authorised under Directive 2000/12/EC and other persons who:
   (a) are fit and proper;
   (b) have a sufficient level of trading ability and competence;
   (c) have, where applicable, adequate organisational arrangements;
   (d) have sufficient resources for the role they are to perform, taking into account the different financial arrangements that the regulated market may have established in order to guarantee the adequate settlement of transactions.

4. Member States shall ensure that, for the transactions concluded on a regulated market, members and participants are not obliged to apply to each other the obligations laid down in Articles 19, 21 and 22. However, the members or participants of the regulated market shall apply the obligations provided for in Articles 19, 21 and 22 with respect to their clients when they, acting on behalf of their clients, execute their orders on a regulated market.

5. Member States shall ensure that the rules on access to or membership of the regulated market provide for the direct or remote participation of investment firms and credit institutions.

6. Member States shall, without further legal or administrative requirements, allow regulated markets from other Member States to provide appropriate arrangements on their territory so as to facilitate access to and trading on those markets by remote members or participants established in their territory.

   The regulated market shall communicate to the competent authority of its home Member State the Member State in which it intends to provide such arrangements. The competent authority of the home Member State shall com-

municate, within one month, this information to the Member State in which the regulated market intends to provide such arrangements.

The competent authority of the home Member State of the regulated market shall, on the request of the competent authority of the host Member State and within a reasonable time, communicate the identity of the members or participants of the regulated market established in that Member State.

7. Member States shall require the operator of the regulated market to communicate, on a regular basis, the list of the members and participants of the regulated market to the competent authority of the regulated market.

Article 43

Monitoring of compliance with the rules of the regulated market and with other legal obligations

1. Member States shall require that regulated markets establish and maintain effective arrangements and procedures for the regular monitoring of the compliance by their members or participants with their rules. Regulated markets shall monitor the transactions undertaken by their members or participants under their systems in order to identify breaches of those rules, disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse.
2. Member States shall require the operators of the regulated markets to report significant breaches of their rules or disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse to the competent authority of the regulated market. Member States shall also require the operator of the regulated market to supply the relevant information without delay to the authority competent for the investigation and prosecution of market abuse on the regulated market and to provide full assistance to the latter in investigating and prosecuting market abuse occurring on or through the systems of the regulated market.

Article 44

Pre-trade transparency requirements for regulated markets

1. Member States shall, at least, require regulated markets to make public current bid and offer prices and the depth of trading interests at those prices which are advertised through their systems for shares admitted to trading. Member States shall require this information to be made available to the public on reasonable commercial terms and on a continuous basis during normal trading hours.

   Regulated markets may give access, on reasonable commercial terms and on a non-discriminatory basis, to the arrangements they employ for making public the information under the first subparagraph to investment firms which are obliged to publish their quotes in shares pursuant to Article 27.
2. Member States shall provide that the competent authorities are to be able to waive the obligation for regulated markets to make public the information referred to in paragraph 1 based on the market model or the type and size of orders in the cases defined in accordance with paragraph 3. In particular, the competent authorities shall be able to waive the obligation in respect of transactions that are large in scale compared with normal market size for the share or type of share in question.
3. In order to ensure the uniform application of paragraphs 1 and 2, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2) adopt implementing measures as regards:
   (a) the range of bid and offers or designated market-maker quotes, and the depth of trading interest at those prices, to be made public;
   (b) the size or type of orders for which pre-trade disclosure may be waived under paragraph 2;
   (c) the market model for which pre-trade disclosure may be waived under paragraph 2, and in particular, the applicability of the obligation to trading methods operated by regulated markets which conclude transactions under their rules by reference to prices established outside the regulated market or by periodic auction.

Article 45

Post-trade transparency requirements for regulated markets

1. Member States shall, at least, require regulated markets to make public the price, volume and time of the transactions executed in respect of shares admitted to trading. Member States shall require details of all such transactions to be made public, on a reasonable commercial basis and as close to real-time as possible.

   Regulated markets may give access, on reaso-

nable commercial terms and on a non-discriminatory basis, to the arrangements they employ for making public the information under the first subparagraph to investment firms which are obliged to publish the details of their transactions in shares pursuant to Article 28.

2. Member States shall provide that the competent authority may authorise regulated markets to provide for deferred publication of the details of transactions based on their type or size. In particular, the competent authorities may authorise the deferred publication in respect of transactions that are large in scale compared with the normal market size for that share or that class of shares. Member States shall require regulated markets to obtain the competent authority's prior approval of proposed arrangements for deferred trade-publication, and shall require that these arrangements be clearly disclosed to market participants and the investing public.
3. In order to provide for the efficient and orderly functioning of financial markets, and to ensure the uniform application of paragraphs 1 and 2, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2) adopt implementing measures in respect of:
   (a) the scope and content of the information to be made available to the public;
   (b) the conditions under which a regulated market may provide for deferred publication of trades and the criteria to be applied when deciding the transactions for which, due to their size or the type of share involved, deferred publication is allowed.

Article 46

Provisions regarding central counterparty and clearing and settlement arrangements

1. Member States shall not prevent regulated markets from entering into appropriate arrangements with a central counterparty or clearing house and a settlement system of another Member State with a view to providing for the clearing and/or settlement of some or all trades concluded by market participants under their systems.
2. The competent authority of a regulated market may not oppose the use of central counterparty, clearing houses and/or settlement systems in another Member State except where this is demonstrably necessary in order to maintain the orderly functioning of that regulated market and taking into account the conditions for settlement systems established in Article 34(2).

   In order to avoid undue duplication of control, the competent authority shall take into account the oversight/supervision of the clearing and settlement system already exercised by the national central banks as overseers of clearing and settlement systems or by other supervisory authorities with competence in relation to such systems.

Article 47

List of regulated markets

Each Member State shall draw up a list of the regulated markets for which it is the home Member State and shall forward that list to the other Member States and the Commission. A similar communication shall be effected in respect of each change to that list. The Commission shall publish a list of all regulated markets in the *Official Journal of the European Union* and update it at least once a year. The Commission shall also publish and update the list at its website, each time the Member States communicate changes to their lists.

Title IV

Competent authorities

Chapter I

Designation, powers and redress procedures

Article 48

Designation of competent authorities

1. Each Member State shall designate the competent authorities which are to carry out each of the duties provided for under the different provisions of this Directive. Member States shall inform the Commission and the competent authorities of other Member States of the identity of the competent authorities responsible for enforcement of each of those duties, and of any division of those duties.
2. The competent authorities referred to in paragraph 1 shall be public authorities, without prejudice to the possibility of delegating tasks to other entities where that is expressly provided for in Articles 5(5), 16(3), 17(2) and 23(4).

   Any delegation of tasks to entities other than the authorities referred to in paragraph 1 may not involve either the exercise of public authority or the use of discretionary powers of judgement. Member States shall require that, prior to delegation, competent authorities take all reasonable steps to ensure that the entity to which tasks are to be delegated has the capa-

city and resources to effectively execute all tasks and that the delegation takes place only if a clearly defined and documented framework for the exercise of any delegated tasks has been established stating the tasks to be undertaken and the conditions under which they are to be carried out. These conditions shall include a clause obliging the entity in question to act and be organised in such a manner as to avoid conflict of interest and so that information obtained from carrying out the delegated tasks is not used unfairly or to prevent competition. In any case, the final responsibility for supervising compliance with this Directive and with its implementing measures shall lie with the competent authority or authorities designated in accordance with paragraph 1.

Member States shall inform the Commission and the competent authorities of other Member States of any arrangements entered into with regard to delegation of tasks, including the precise conditions regulating such delegation.

3. The Commission shall publish a list of the competent authorities referred to in paragraphs 1 and 2 in the *Official Journal of the European Union* at least once a year and update it continuously on its website.

Article 49

Cooperation between authorities in the same Member State

If a Member State designates more than one competent authority to enforce a provision of this Directive, their respective roles shall be clearly defined and they shall cooperate closely.

Each Member State shall require that such cooperation also take place between the competent authorities for the purposes of this Directive and the competent authorities responsible in that Member State for the supervision of credit and other financial institutions, pension funds, UCITS, insurance and reinsurance intermediaries and insurance undertakings.

Member States shall require that competent authorities exchange any information which is essential or relevant to the exercise of their functions and duties.

Article 50

Powers to be made available to competent authorities

1. Competent authorities shall be given all supervisory and investigatory powers that are necessary for the exercise of their functions. Within the limits provided for in their national legal frameworks they shall exercise such powers:
   (a) directly; or
   (b) in collaboration with other authorities; or
   (c) under their responsibility by delegation to entities to which tasks have been delegated according to Article 48(2); or
   (d) by application to the competent judicial authorities.
2. The powers referred to in paragraph 1 shall be exercised in conformity with national law and shall include, at least, the rights to:
   (a) have access to any document in any form whatsoever and to receive a copy of it;
   (b) demand information from any person and if necessary to summon and question a person with a view to obtaining information;
   (c) carry out on-site inspections;
   (d) require existing telephone and existing data traffic records;
   (e) require the cessation of any practice that is contrary to the provisions adopted in the implementation of this Directive;
   (f) request the freezing and/or the sequestration of assets;
   (g) request temporary prohibition of professional activity;
   (h) require authorised investment firms and regulated markets' auditors to provide information;
   (i) adopt any type of measure to ensure that investment firms and regulated markets continue to comply with legal requirements;
   (j) require the suspension of trading in a financial instrument;
   (k) require the removal of a financial instrument from trading, whether on a regulated market or under other trading arrangements;
   (l) refer matters for criminal prosecution;
   (m) allow auditors or experts to carry out verifications or investigations.

Article 51

Administrative sanctions

1. Without prejudice to the procedures for the withdrawal of authorisation or to the right of Member States to impose criminal sanctions, Member States shall ensure, in conformity with their national law, that the appropriate administrative measures can be taken or administrative sanctions be imposed against the persons responsible where the provisions adopted in the

implementation of this Directive have not been complied with. Member States shall ensure that these measures are effective, proportionate and dissuasive.

2. Member States shall determine the sanctions to be applied for failure to cooperate in an investigation covered by Article 50.
3. Member States shall provide that the competent authority may disclose to the public any measure or sanction that will be imposed for infringement of the provisions adopted in the implementation of this Directive, unless such disclosure would seriously jeopardise the financial markets or cause disproportionate damage to the parties involved.

Article 52

Right of appeal

1. Member States shall ensure that any decision taken under laws, regulations or administrative provisions adopted in accordance with this Directive is properly reasoned and is subject to the right to apply to the courts. The right to apply to the courts shall also apply where, in respect of an application for authorisation which provides all the information required, no decision is taken within six months of its submission.
2. Member States shall provide that one or more of the following bodies, as determined by national law, may, in the interests of consumers and in accordance with national law, take action before the courts or competent administrative bodies to ensure that the national provisions for the implementation of this Directive are applied:
   (a) public bodies or their representatives;
   (b) consumer organisations having a legitimate interest in protecting consumers;
   (c) professional organisations having a legitimate interest in acting to protect their members.

Article 53

Extra-judicial mechanism for investors' complaints

1. Member States shall encourage the setting-up of efficient and effective complaints and redress procedures for the out-of-court settlement of consumer disputes concerning the provision of investment and ancillary services provided by investment firms, using existing bodies where appropriate.
2. Member States shall ensure that those bodies are not prevented by legal or regulatory provisions from cooperating effectively in the resolution of cross-border disputes.

Article 54

Professional secrecy

1. Member States shall ensure that competent authorities, all persons who work or who have worked for the competent authorities or entities to whom tasks are delegated pursuant to Article 48(2), as well as auditors and experts instructed by the competent authorities, are bound by the obligation of professional secrecy. No confidential information which they may receive in the course of their duties may be divulged to any person or authority whatsoever, save in summary or aggregate form such that individual investment firms, market operators, regulated markets or any other person cannot be identified, without prejudice to cases covered by criminal law or the other provisions of this Directive.
2. Where an investment firm, market operator or regulated market has been declared bankrupt or is being compulsorily wound up, confidential information which does not concern third parties may be divulged in civil or commercial proceedings if necessary for carrying out the proceeding.
3. Without prejudice to cases covered by criminal law, the competent authorities, bodies or natural or legal persons other than competent authorities which receive confidential information pursuant to this Directive may use it only in the performance of their duties and for the exercise of their functions, in the case of the competent authorities, within the scope of this Directive or, in the case of other authorities, bodies or natural or legal persons, for the purpose for which such information was provided to them and/or in the context of administrative or judicial proceedings specifically related to the exercise of those functions. However, where the competent authority or other authority, body or person communicating information consents thereto, the authority receiving the information may use it for other purposes.
4. Any confidential information received, exchanged or transmitted pursuant to this Directive shall be subject to the conditions of professional secrecy laid down in this Article. Nevertheless, this Article shall not prevent the compe-

tent authorities from exchanging or transmitting confidential information in accordance with this Directive and with other Directives applicable to investment firms, credit institutions, pension funds, UCITS, insurance and reinsurance intermediaries, insurance undertakings regulated markets or market operators or otherwise with the consent of the competent authority or other authority or body or natural or legal person that communicated the information.

5. This Article shall not prevent the competent authorities from exchanging or transmitting in accordance with national law, confidential information that has not been received from a competent authority of another Member State.

Article 55

Relations with auditors

1. Member States shall provide, at least, that any person authorised within the meaning of Eighth Council Directive 84/253/EEC of 10 April 1984 on the approval of persons responsible for carrying out the statutory audits of accounting documents[24], performing in an investment firm the task described in Article 51 of Fourth Council Directive 78/660/EEC of 25 July 1978 on the annual accounts of certain types of companies[25], Article 37 of Directive 83/349/EEC or Article 31 of Directive 85/611/EEC or any other task prescribed by law, shall have a duty to report promptly to the competent authorities any fact or decision concerning that undertaking of which that person has become aware while carrying out that task and which is liable to:
   (a) constitute a material breach of the laws, regulations or administrative provisions which lay down the conditions governing authorisation or which specifically govern pursuit of the activities of investment firms;
   (b) affect the continuous functioning of the investment firm;
   (c) lead to refusal to certify the accounts or to the expression of reservations.

   That person shall also have a duty to report any facts and decisions of which the person becomes aware in the course of carrying out one of the tasks referred to in the first subparagraph in an undertaking having close links with the investment firm within which he is carrying out that task.
2. The disclosure in good faith to the competent authorities, by persons authorised within the meaning of Directive 84/253/EEC, of any fact or decision referred to in paragraph 1 shall not constitute a breach of any contractual or legal restriction on disclosure of information and shall not involve such persons in liability of any kind.

Chapter II

Cooperation between competent authorities of different member states

Article 56

Obligation to cooperate

1. Competent authorities of different Member States shall cooperate with each other whenever necessary for the purpose of carrying out their duties under this Directive, making use of their powers whether set out in this Directive or in national law.

   Competent authorities shall render assistance to competent authorities of the other Member States. In particular, they shall exchange information and cooperate in any investigation or supervisory activities.

   In order to facilitate and accelerate cooperation, and more particularly exchange of information, Member States shall designate one single competent authority as a contact point for the purposes of this Directive. Member States shall communicate to the Commission and to the other Member States the names of the authorities which are designated to receive requests for exchange of information or cooperation pursuant to this paragraph.
2. When, taking into account the situation of the securities markets in the host Member State, the operations of a regulated market that has established arrangements in a host Member State have become of substantial importance for the functioning of the securities markets and the protection of the investors in that host Member State, the home and host competent authorities of the regulated market shall establish proportionate cooperation arrangements.
3. Member States shall take the necessary administrative and organisational measures to facilitate the assistance provided for in paragraph 1.

   Competent authorities may use their powers for the purpose of cooperation, even in cases

[24] OJ L 126, 12.5.1984, p. 20.
[25] OJ L 222, 14.8.1978, p. 11. Directive as last amended by Directive 2003/51/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 178, 17.7.2003, p. 16).

where the conduct under investigation does not constitute an infringement of any regulation in force in that Member State.

4. Where a competent authority has good reasons to suspect that acts contrary to the provisions of this Directive, carried out by entities not subject to its supervision, are being or have been carried out on the territory of another Member State, it shall notify this in as specific a manner as possible to the competent authority of the other Member State. The latter authority shall take appropriate action. It shall inform the notifying competent authority of the outcome of the action and, to the extent possible, of significant interim developments. This paragraph shall be without prejudice to the competences of the competent authority that has forwarded the information.
5. In order to ensure the uniform application of paragraph 2 the Commission may adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures to establish the criteria under which the operations of a regulated market in a host Member State could be considered as of substantial importance for the functioning of the securities markets and the protection of the investors in that host Member State.

Article 57

Cooperation in supervisory activities, on-the-spot verifications or in investigations

A competent authority of one Member State may request the cooperation of the competent authority of another Member State in a supervisory activity or for an on-the-spot verification or in an investigation. In the case of investment firms that are remote members of a regulated market the competent authority of the regulated market may choose to address them directly, in which case it shall inform the competent authority of the home Member State of the remote member accordingly.

Where a competent authority receives a request with respect to an on-the-spot verification or an investigation, it shall, within the framework of its powers:

(a) carry out the verifications or investigations itself; or
(b) allow the requesting authority to carry out the verification or investigation; or
(c) allow auditors or experts to carry out the verification or investigation.

Article 58

Exchange of information

1. Competent authorities of Member States having been designated as contact points for the purposes of this Directive in accordance with Article 56(1) shall immediately supply one another with the information required for the purposes of carrying out the duties of the competent authorities, designated in accordance to Article 48(1), set out in the provisions adopted pursuant to this Directive.

   Competent authorities exchanging information with other competent authorities under this Directive may indicate at the time of communication that such information must not be disclosed without their express agreement, in which case such information may be exchanged solely for the purposes for which those authorities gave their agreement.
2. The competent authority having been designated as the contact point may transmit the information received under paragraph 1 and Articles 55 and 63 to the authorities referred to in Article 49. They shall not transmit it to other bodies or natural or legal persons without the express agreement of the competent authorities which disclosed it and solely for the purposes for which those authorities gave their agreement, except in duly justified circumstances. In this last case, the contact point shall immediately inform the contact point that sent the information.
3. Authorities as referred to in Article 49 as well as other bodies or natural and legal persons receiving confidential information under paragraph 1 of this Article or under Articles 55 and 63 may use it only in the course of their duties, in particular:
   (a) to check that the conditions governing the taking-up of the business of investment firms are met and to facilitate the monitoring, on a non-consolidated or consolidated basis, of the conduct of that business, especially with regard to the capital adequacy requirements imposed by Directive 93/6/EEC, administrative and accounting procedures and internal-control mechanisms;
   (b) to monitor the proper functioning of trading venues;
   (c) to impose sanctions;
   (d) in administrative appeals against decisions by the competent authorities;
   (e) in court proceedings initiated under Article 52; or

(f) in the extra-judicial mechanism for investors' complaints provided for in Article 53.

4. The Commission may adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 64(2), implementing measures concerning procedures for the exchange of information between competent authorities.
5. Articles 54, 58 and 63 shall not prevent a competent authority from transmitting to central banks, the European System of Central Banks and the European Central Bank, in their capacity as monetary authorities, and, where appropriate, to other public authorities responsible for overseeing payment and settlement systems, confidential information intended for the performance of their tasks; likewise such authorities or bodies shall not be prevented from communicating to the competent authorities such information as they may need for the purpose of performing their functions provided for in this Directive.

Article 59

Refusal to cooperate

A competent authority may refuse to act on a request for cooperation in carrying out an investigation, on-the-spot verification or supervisory activity as provided for in Article 57 or to exchange information as provided for in Article 58 only where:

(a) such an investigation, on-the-spot verification, supervisory activity or exchange of information might adversely affect the sovereignty, security or public policy of the State addressed;
(b) judicial proceedings have already been initiated in respect of the same actions and the same persons before the authorities of the Member State addressed;
(c) final judgment has already been delivered in the Member State addressed in respect of the same persons and the same actions.

In the case of such a refusal, the competent authority shall notify the requesting competent authority accordingly, providing as detailed information as possible.

Article 60

Inter-authority consultation prior to authorisation

1. The competent authorities of the other Member State involved shall be consulted prior to granting authorisation to an investment firm which is:
   (a) a subsidiary of an investment firm or credit institution authorised in another Member State; or
   (b) a subsidiary of the parent undertaking of an investment firm or credit institution authorised in another Member State; or
   (c) controlled by the same natural or legal persons as control an investment firm or credit institution authorised in another Member State.
2. The competent authority of the Member State responsible for the supervision of credit institutions or insurance undertakings shall be consulted prior to granting an authorisation to an investment firm which is:
   (a) a subsidiary of a credit institution or insurance undertaking authorised in the Community; or
   (b) a subsidiary of the parent undertaking of a credit institution or insurance undertaking authorised in the Community; or
   (c) controlled by the same person, whether natural or legal, who controls a credit institution or insurance undertaking authorised in the Community.
3. The relevant competent authorities referred to in paragraphs 1 and 2 shall in particular consult each other when assessing the suitability of the shareholders or members and the reputation and experience of persons who effectively direct the business involved in the management of another entity of the same group. They shall exchange all information regarding the suitability of shareholders or members and the reputation and experience of persons who effectively direct the business that is of relevance to the other competent authorities involved, for the granting of an authorisation as well as for the ongoing assessment of compliance with operating conditions.

Article 61

Powers for host Member States

1. Host Member States may, for statistical purposes, require all investment firms with branches within their territories to report to them periodically on the activities of those branches.
2. In discharging their responsibilities under this Directive, host Member States may require branches of investment firms to provide the information necessary for the monitoring of their compliance with the standards set by the host Member State that apply to them for the

cases provided for in Article 32(7). Those requirements may not be more stringent than those which the same Member State imposes on established firms for the monitoring of their compliance with the same standards.

Article 62

Precautionary measures to be taken by host Member States

1. Where the competent authority of the host Member State has clear and demonstrable grounds for believing that an investment firm acting within its territory under the freedom to provide services is in breach of the obligations arising from the provisions adopted pursuant to this Directive or that an investment firm that has a branch within its territory is in breach of the obligations arising from the provisions adopted pursuant to this Directive which do not confer powers on the competent authority of the host Member State, it shall refer those findings to the competent authority of the home Member State.

   If, despite the measures taken by the competent authority of the home Member State or because such measures prove inadequate, the investment firm persists in acting in a manner that is clearly prejudicial to the interests of host Member State investors or the orderly functioning of markets, the competent authority of the host Member State, after informing the competent authority of the home Member State shall take all the appropriate measures needed in order to protect investors and the proper functioning of the markets. This shall include the possibility of preventing offending investment firms from initiating any further transactions within their territories. The Commission shall be informed of such measures without delay.
2. Where the competent authorities of a host Member State ascertain that an investment firm that has a branch within its territory is in breach of the legal or regulatory provisions adopted in that State pursuant to those provisions of this Directive which confer powers on the host Member State's competent authorities, those authorities shall require the investment firm concerned to put an end to its irregular situation.

   If the investment firm concerned fails to take the necessary steps, the competent authorities of the host Member State shall take all appropriate measures to ensure that the investment firm concerned puts an end to its irregular situation. The nature of those measures shall be communicated to the competent authorities of the home Member State.

   If, despite the measures taken by the host Member State, the investment firm persists in breaching the legal or regulatory provisions referred to in the first subparagraph in force in the host Member State, the latter may, after informing the competent authorities of the home Member State, take appropriate measures to prevent or to penalise further irregularities and, in so far as necessary, to prevent that investment firm from initiating any further transactions within its territory. The Commission shall be informed of such measures without delay.
3. Where the competent authority of the host Member State of a regulated market or an MTF has clear and demonstrable grounds for believing that such regulated market or MTF is in breach of the obligations arising from the provisions adopted pursuant to this Directive, it shall refer those findings to the competent authority of the home Member State of the regulated market or the MTF.

   If, despite the measures taken by the competent authority of the home Member State or because such measures prove inadequate, the said regulated market or the MTF persists in acting in a manner that is clearly prejudicial to the interests of host Member State investors or the orderly functioning of markets, the competent authority of the host Member State, after informing the competent authority of the home Member State, shall take all the appropriate measures needed in order to protect investors and the proper functioning of the markets. This shall include the possibility of preventing the said regulated market or the MTF from making their arrangements available to remote members or participants established in the host Member State. The Commission shall be informed of such measures without delay.
4. Any measure adopted pursuant to paragraphs 1, 2 or 3 involving sanctions or restrictions on the activities of an investment firm or of a regulated market shall be properly justified and communicated to the investment firm or to the regulated market concerned.

Chapter III

Cooperation with third countries

Article 63

Exchange of information with third countries

1. Member States may conclude cooperation agreements providing for the exchange of information with the competent authorities of third countries only if the information disclosed is subject to guarantees of professional secrecy at least equivalent to those required under Article 54. Such exchange of information must be intended for the performance of the tasks of those competent authorities.

   Member States may transfer personal data to a third country in accordance to Chapter IV of Directive 95/46/EC.

   Member States may also conclude cooperation agreements providing for the exchange of information with third country authorities, bodies and natural or legal persons responsible for:

   (i) the supervision of credit institutions, other financial organisations, insurance undertakings and the supervision of financial markets;
   (ii) the liquidation and bankruptcy of investment firms and other similar procedures;
   (iii) carrying out statutory audits of the accounts of investment firms and other financial institutions, credit institutions and insurance undertakings, in the performance of their supervisory functions, or which administer compensation schemes, in the performance of their functions;
   (iv) overseeing the bodies involved in the liquidation and bankruptcy of investment firms and other similar procedures;
   (v) overseeing persons charged with carrying out statutory audits of the accounts of insurance undertakings, credit institutions, investment firms and other financial institutions,

   only if the information disclosed is subject to guarantees of professional secrecy at least equivalent to those required under Article 54. Such exchange of information must be intended for the performance of the tasks of those authorities or bodies or natural or legal persons.
2. Where the information originates in another Member State, it may not be disclosed without the express agreement of the competent authorities which have transmitted it and, where appropriate, solely for the purposes for which those authorities gave their agreement. The same provision applies to information provided by third country competent authorities.

Title V

Final provisions

Article 64

Committee procedure

1. The Commission shall be assisted by the European Securities Committee established by Commission Decision 2001/528/EC[26] (hereinafter referred to as "the Committee").
2. Where reference is made to this paragraph, Articles 5 and 7 of Decision 1999/468/EC shall apply, having regard to the provisions of Article 8 thereof, provided that the implementing measures adopted in accordance with that procedure do not modify the essential provisions of this Directive.

   The period laid down in Article 5(6) of Decision 1999/468/EC shall be set at three months.
3. Without prejudice to the implementing measures already adopted, on the expiry of a four-year period following the entry into force of this Directive, the application of its provisions requiring the adoption of technical rules and decisions in accordance with paragraph 2 shall be suspended. On a proposal from the Commission, the European Parliament and the Council may renew the provisions concerned in accordance with the procedure laid down in Article 251 of the Treaty and, to that end, they shall review them prior to the expiry of that period.

Article 65

Reports and review

1. Before...[27], the Commission shall, on the basis of public consultation and in the light of discussions with competent authorities, report to the European Parliament and Council on the possible extension of the scope of the provisions of the Directive concerning pre and post-trade transparency obligations to transactions in classes of financial instrument other than shares.
2. Before...[28], the Commission shall present a report to the European Parliament and to the Council on the application of Article 27.
3. Before...[29], the Commission shall, on the basis of public consultations and in the light of discussions with competent authorities, report to the European Parliament and Council on:

[26] OJ L 191, 13.7.2001, p. 45.
[27] 2 years after the entry into force of this Directive.
[28] 3 years after the entry info force of this Directive.
[29] 30 months after the entry into force of this Directive.

(a) the continued appropriateness of the exemption under Article 2(1)(k) for undertakings whose main business is dealing on own account in commodity derivatives;
(b) the content and form of proportionate requirements for the authorisation and supervision of such undertakings as investment firms within the meaning of this Directive;
(c) the appropriateness of rules concerning the appointment of tied agents in performing investment services and/or activities, in particular with respect to the supervision on them;
(d) the continued appropriateness of the exemption under of Article 2(1)(i).

4. Before...[30], the Commission shall present a report to the European Parliament and the Council on the state of the removal of the obstacles which may prevent the consolidation at the European level of the information that trading venues are required to publish.
5. On the basis of the reports referred to in paragraphs 1 to 4, the Commission may submit proposals for related amendments to this Directive.
6. Before...[31], the Commission shall, in the light of discussions with competent authorities, report to the European Parliament and Council on the continued appropriateness of the requirements for professional indemnity insurance imposed on intermediaries under Community law.

Article 66

Amendment of Directive 85/611/EEC

In Article 5 of Directive 85/611/EEC, paragraph 4 shall be replaced by the following:

"4. Articles 2(2), 12, 13 and 19 of Directive 2004//EC[32] of the European Parliament and of the Council of... on markets in financial instruments[33], shall apply to the provision of the services referred to in paragraph 3 of this Article by management companies".

Article 67

Amendment of Directive 93/6/EEC

Directive 93/6/EEC shall be amended as follows:

1) Article 2(2) shall be replaced by the following:
"2. Investment firms shall mean all institutions that satisfy the definition in Article 4(1) of Directive 2004//EC[34] of the European Parliament and of the Council of... on markets in financial instruments[35], which are subject to the requirements imposed by the same Directive, excluding:
(a) credit institutions,
(b) local firms as defined in 20, and
(c) firms which are only authorised to provide the service of investment advice and/or receive and transmit orders from investors without in both cases holding money or securities belonging to their clients and which for that reason may not at any time place themselves in debit with their clients."
2) Article 3(4) shall be replaced by the following:
"4. The firms referred to in point (b) of Article 2(2) shall have initial capital of EUR 50000 in so far as they benefit from the freedom of establishment or to provide services under Articles 31 or 32 of Directive 2004/39/EC.";
3) In Article 3 the following paragraphs shall be inserted:
"(4a) Pending revision of Directive 93/6/EC, the firms referred to in point (c) of Article 2(2) shall have:
(a) initial capital of EUR 50000; or
(b) professional indemnity insurance covering the whole territory of the Community or some other comparable guarantee against liability arising from professional negligence, representing at least EUR 1000000 applying to each claim and in aggregate EUR 1500000 per year for all claims; or
(c) a combination of initial capital and professional indemnity insurance in a form resulting in a level of coverage equivalent to points (a) or (b).

The amounts referred to in this paragraph shall be periodically reviewed by the Commission in order to take account of changes in the European Index of Consumer Prices as published by Eurostat, in line with and at the same time as the adjustments made under Article 4(7) of Directive 2002/92/EC of the European Parliament and the Council of 9 December 2002 on insurance mediation[36].

4b. When an investment firm referred to in Article 2(2)(c), is also registered under Directive 2002/92/EC it has to comply with the requirement established by Article 4(3), of that Directive and in addition it has to have:

30 30 months after the entry into force of this Directive.
31 1 year after the entry into force of this Directive.
32 OPECE to insert reference to this Directive.
33 OJ L".
34 OPECE to insert reference to this Directive.
35 OJ L"
36 OJ L 9, 15.1.2003, p. 3."

(a) initial capital of EUR 25000; or
(b) professional indemnity insurance covering the whole territory of the Community or some other comparable guarantee against liability arising from professional negligence, representing at least EUR 500000 applying to each claim and in aggregate EUR 750000 per year for all claims; or
(c) a combination of initial capital and professional indemnity insurance in a form resulting in a level of coverage equivalent to points (a) or (b)."

Article 68

Amendment of Directive 2000/12/EC

Annex I of Directive 2000/12/EC shall be amended as follows:

At the end of the Annex I the following sentence is added:

"The services and activities provided for in Section A and B of Annex I of Directive 2004//EC[37] of the European Parliament and of the Council of... on markets in financial instruments[38] when referring to the financial instruments provided for in Section C of Annex I of that Directive are subject to mutual recognition according to this Directive."

Article 69

Repeal of Directive 93/22/EEC

Directive 93/22/EEC shall be repealed with effect from[39]. References to Directive 93/22/EEC shall be construed as references to this Directive. References to terms defined in, or Articles of, Directive 93/22/EEC shall be construed as references to the equivalent term defined in, or Article of, this Directive.

Article 70

Transposition

Member States shall adopt the laws, regulations and administrative provisions necessary to comply with this Directive by...[40] at the latest. They shall forthwith inform the Commission thereof.

When Member States adopt these measures, they shall contain a reference to this Directive or shall be accompanied by such reference on the occasion of their official publication. The methods of making such reference shall be laid down by the Member States.

Article 71

Transitional provisions

1. Investment firms already authorised in their home Member State to provide investment services before the...[41], shall be deemed to be so authorised for the purpose of this Directive, if the laws of those Member States provide that to take up such activities they must comply with conditions comparable to those imposed in Articles 9 to 14.
2. A regulated market or a market operator already authorised in its home Member State before the...[42], shall be deemed to be so authorised for the purposes of this Directive, if the laws of such Member State provide that the regulated market or market operator (as the case may be) must comply with conditions comparable to those imposed in Title III.
3. Tied agents already entered in a public register before the...[43], shall be deemed to be so registered for the purposes of this Directive, if the laws of those Member States provide that tied agents must comply with conditions comparable to those imposed in Article 23.
4. Information communicated before the...[44], for the purposes of Articles 17, 18 or 30 of Directive 93/22/EEC shall be deemed to have been communicated for the purposes of Articles 31 and 32 of this Directive.
5. Any existing system falling under the definition of an MTF operated by a market operator of a regulated market, shall be authorised as an MTF at the request of the market operator of the regulated market provided it complies with rules equivalent to those required by this Directive for the authorisation and operation of MTFs, and provided that the request concerned is made within 18 months of the date referred to in Article 70.
6. Investment firms shall be authorised to continue considering existing professional clients as such provided that this categorisation has been granted by the investment firm on the basis of an adequate assessment of the expertise, experience and knowledge of the client which gives reasonable assurance, in light of the nature of the transactions or services envisaged, that the client is capable of making his own investment decisions and understands the risks involved. Those investment firms shall inform their cli-

[37] OPECE to insert reference to this Directive.
[38] OJ L"
[39] 24 months after the entry into force of this Directive.
[40] 24 months after the entry into force of this Directive.
[41] 24 months after the entry into force of this Directive.
[42] 24 months after the entry into force of this Directive.
[43] 24 months after the entry into force of this Directive.
[44] 24 months after the entry into force of this Directive.

ents about the conditions established in the Directive for the categorisation of clients.

Article 72

Entry into force

This Directive shall enter into force on the day of its publication in the *Official Journal of the European Union*.

Article 73

Addressees

This Directive is addressed to the Member States.
Done at Strasbourg, 21 April 2004

For the European Parliament

The President
P. Cox

For the Council

The President
D. Roche

Annex I

List of services and activities and financial instruments

Section A

Investment services and activities

(1) Reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments.
(2) Execution of orders on behalf of clients.
(3) Dealing on own account.
(4) Portfolio management.
(5) Investment advice.
(6) Underwriting of financial instruments and/or placing of financial instruments on a firm commitment basis.
(7) Placing of financial instruments without a firm commitment basis.
(8) Operation of Multilateral Trading Facilities.

Section B

Ancillary services

(1) Safekeeping and administration of financial instruments for the account of clients, including custodianship and related services such as cash/collateral management;
(2) Granting credits or loans to an investor to allow him to carry out a transaction in one or more financial instruments, where the firm granting the credit or loan is involved in the transaction;
(3) Advice to undertakings on capital structure, industrial strategy and related matters and advice and services relating to mergers and the purchase of undertakings;
(4) Foreign exchange services where these are connected to the provision of investment services;
(5) Investment research and financial analysis or other forms of general recommendation relating to transactions in financial instruments;
(6) Services related to underwriting.
(7) Investment services and activities as well as ancillary services of the type included under Section A or B of Annex 1 related to the underlying of the derivatives included under Section C - 5, 6, 7 and 10 - where these are connected to the provision of investment or ancillary services.

Section C

Financial Instruments

(1) Transferable securities;
(2) Money-market instruments;
(3) Units in collective investment undertakings;
(4) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to securities, currencies, interest rates or yields, or other derivatives instruments, financial indices or financial measures which may be settled physically or in cash;
(5) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to commodities that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event);
(6) Options, futures, swaps, and any other derivative contract relating to commodities that can be physically settled provided that they are traded on a regulated market and/or an MTF;
(7) Options, futures, swaps, forwards and any other derivative contracts relating to commodities, that can be physically settled not otherwise mentioned in C.6 and not being for commercial purposes, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls;
(8) Derivative instruments for the transfer of credit risk;
(9) Financial contracts for differences.

(10) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to climatic variables, freight rates, emission allowances or inflation rates or other official economic statistics that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event), as well as any other derivative contracts relating to assets, rights, obligations, indices and measures not otherwise mentioned in this Section, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market or an MTF, are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls.

Annex II

Proffessional clients for the purpose of this directive

Professional client is a client who possesses the experience, knowledge and expertise to make its own investment decisions and properly assess the risks that it incurs. In order to be considered a professional client, the client must comply with the following criteria:

I. Categories of client who are considered to be professionals

The following should all be regarded as professionals in all investment services and activities and financial instruments for the purposes of the Directive.

(1) Entities which are required to be authorised or regulated to operate in the financial markets. The list below should be understood as including all authorised entities carrying out the characteristic activities of the entities mentioned: entities authorised by a Member State under a Directive, entities authorised or regulated by a Member State without reference to a Directive, and entities authorised or regulated by a non-Member State:
   (a) Credit institutions
   (b) Investment firms
   (c) Other authorised or regulated financial institutions
   (d) Insurance companies
   (e) Collective investment schemes and management companies of such schemes
   (f) Pension funds and management companies of such funds
   (g) Commodity and commodity derivatives dealers
   (h) Locals
   (i) Other institutional investors

(2) - balance sheet total: EUR 20 000 000,
   - net turnover: EUR 40 000 000,
   - own funds: EUR 2 000 000.

(3) National and regional governments, public bodies that manage public debt, Central Banks, international and supranational institutions such as the World Bank, the IMF, the ECB, the EIB and other similar international organisations.

(4) Other institutional investors whose main activity is to invest in financial instruments, including entities dedicated to the securitisation of assets or other financing transactions.

The entities mentioned above are considered to be professionals. They must however be allowed to request non-professional treatment and investment firms may agree to provide a higher level of protection. Where the client of an investment firm is an undertaking referred to above, the investment firm must inform it prior to any provision of services that, on the basis of the information available to the firm, the client is deemed to be a professional client, and will be treated as such unless the firm and the client agree otherwise. The firm must also inform the customer that he can request a variation of the terms of the agreement in order to secure a higher degree of protection.

It is the responsibility of the client, considered to be a professional client, to ask for a higher level of protection when it deems it is unable to properly assess or manage the risks involved.

This higher level of protection will be provided when a client who is considered to be a professional enters into a written agreement with the investment firm to the effect that it shall not be treated as a professional for the purposes of the applicable conduct of business regime. Such agreement should specify whether this applies to one or more particular services or transactions, or to one or more types of product or transaction.

II. Clients who may be treated as professionals on request

II.1. Identification criteria

Clients other than those mentioned in section I, including public sector bodies and private individual investors, may also be allowed to waive some of the protections afforded by the conduct of business rules.

Investment firms should therefore be allowed to treat any of the above clients as professionals provided the relevant criteria and procedure mentioned below are fulfilled. These clients should not, however, be presumed to possess market knowledge and experience comparable to that of the categories listed in section I.

Any such waiver of the protection afforded by the standard conduct of business regime shall be considered valid only if an adequate assessment of the expertise, experience and knowledge of the client, undertaken by the investment firm, gives reasonable assurance, in light of the nature of the transactions or services envisaged, that the client is capable of making his own investment decisions and understanding the risks involved.

The fitness test applied to managers and directors of entities licensed under Directives in the financial field could be regarded as an example of the assessment of expertise and knowledge. In the case of small entities, the person subject to the above assessment should be the person authorised to carry out transactions on behalf of the entity.

In the course of the above assessment, as a minimum, two of the following criteria should be satisfied:

- the client has carried out transactions, in significant size, on the relevant market at an average frequency of 10 per quarter over the previous four quarters,
- the size of the client's financial instrument portfolio, defined as including cash deposits and financial instruments exceeds EUR 500000,
- the client works or has worked in the financial sector for at least one year in a professional position, which requires knowledge of the transactions or services envisaged.

II.2. Procedure

The clients defined above may waive the benefit of the detailed rules of conduct only where the following procedure is followed:

- they must state in writing to the investment firm that they wish to be treated as a professional client, either generally or in respect of a particular investment service or transaction, or type of transaction or product,
- the investment firm must give them a clear written warning of the protections and investor compensation rights they may lose,
- they must state in writing, in a separate document from the contract, that they are aware of the consequences of losing such protections.

Before deciding to accept any request for waiver, investment firms must be required to take all reasonable steps to ensure that the client requesting to be treated as a professional client meets the relevant requirements stated in Section II.1 above.

However, if clients have already been categorised as professionals under parameters and procedures similar to those above, it is not intended that their relationships with investment firms should be affected by any new rules adopted pursuant to this Annex.

Firms must implement appropriate written internal policies and procedures to categorise clients. Professional clients are responsible for keeping the firm informed about any change, which could affect their current categorisation. Should the investment firm become aware however that the client no longer fulfils the initial conditions, which made him eligible for a professional treatment, the investment firm must take appropriate action.

Vedlegg 2

Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC

THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION,
Having regard to the Treaty establishing the European Community, and in particular Articles 44 and 95 thereof,

Having regard to the proposal from the Commission,

Having regard to the opinion of the European Economic and Social Committee[1],

Having regard to the opinion of the European Central Bank[2],

Acting in accordance with the procedure laid down in Article 251 of the Treaty[3],

Whereas:

(1) Efficient, transparent and integrated securities markets contribute to a genuine single market in the Community and foster growth and job creation by better allocation of capital and by reducing costs. The disclosure of accurate, comprehensive and timely information about security issuers builds sustained investor confidence and allows an informed assessment of their business performance and assets. This enhances both investor protection and market efficiency.

(2) To that end, security issuers should ensure appropriate transparency for investors through a regular flow of information. To the same end, shareholders, or natural persons or legal entities holding voting rights or financial instruments that result in an entitlement to acquire existing shares with voting rights, should also inform issuers of the acquisition of or other changes in major holdings in companies so that the latter are in a position to keep the public informed.

(3) The Commission Communication of 11 May 1999, entitled 'Implementing the framework for financial markets: Action Plan', identifies a series of actions that are needed in order to complete the single market for financial services. The Lisbon European Council of March 2000 calls for the implementation of that Action Plan by 2005. The Action Plan stresses the need to draw up a Directive upgrading transparency requirements. That need was confirmed by the Barcelona European Council of March 2002.

(4) This Directive should be compatible with the tasks and duties conferred upon the European System of Central Banks (ESCB) and the Member States' central banks by the Treaty and the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank; particular attention in this regard needs to be given to the Member States' central banks whose shares are currently admitted to trading on a regulated market, in order to guarantee the pursuit of primary Community law objectives.

(5) Greater harmonisation of provisions of national law on periodic and ongoing information requirements for security issuers should lead to a high level of investor protection throughout the Community. However, this Directive does not affect existing Community legislation on units issued by collective investment undertakings other than the closed-end type, or on units acquired or disposed of in such undertakings.

(6) Supervision of an issuer of shares, or of debt securities the denomination per unit of which is less than EUR 1 000, for the purposes of this Directive, would be best effected by the Member State in which the issuer has its registered office. In that respect, it is vital to ensure consistency with Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to

[1] OJ C 80, 30.3.2004, p. 128.
[2] OJ C 242, 9.10.2003, p. 6.
[3] Opinion of the European Parliament of 30 March 2004 (not yet published in the Official Journal) and Council Decision of 2 December 2004.

trading.[4] Along the same lines, some flexibility should be introduced allowing third country issuers and Community companies issuing only securities other than those mentioned above a choice of home Member State.

(7) A high level of investor protection throughout the Community would enable barriers to the admission of securities to regulated markets situated or operating within a Member State to be removed. Member States other than the home Member State should no longer be allowed to restrict admission of securities to their regulated markets by imposing more stringent requirements on periodic and ongoing information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market.

(8) The removal of barriers on the basis of the home Member State principle under this Directive should not affect areas not covered by this Directive, such as rights of shareholders to intervene in the management of an issuer. Nor should it affect the home Member State's right to request the issuer to publish, in addition, parts of or all regulated information through newspapers.

(9)Regulation (EC) No 1606/2002 of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002 on the application of international accounting standards[5] has already paved the way for a convergence of financial reporting standards throughout the Community for issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and who are required to prepare consolidated accounts. Thus, a specific regime for security issuers beyond the general system for all companies, as laid down in the Company Law Directives, is already established. This Directive builds on this approach with regard to annual and interim financial reporting, including the principle of providing a true and fair view of an issuer's assets, liabilities, financial position and profit or loss. A condensed set of financial statements, as part of a half-yearly financial report, also represents a sufficient basis for giving such a true and fair view of the first six months of an issuer's financial year.

(10) An annual financial report should ensure information over the years once the issuer's securities have been admitted to a regulated market. Making it easier to compare annual financial reports is only of use to investors in securities markets if they can be sure that this information will be published within a certain time after the end of the financial year. As regards debt securities admitted to trading on a regulated market prior to 1 January 2005 and issued by issuers incorporated in a third country, the home Member State may under certain conditions allow issuers not to prepare annual financial reports in accordance with the standards required under this Directive.

(11) This Directive introduces more comprehensive halfyearly financial reports for issuers of shares admitted to trading on a regulated market. This should allow investors to make a more informed assessment of the issuer's situation.

(12) A home Member State may provide for exemptions from half-yearly reporting by issuers of debt securities in the case of:

- credit institutions acting as small-size issuers of debt securities, or
- issuers already existing on the date of the entry into force of this Directive who exclusively issue debt securities unconditionally and irrevocably guaranteed by the home Member State or by one of its regional or local authorities, or
- during a transitional period of ten years, only in respect of those debt securities admitted to trading on a regulated market prior to 1 January 2005 which may be purchased by professional investors only. If such an exemption is given by the home Member State, it may not be extended in respect of any debt securities admitted to a regulated market thereafter.

(13) The European Parliament and the Council welcome the Commission's commitment rapidly to consider enhancing the transparency of the remuneration policies, total remuneration paid, including any contingent or deferred compensation, and benefits in kind granted to each member of administrative, management or supervisory bodies under its Action Plan for 'Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union' of 21 May 2003 and the Commission's intention to make a Recommendation on this topic in the near future.

(14) The home Member State should encourage issuers whose shares are admitted to trading on a regulated market and whose principal activities lie in the extractive industry to disclose payments to governments in their annual financial report. The home Member State should also encourage an increase in the transparency of such payments within the framework established at various international financial fora.

(15) This Directive will also make half-yearly reporting mandatory for issuers of only debt securities on regulated markets. Exemptions should only be provided for wholesale markets on the basis of a denomination per unit starting at EUR

4 OJ L 345, 31.12.2003, p. 64.
5 OJ L 243, 11.9.2002, p. 1.

50 000, as under Directive 2003/71/EC. Where debt securities are issued in another currency, exemptions should only be possible where the denomination per unit in such a currency is, at the date of the issue, at least equivalent to EUR 50 000.

(16) More timely and more reliable information about the share issuer's performance over the financial year also requires a higher frequency of interim information. A requirement should therefore be introduced to publish an interim management statement during the first six months and a second interim management statement during the second six months of a financial year. Share issuers who already publish quarterly financial reports should not be required to publish interim management statements.

(17) Appropriate liability rules, as laid down by each Member State under its national law or regulations, should be applicable to the issuer, its administrative, management or supervisory bodies, or persons responsible within the issuer. Member States should remain free to determine the extent of the liability.

(18) The public should be informed of changes to major holdings in issuers whose shares are traded on a regulated market situated or operating within the Community. This information should enable investors to acquire or dispose of shares in full knowledge of changes in the voting structure; it should also enhance effective control of share issuers and overall market transparency of important capital movements. Information about shares or financial instruments as determined by Article 13, lodged as collateral, should be provided in certain circumstances.

(19) Articles 9 and 10(c) should not apply to shares provided to or by the members of the ESCB in carrying out their functions as monetary authorities provided that the voting rights attached to such shares are not exercised; the reference to a 'short period' in Article 11 should be understood with reference to credit operations carried out in accordance with the Treaty and the European Central Bank (ECB) legal acts, in particular the ECB Guidelines on monetary policy instruments and procedures and TARGET, and to credit operations for the purpose of performing equivalent functions in accordance with national provisions.

(20) In order to avoid unnecessary burdens for certain market participants and to clarify who actually exercises influence over an issuer, there is no need to require notification of major holdings of shares, or other financial instruments as determined by Article 13 that result in an entitlement to acquire shares with regard to market makers or custodians, or of holdings of shares or such financial instruments acquired solely for clearing and settlement purposes, within limits and guarantees to be applied throughout the Community. The home Member State should be allowed to provide limited exemptions as regards holdings of shares in trading books of credit institutions and investment firms.

(21) In order to clarify who is actually a major holder of shares or other financial instruments in the same issuer throughout the Community, parent undertakings should not be required to aggregate their own holdings with those managed by undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) or investment firms, provided that such undertakings or firms exercise voting rights independently from their parent undertakings and fulfil certain further conditions.

(22) Ongoing information to holders of securities admitted to trading on a regulated market should continue to be based on the principle of equal treatment. Such equal treatment only relates to shareholders in the same position and does not therefore prejudice the issue of how many voting rights may be attached to a particular share. By the same token, holders of debt securities ranking *pari passu* should continue to benefit from equal treatment, even in the case of sovereign debt. Information to holders of shares and/or debt securities in general meetings should be facilitated. In particular, holders of shares and/or debt securities situated abroad should be more actively involved in that they should be able to mandate proxies to act on their behalf. For the same reasons, it should be decided in a general meeting of holders of shares and/or debt securities whether the use of modern information and communication technologies should become a reality. In that case, issuers should put in place arrangements in order effectively to inform holders of their shares and/or debt securities, insofar as it is possible for them to identify those holders.

(23) Removal of barriers and effective enforcement of new Community information requirements also require adequate control by the competent authority of the home Member State. This Directive should at least provide for a minimum guarantee for the timely availability of such information. For this reason, at least one filing and storage system should exist in each Member State.

(24) Any obligation for an issuer to translate all ongoing and periodic information into all the relevant languages in all the Member States where its securities are admitted to trading does not foster integration of securities markets, but has deterrent

effects on cross-border admission of securities to trading on regulated markets. Therefore, the issuer should in certain cases be entitled to provide information drawn up in a language that is customary in the sphere of international finance. Since a particular effort is needed to attract investors from other Member States and third countries, Member States should no longer prevent shareholders, persons exercising voting rights, or holders of financial instruments, from making the required notifications to the issuer in a language that is customary in the sphere of international finance.

(25) Access for investors to information about issuers should be more organised at a Community level in order to actively promote integration of European capital markets. Investors who are not situated in the issuer's home Member State should be put on an equal footing with investors situated in the issuer's home Member State, when seeking access to such information. This could be achieved if the home Member State ensures compliance with minimum quality standards for disseminating information throughout the Community, in a fast manner on a non-discriminatory basis and depending on the type of regulated information in question. In addition, information which has been disseminated should be available in the home Member State in a centralised way allowing a European network to be built up, accessible at affordable prices for retail investors, while not leading to unnecessary duplication of filing requirements for issuers. Issuers should benefit from free competition when choosing the media or operators for disseminating information under this Directive.

(26) In order to further simplify investor access to corporate information across Member States, it should be left to the national supervisory authorities to formulate guidelines for setting up electronic networks, in close consultation with the other parties concerned, in particular security issuers, investors, market participants, operators of regulated markets and financial information providers.

(27) So as to ensure the effective protection of investors and the proper operation of regulated markets, the rules relating to information to be published by issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market should also apply to issuers which do not have a registered office in a Member State and which do not fall within the scope of Article 48 of the Treaty. It should also be ensured that any additional relevant information about Community issuers or third country issuers, disclosure of which is required in a third country but not in a Member State, is made available to the public in the Community.

(28) A single competent authority should be designated in each Member State to assume final responsibility for supervising compliance with the provisions adopted pursuant to this Directive, as well as for international cooperation. Such an authority should be of an administrative nature, and its independence from economic players should be ensured in order to avoid conflicts of interest. Member States may however designate another competent authority for examining that information referred to in this Directive is drawn up in accordance with the relevant reporting framework and taking appropriate measures in case of discovered infringements; such an authority need not be of an administrative nature.

(29) Increasing cross-border activities require improved cooperation between national competent authorities, including a comprehensive set of provisions for the exchange of information and for precautionary measures. The organisation of the regulatory and supervisory tasks in each Member State should not hinder efficient cooperation between the competent national authorities.

(30) At its meeting on 17 July 2000, the Council set up the Committee of Wise Men on the Regulation of European securities markets. In its final report, that Committee proposed the introduction of new legislative techniques based on a four-level approach, namely essential principles, technical implementing measures, cooperation amongst national securities regulators, and enforcement of Community law. This Directive should confine itself to broad 'framework' principles, while implementing measures to be adopted by the Commission with the assistance of the European Securities Committee established by Commission Decision 2001/528/EC[6] should lay down the technical details.

(31) The Resolution adopted by the Stockholm European Council of March 2001 endorsed the final report of the Committee of Wise Men and the proposed four-level approach to make the regulatory process for Community securities legislation more efficient and transparent.

(32) According to that Resolution, implementing measures should be used more frequently, to ensure that technical provisions can be kept up to date with market and supervisory developments, and deadlines should be set for all stages of implementing rules.

[6] OJ L 191, 13.7.2001, p. 45. Decision as amended by Decision 2004/8/EC (OJ L 3, 7.1.2004, p. 33).

(33) The Resolution of the European Parliament of 5 February 2002 on the implementation of financial services legislation also endorsed the Committee of Wise Men's report, on the basis of the solemn declaration made before the European Parliament the same day by the President of the Commission and the letter of 2 October 2001 addressed by the Internal Market Commissioner to the Chairman of the Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs with regard to safeguards for the European Parliament's role in this process.

(34) The European Parliament should be given a period of three months from the first transmission of draft implementing measures to allow it to examine them and to give its opinion. However, in urgent and duly justified cases, that period may be shortened. If, within that period, a Resolution is passed by the European Parliament, the Commission should re-examine the draft measures.

(35) Technical implementing measures for the rules laid down in this Directive may be necessary to take account of new developments on securities markets. The Commission should accordingly be empowered to adopt implementing measures, provided that they do not modify the essential elements of this Directive and provided that the Commission acts in accordance with the principles set out therein, after consulting the European Securities Committee.

(36) In exercising its implementing powers in accordance with this Directive, the Commission should respect the following principles:

- the need to ensure confidence in financial markets among investors by promoting high standards of transparency in financial markets;
- the need to provide investors with a wide range of competing investments and a level of disclosure and protection tailored to their circumstances;
- the need to ensure that independent regulatory authorities enforce the rules consistently, especially as regards the fight against economic crime;
- the need for high levels of transparency and consultation with all market participants and with the European Parliament and the Council;
- the need to encourage innovation in financial markets if they are to be dynamic and efficient;
- the need to ensure market integrity by close and reactive monitoring of financial innovation;
- the importance of reducing the cost of, and increasing access to, capital;
- the balance of costs and benefits to market participants on a long-term basis, including small and medium-sized businesses and small investors, in any implementing measures;
- the need to foster the international competitiveness of Community financial markets without prejudice to a much-needed extension of international cooperation;
- the need to achieve a level playing field for all market participants by establishing Community-wide regulations wherever appropriate;
- the need to respect differences in national markets where these do not unduly impinge on the coherence of the single market;
- the need to ensure coherence with other Community legislation in this area, as imbalances in information and a lack of transparency may jeopardise the operation of the markets and above all harm consumers and small investors.

(37) In order to ensure that the requirements set out in this Directive or the measures implementing this Directive are fulfilled, any infringement of those requirements or measures should be promptly detected and, if necessary, subject to penalties. To that end, measures and penalties should be sufficiently dissuasive, proportionate and consistently enforced. Member States should ensure that decisions taken by the competent national authorities are subject to the right of appeal to the courts.

(38) This Directive aims to upgrade the current transparency requirements for security issuers and investors acquiring or disposing of major holdings in issuers whose shares are admitted to trading on a regulated market. This Directive replaces some of the requirements set out in Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities.[7] In order to gather transparency requirements in a single act it is necessary to amend it accordingly. Such an amendment however should not affect the ability of Member States to impose additional requirements under Articles 42 to 63 of Directive 2001/34/EC, which remain valid.

(39) This Directive is in line with Directive 95/46/EC of the European Parliament and of the Council of 24 October 1995 on the protection of individuals with regard to the processing of personal data and on the free movement of such data[8].

[7] OJ L 184, 6.7.2001, p. 1. Directive as last amended by Directive 2003/71/EC

[8] OJ L 281, 23.11.1995, p. 31. Directive as amended by Regulation (EC) No 1882/2003 (OJ L 284, 31.10.2003, p. 1).

(40) This Directive respects fundamental rights and observes the principles recognised in particular by the Charter of the Fundamental Rights of the European Union.

(41) Since the objectives of this Directive, namely to ensure investor confidence through equivalent transparency throughout the Community and thereby to complete the internal market, cannot be sufficiently achieved by the Member States on the basis of the existing Community legislation and can therefore be better achieved at Community level, the Community may adopt measures, in accordance with the principle of subsidiarity as set out in Article 5 of the Treaty. In accordance with the principle of proportionality, as set out in that Article, this Directive does not go beyond what is necessary in order to achieve these objectives.

(42) The measures necessary for implementing this Directive should be adopted in accordance with Council Decision 1999/468/EC of 28 June 1999 laying down the procedures for the exercise of implementing powers conferred on the Commission[9],

HAVE ADOPTED THIS DIRECTIVE:

Chapter I

General provisions

Article 1

Subject matter and scope

1. This Directive establishes requirements in relation to the disclosure of periodic and ongoing information about issuers whose securities are already admitted to trading on a regulated market situated or operating within a Member State.
2. This Directive shall not apply to units issued by collective investment undertakings other than the closed-end type, or to units acquired or disposed of in such collective investment undertakings.
3. Member States may decide not to apply the provisions mentioned in Article 16(3) and in paragraphs 2, 3 and 4 of Article 18 to securities which are admitted to trading on a regulated market issued by them or their regional or local authorities.
4. Member States may decide not to apply Article 17 to their national central banks in their capacity as issuers of shares admitted to trading on a regulated market if this admission took place before 20 January 2005.

Article 2

Definitions

1. For the purposes of this Directive the following definitions shall apply:

(a) 'securities' means transferable securities as defined in Article 4(1), point 18, of Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments[10] with the exception of money-market instruments, as defined in Article 4(1), point 19, of that Directive having a maturity of less than 12 months, for which national legislation may be applicable;

(b) 'debt securities' means bonds or other forms of transferable securitised debts, with the exception of securities which are equivalent to shares in companies or which, if converted or if the rights conferred by them are exercised, give rise to a right to acquire shares or securities equivalent to shares;

(c) 'regulated market' means a market as defined in Article 4(1), point 14, of Directive 2004/39/EC;

(d) 'issuer' means a legal entity governed by private or public law, including a State, whose securities are admitted to trading on a regulated market, the issuer being, in the case of depository receipts representing securities, the issuer of the securities represented;

(e) 'shareholder' means any natural person or legal entity governed by private or public law, who holds, directly or indirectly:
   (i) shares of the issuer in its own name and on its own account;
   (ii) shares of the issuer in its own name, but on behalf of another natural person or legal entity;
   (iii) depository receipts, in which case the holder of the depository receipt shall be considered as the shareholder of the underlying shares represented by the depository receipts;

(f) 'controlled undertaking' means any undertaking
   (i) in which a natural person or legal entity has a majority of the voting rights; or
   (ii) of which a natural person or legal entity has the right to appoint or remove a majority of the members of the administrative, management or supervisory body and is at the same time a shareholder in, or member of, the undertaking in question; or

[9] OJ L 184, 17.7.1999, p. 23.

[10] OJ L 145, 30.4.2004, p. 1.

(iii) of which a natural person or legal entity is a shareholder or member and alone controls a majority of the shareholders' or members' voting rights, respectively, pursuant to an agreement entered into with other shareholders or members of the undertaking in question; or

(iv) over which a natural person or legal entity has the power to exercise, or actually exercises, dominant influence or control;

(g) 'collective investment undertaking other than the closedend type' means unit trusts and investment companies:

(i) the object of which is the collective investment of capital provided by the public, and which operate on the principle of risk spreading; and

(ii) the units of which are, at the request of the holder of such units, repurchased or redeemed, directly or indirectly, out of the assets of those undertakings;

(h) 'units of a collective investment undertaking' means securities issued by a collective investment undertaking and representing rights of the participants in such an undertaking over its assets;

(i) 'home Member State' means

(i) in the case of an issuer of debt securities the denomination per unit of which is less than EUR 1 000 or an issuer of shares:

– where the issuer is incorporated in the Community, the Member State in which it has its registered office;

– where the issuer is incorporated in a third country, the Member State in which it is required to file the annual information with the competent authority in accordance with Article 10 of Directive 2003/71/EC.

The definition of 'home' Member State shall be applicable to debt securities in a currency other than Euro, provided that the value of such denomination per unit is, at the date of the issue, less than EUR 1 000, unless it is nearly equivalent to EUR 1 000;

(ii) for any issuer not covered by (i), the Member State chosen by the issuer from among the Member State in which the issuer has its registered office and those Member States which have admitted its securities to trading on a regulated market on their territory. The issuer may choose only one Member State as its home Member State. Its choice shall remain valid for at least three years unless its securities are no longer admitted to trading on any regulated market in the Community;

(j) 'host Member State' means a Member State in which securities are admitted to trading on a regulated market, if different from the home Member State;

(k) 'regulated information' means all information which the issuer, or any other person who has applied for the admission of securities to trading on a regulated market without the issuer's consent, is required to disclose under this Directive, under Article 6 of Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)[11], or under the laws, regulations or administrative provisions of a Member State adopted under Article 3(1) of this Directive;

(l) 'electronic means' are means of electronic equipment for the processing (including digital compression), storage and transmission of data, employing wires, radio, optical technologies, or any other electromagnetic means;

(m) 'management company' means a company as defined in Article 1a(2) of Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)[12];

(n) 'market maker' means a person who holds himself out on the financial markets on a continuous basis as being willing to deal on own account by buying and selling financial instruments against his proprietary capital at prices defined by him;

(o) 'credit institution' means an undertaking as defined in Article 1(1)(a) of Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council of 20 March 2000 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions[13];

(p) 'securities issued in a continuous or repeated manner' means debt securities of the same issuer on tap or at least two separate issues of securities of a similar type and/or class.

2. For the purposes of the definition of 'controlled undertaking' in paragraph 1(f)(ii), the holder's rights in relation to voting, appointment and remo-

[11] OJ L 96, 12.4.2003, p. 16.

[12] OJ L 375, 31.12.1985, p. 3. Directive as last amended by Directive 2004/39/EC.

[13] OJ L 126, 26.5.2000, p. 1. Directive as last amended by Commission Directive 2004/69/EC (OJ L 125, 28.4.2004, p. 44).

val shall include the rights of any other undertaking controlled by the shareholder and those of any natural person or legal entity acting, albeit in its own name, on behalf of the shareholder or of any other undertaking controlled by the shareholder.

3. In order to take account of technical developments on financial markets and to ensure the uniform application of paragraph 1, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 27(2), adopt implementing measures concerning the definitions set out in paragraph 1.

The Commission shall, in particular:

(a) establish, for the purposes of paragraph 1(i)(ii), the procedural arrangements in accordance with which an issuer may make the choice of the home Member State;

(b) adjust, where appropriate for the purposes of the choice of the home Member State referred to in paragraph 1(i)(ii), the three-year period in relation to the issuer's track record in the light of any new requirement under Community law concerning admission to trading on a regulated market;

(c) establish, for the purposes of paragraph 1(l), an indicative list of means which are not to be considered as electronic means, thereby taking into account Annex V to Directive 98/34/EC of the European Parliament and of the Council of 22 June 1998 laying down a procedure for the provision of information in the field of technical standards and regulations[14].

Article 3

Integration of securities markets

1. The home Member State may make an issuer subject to requirements more stringent than those laid down in this Directive.

   The home Member State may also make a holder of shares, or a natural person or legal entity referred to in Articles 10 or 13, subject to requirements more stringent than those laid down in this Directive.

2. A host Member State may not:

   (a) as regards the admission of securities to a regulated market in its territory, impose disclosure requirements more stringent than those laid down in this Directive or in Article 6 of Directive 2003/6/EC;

   (b) as regards the notification of information, make a holder of shares, or a natural person or legal entity referred to in Articles 10 or 13, subject to requirements more stringent than those laid down in this Directive.

Chapter II

Periodic information

Article 4

Annual financial reports

1. The issuer shall make public its annual financial report at the latest four months after the end of each financial year and shall ensure that it remains publicly available for at least five years.

2. The annual financial report shall comprise:

   (a) the audited financial statements;

   (b) the management report; and

   (c) statements made by the persons responsible within the issuer, whose names and functions shall be clearly indicated, to the effect that, to the best of their knowledge, the financial statements prepared in accordance with the applicable set of accounting standards give a true and fair view of the assets, liabilities, financial position and profit or loss of the issuer and the undertakings included in the consolidation taken as a whole and that the management report includes a fair review of the development and performance of the business and the position of the issuer and the undertakings included in the consolidation taken as a whole, together with a description of the principal risks and uncertainties that they face.

3. Where the issuer is required to prepare consolidated accounts according to the Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 on consolidated accounts[15], the audited financial statements shall comprise such consolidated accounts drawn up in accordance with Regulation (EC) No 1606/2002 and the annual accounts of the parent company drawn up in accordance with the national law of the Member State in which the parent company is incorporated.

   Where the issuer is not required to prepare consolidated accounts, the audited financial statements shall comprise the accounts prepared

[14] OJ L 204, 21.7.1998, p. 37. Directive as last amended by the 2003 Act of Accession.

[15] OJ L 193, 18.7.1983, p. 1. Directive as last amended by Directive 2003/51/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 178, 17.7.2003, p. 16).

in accordance with the national law of the Member State in which the company is incorporated.

4. The financial statements shall be audited in accordance with Articles 51 and 51a of the Fourth Council Directive 78/660/EEC of 25 July 1978 on the annual accounts of certain types of companies[16] and, if the issuer is required to prepare consolidated accounts, in accordance with Article 37 of Directive 83/349/EEC.

   The audit report, signed by the person or persons responsible for auditing the financial statements, shall be disclosed in full to the public together with the annual financial report.
5. The management report shall be drawn up in accordance with Article 46 of Directive 78/660/EEC and, if the issuer is required to prepare consolidated accounts, in accordance with Article 36 of Directive 83/349/EEC.
6. The Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 27(2), adopt implementing measures in order to take account of technical developments in financial markets and to ensure the uniform application of paragraph 1. The Commission shall in particular specify the technical conditions under which a published annual financial report, including the audit report, is to remain available to the public. Where appropriate, the Commission may also adapt the fiveyear period referred to in paragraph 1.

Article 5

Half-yearly financial reports

1. The issuer of shares or debt securities shall make public a half-yearly financial report covering the first six months of the financial year as soon as possible after the end of the relevant period, but at the latest two months thereafter. The issuer shall ensure that the half-yearly financial report remains available to the public for at least five years.
2. The half-yearly financial report shall comprise:
   (a) the condensed set of financial statements;
   (b) an interim management report; and
   (c) statements made by the persons responsible within the issuer, whose names and functions shall be clearly indicated, to the effect that, to the best of their knowledge, the condensed set of financial statements which has been prepared in accordance with the applicable set of accounting standards gives a true and fair view of the assets, liabilities, financial position and profit or loss of the issuer, or the undertakings included in the consolidation as a whole as required under paragraph 3, and that the interim management report includes a fair review of the information required under paragraph 4.
3. Where the issuer is required to prepare consolidated accounts, the condensed set of financial statements shall be prepared in accordance with the international accounting standard applicable to the interim financial reporting adopted pursuant to the procedure provided for under Article 6 of Regulation (EC) No 1606/2002.

   Where the issuer is not required to prepare consolidated accounts, the condensed set of financial statements shall at least contain a condensed balance sheet, a condensed profit and loss account and explanatory notes on these accounts. In preparing the condensed balance sheet and the condensed profit and loss account, the issuer shall follow the same principles for recognising and measuring as when preparing annual financial reports.
4. The interim management report shall include at least an indication of important events that have occurred during the first six months of the financial year, and their impact on the condensed set of financial statements, together with a description of the principal risks and uncertainties for the remaining six months of the financial year. For issuers of shares, the interim management report shall also include major related parties transactions.
5. If the half-yearly financial report has been audited, the audit report shall be reproduced in full. The same shall apply in the case of an auditors' review. If the half-yearly financial report has not been audited or reviewed by auditors, the issuer shall make a statement to that effect in its report.
6. The Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 27(2), adopt implementing measures in order to take account of technical developments on financial markets and to ensure the uniform application of paragraphs 1 to 5 of this Article.

   The Commission shall, in particular:
   (a) specify the technical conditions under which a published half-yearly financial report, including the auditors' review, is to remain available to the public;
   (b) clarify the nature of the auditors' review;

[16] OJ L 222, 14.8.1978, p. 11. Directive as last amended by Directive 2003/51/EC.

(c) specify the minimum content of the condensed balance sheet and profit and loss accounts and explanatory notes on these accounts, where they are not prepared in accordance with the international accounting standards adopted pursuant to the procedure provided for under Article 6 of Regulation (EC) No 1606/2002.

Where appropriate, the Commission may also adapt the fiveyear period referred to in paragraph 1.

Article 6

Interim management statements

1. Without prejudice to Article 6 of Directive 2003/6/EC, an issuer whose shares are admitted to trading on a regulated market shall make public a statement by its management during the first six-month period of the financial year and another statement by its management during the second sixmonth period of the financial year. Such statement shall be made in a period between ten weeks after the beginning and six weeks before the end of the relevant six-month period. It shall contain information covering the period between the beginning of the relevant six-month period and the date of publication of the statement. Such a statement shall provide:
   - an explanation of material events and transactions that have taken place during the relevant period and their impact on the financial position of the issuer and its controlled undertakings, and
   - a general description of the financial position and performance of the issuer and its controlled undertakings during the relevant period.
2. Issuers which, under either national legislation or the rules of the regulated market or of their own initiative, publish quarterly financial reports in accordance with such legislation or rules shall not be required to make public statements by the management provided for in paragraph 1.
3. The Commission shall provide a report to the European Parliament and the Council by 20 January 2010 on the transparency of quarterly financial reporting and statements by the management of issuers to examine whether the information provided meets the objective of allowing investors to make an informed assessment of the financial position of the issuer. Such a report shall include an impact assessment on areas where the Commission considers proposing amendments to this Article.

Article 7

Responsibility and liability

Member States shall ensure that responsibility for the information to be drawn up and made public in accordance with Articles 4, 5, 6 and 16 lies at least with the issuer or its administrative, management or supervisory bodies and shall ensure that their laws, regulations and administrative provisions on liability apply to the issuers, the bodies referred to in this Article or the persons responsible within the issuers.

Article 8

Exemptions

1. Articles 4, 5 and 6 shall not apply to the following issuers:
   (a) a State, a regional or local authority of a State, a public international body of which at least one Member State is a member, the ECB, and Member States' national central banks whether or not they issue shares or other securities; and
   (b) an issuer exclusively of debt securities admitted to trading on a regulated market, the denomination per unit of which is at least EUR 50 000 or, in the case of debt securities denominated in a currency other than Euro, the value of such denomination per unit is, at the date of the issue, equivalent to at least EUR 50 000.
2. The home Member State may choose not to apply Article 5 to credit institutions whose shares are not admitted to trading on a regulated market and which have, in a continuous or repeated manner, only issued debt securities provided that the total nominal amount of all such debt securities remains below EUR 100 000 000 and that they have not published a prospectus under Directive 2003/71/EC.
3. The home Member State may choose not to apply Article 5 to issuers already existing at the date of the entry into force of Directive 2003/71/EC which exclusively issue debt securities unconditionally and irrevocably guaranteed by the home Member State or by one of its regional or local authorities, on a regulated market.

Chapter III

Ongoing information

Section I

Information about major holdings

Article 9

Notification of the acquisition or disposal of major holdings

1. The home Member State shall ensure that, where a shareholder acquires or disposes of shares of an issuer whose shares are admitted to trading on a regulated market and to which voting rights are attached, such shareholder notifies the issuer of the proportion of voting rights of the issuer held by the shareholder as a result of the acquisition or disposal where that proportion reaches, exceeds or falls below the thresholds of 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % and 75 %.

   The voting rights shall be calculated on the basis of all the shares to which voting rights are attached even if the exercise thereof is suspended. Moreover this information shall also be given in respect of all the shares which are in the same class and to which voting rights are attached.
2. The home Member States shall ensure that the shareholders notify the issuer of the proportion of voting rights, where that proportion reaches, exceeds or falls below the thresholds provided for in paragraph 1, as a result of events changing the breakdown of voting rights, and on the basis of the information disclosed pursuant to Article 15. Where the issuer is incorporated in a third country, the notification shall be made for equivalent events.
3. The home Member State need not apply:
   (a) the 30 % threshold, where it applies a threshold of onethird;
   (b) the 75 % threshold, where it applies a threshold of twothirds.
4. This Article shall not apply to shares acquired for the sole purpose of clearing and settling within the usual short settlement cycle, or to custodians holding shares in their custodian capacity provided such custodians can only exercise the voting rights attached to such shares under instructions given in writing or by electronic means.
5. This Article shall not apply to the acquisition or disposal of a major holding reaching or crossing the 5 % threshold by a market maker acting in its capacity of a market maker, provided that:
   (a) it is authorised by its home Member State under Directive 2004/39/EC; and
   (b) it neither intervenes in the management of the issuer concerned nor exerts any influence on the issuer to buy such shares or back the share price.
6. Home Member States under Article 2(1)(i) may provide that voting rights held in the trading book, as defined in Article 2(6) of Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions[17], of a credit institution or investment firm shall not be counted for the purposes of this Article provided that:
   (a) the voting rights held in the trading book do not exceed 5 %, and
   (b) the credit institution or investment firm ensures that the voting rights attaching to shares held in the trading book are not exercised nor otherwise used to intervene in the management of the issuer.
7. The Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 27(2), adopt implementing measures in order to take account of technical developments on financial markets and to ensure the uniform application of paragraphs 2, 4 and 5 of this Article.

   The Commission shall in particular specify the maximum length of the 'short settlement cycle' referred to in paragraph 4, as well as the appropriate control mechanisms by the competent authority of the home Member State. In addition, the Commission may draw up a list of the events referred to in paragraph 2.

Article 10

Acquisition or disposal of major proportions of voting rights

The notification requirements defined in paragraphs 1 and 2 of Article 9 shall also apply to a natural person or legal entity to the extent it is entitled to acquire, to dispose of, or to exercise voting rights in any of the following cases or a combination of them:

(a) voting rights held by a third party with whom that person or entity has concluded an agreement, which obliges them to adopt, by concerted exercise of the voting rights they hold, a lasting common policy towards the management of the issuer in question;
(b) voting rights held by a third party under an agreement concluded with that person or entity

[17] OJ L 141, 11.6.1993, p. 1. Directive as last amended by Directive 2004/39/EC.

providing for the temporary transfer for consideration of the voting rights in question;
(c) voting rights attaching to shares which are lodged as collateral with that person or entity, provided the person or entity controls the voting rights and declares its intentionof exercising them;
(d) voting rights attaching to shares in which that person or entity has the life interest;
(e) voting rights which are held, or may be exercised within the meaning of points (a) to (d), by an undertaking controlled by that person or entity;
(f) voting rights attaching to shares deposited with that person or entity which the person or entity can exercise at its discretion in the absence of specific instructions from the shareholders;
(g) voting rights held by a third party in its own name on behalf of that person or entity;
(h) voting rights which that person or entity may exercise as a proxy where the person or entity can exercise the voting rights at its discretion in the absence of specific instructions from the shareholders.

Article 11

1. Articles 9 and 10(c) shall not apply to shares provided to or by the members of the ESCB in carrying out their functions as monetary authorities, including shares provided to or by members of the ESCB under a pledge or repurchase or similar agreement for liquidity granted for monetary policy purposes or within a payment system.
2. The exemption shall apply to the above transactions lasting for a short period and provided that the voting rights attaching to such shares are not exercised.

Article 12

Procedures on the notification and disclosure of major holdings

1. The notification required under Articles 9 and 10 shall include the following information:
   (a) the resulting situation in terms of voting rights;
   (b) the chain of controlled undertakings through which voting rights are effectively held, if applicable;
   (c) the date on which the threshold was reached or crossed; and
   (d) the identity of the shareholder, even if that shareholder is not entitled to exercise voting rights under the conditions laid down in Article 10, and of the natural person or legal entity entitled to exercise voting rights on behalf of that shareholder.
2. The notification to the issuer shall be effected as soon as possible, but not later than four trading days, the first of which shall be the day after the date on which the shareholder, or the natural person or legal entity referred to in Article 10,
   (a) learns of the acquisition or disposal or of the possibility of exercising voting rights, or on which, having regard to the circumstances, should have learned of it, regardless of the date on which the acquisition, disposal or possibility of, exercising voting rights takes effect; or
   (b) is informed about the event mentioned in Article 9(2).
3. An undertaking shall be exempted from making the required notification in accordance with paragraph 1 if the notification is made by the parent undertaking or, where the parent undertaking is itself a controlled undertaking, by its own parent undertaking.
4. The parent undertaking of a management company shall not be required to aggregate its holdings under Articles 9 and 10 with the holdings managed by the management company under the conditions laid down in Directive 85/611/EEC, provided such management company exercises its voting rights independently from the parent undertaking.

   However, Articles 9 and 10 shall apply where the parent undertaking, or another controlled undertaking of the parent undertaking, has invested in holdings managed by such management company and the management company has no discretion to exercise the voting rights attached to such holdings and may only exercise such voting rights under direct or indirect instructions from the parent or another controlled undertaking of the parent undertaking.
5. The parent undertaking of an investment firm authorised under Directive 2004/39/EC shall not be required to aggregate its holdings under Articles 9 and 10 with the holdings which such investment firm manages on a client-by-client basis within the meaning of Article 4(1), point 9, of Directive 2004/39/EC, provided that:
   – the investment firm is authorised to provide such portfolio management under point 4 of Section A of Annex I to Directive 2004/39/EC;

– it may only exercise the voting rights attached to such shares under instructions given in writing or by electronic means or it ensures that individual portfolio management services are conducted independently of any other services under conditions equivalent to those provided for under Directive 85/611/EEC by putting into place appropriate mechanisms; and
– the investment firm exercises its voting rights independently from the parent undertaking.

However, Articles 9 and 10 shall apply where the parent undertaking, or another controlled undertaking of the parent undertaking, has invested in holdings managed by such investment firm and the investment firm has no discretion to exercise the voting rights attached to such holdings and may only exercise such voting rights under direct or indirect instructions from the parent or another controlled undertaking of the parent undertaking.

6. Upon receipt of the notification under paragraph 1, but no later than three trading days thereafter, the issuer shall make public all the information contained in the notification.
7. A home Member State may exempt issuers from the requirement in paragraph 6 if the information contained in the notification is made public by its competent authority, under the conditions laid down in Article 21, upon receipt of the notification, but no later than three trading days thereafter.
8. In order to take account of technical developments on financial markets and to ensure the uniform application of paragraphs 1, 2, 4, 5 and 6 of this Article, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 27(2), adopt implementing measures:
   (a) to establish a standard form to be used throughout the Community when notifying the required information to the issuer under paragraph 1 or when filing information under Article 19(3);
   (b) to determine a calendar of 'trading days' for all Member States;
   (c) to establish in which cases the shareholder, or the natural person or legal entity referred to in Article 10, or both, shall effect the necessary notification to the issuer;
   (d) to clarify the circumstances under which the shareholder, or the natural person or legal entity referred to in Article 10, should have learned of the acquisition or disposal;
   (e) to clarify the conditions of independence to be complied with by management companies and their parent undertakings or by investment firms and their parent undertakings to benefit from the exemptions in paragraphs 4 and 5.

Article 13

1. The notification requirements laid down in Article 9 shall also apply to a natural person or legal entity who holds, directly or indirectly, financial instruments that result in an entitlement to acquire, on such holder's own initiative alone, under a formal agreement, shares to which voting rights are attached, already issued, of an issuer whose shares are admitted to trading on a regulated market.
2. The Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 27(2), adopt implementing measures in order to take account of technical developments in financial markets and to ensure the uniform application of paragraph 1. It shall in particular determine:
   (a) the types of financial instruments referred to in paragraph 1 and their aggregation;
   (b) the nature of the formal agreement referred to in paragraph 1;
   (c) the contents of the notification to be made, establishing a standard form to be used throughout the Community for that purpose;
   (d) the notification period;
   (e) to whom the notification is to be made.

Article 14

1. here an issuer of shares admitted to trading on a regulated market acquires or disposes of its own shares, either itself or through a person acting in his own name but on the issuer's behalf, the home Member State shall ensure that the issuer makes public the proportion of its own shares as soon as possible, but not later than four trading days following such acquisition or disposal where that proportion reaches, exceeds or falls below the thresholds of 5 % or 10 % of the voting rights. The proportion shall be calculated on the basis of the total number of shares to which voting rights are attached.
2. he Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 27(2), adopt implementing measures in order to take account of technical developments in financial mar-

kets and to ensure the uniform application of paragraph 1.

Article 15

For the purpose of calculating the thresholds provided for in Article 9, the home Member State shall at least require the disclosure to the public by the issuer of the total number of voting rights and capital at the end of each calendar month during which an increase or decrease of such total number has occurred.

Article 16

Additional information

1. The issuer of shares admitted to trading on a regulated market shall make public without delay any change in the rights attaching to the various classes of shares, including changes in the rights attaching to derivative securities issued by the issuer itself and giving access to the shares of that issuer.
2. The issuer of securities, other than shares admitted to trading on a regulated market, shall make public without delay any changes in the rights of holders of securities other than shares, including changes in the terms and conditions of these securities which could indirectly affect those rights, resulting in particular from a change in loan terms or in interest rates.
3. The issuer of securities admitted to trading on a regulated market shall make public without delay of new loan issues and in particular of any guarantee or security in respect thereof. Without prejudice to Directive 2003/6/EC, this paragraph shall not apply to a public international body of which at least one Member State is member.

Section II

Information for holders of securities admitted to trading on a regulated market

Article 17

Information requirements for issuers whose shares are admitted to trading on a regulated market

1. The issuer of shares admitted to trading on a regulated market shall ensure equal treatment for all holders of shares who are in the same position.
2. The issuer shall ensure that all the facilities and information necessary to enable holders of shares to exercise their rights are available in the home Member State and that the integrity of data is preserved. Shareholders shall not be prevented from exercising their rights by proxy, subject to the law of the country in which the issuer is incorporated. In particular, the issuer shall:
   (a) provide information on the place, time and agenda of meetings, the total number of shares and voting rights and the rights of holders to participate in meetings;
   (b) make available a proxy form, on paper or, where applicable, by electronic means, to each person entitled to vote at a shareholders' meeting, together with the notice concerning the meeting or, on request, after an announcement of the meeting;
   (c) designate as its agent a financial institution through which shareholders may exercise their financial rights; and
   (d) publish notices or distribute circulars concerning the allocation and payment of dividends and the issue of new shares, including information on any arrangements for allotment, subscription, cancellation or conversion.
3. or the purposes of conveying information to shareholders, the home Member State shall allow issuers the use of electronic means, provided such a decision is taken in a general meeting and meets at least the following conditions:
   (a) the use of electronic means shall in no way depend upon the location of the seat or residence of the shareholder or, in the cases referred to in Article 10(a) to (h), of the natural persons or legal entities;
   (b) identification arrangements shall be put in place so that the shareholders, or the natural persons or legal entities entitled to exercise or to direct the exercise of voting rights, are effectively informed;
   (c) shareholders, or in the cases referred to in Article 10(a) to (e) the natural persons or legal entities entitled to acquire, dispose of or exercise voting rights, shall be contacted in writing to request their consent for the use of electronic means for conveying information and, if they do not object within a reasonable period of time, their consent shall be deemed to be given. They shall be able to request, at any time in the future, that information be conveyed in writing, and
   (d) any apportionment of the costs entailed in the conveyance of such information by electronic means shall be determined by the

issuer in compliance with the principle of equal treatment laid down in paragraph 1.

4. The Commission shall, in accordance with the procedure provided for in Article 27(2), adopt implementing measures in order to take account of technical developments in financial markets, to take account of developments in information and communication technology and to ensure the uniform application of paragraphs 1, 2 and 3. It shall, in particular, specify the types of financial institution through which a shareholder may exercise the financial rights provided for in paragraph 2(c).

Article 18

Information requirements for issuers whose debt securities are admitted to trading on a regulated market

1. The issuer of debt securities admitted to trading on a regulated market shall ensure that all holders of debt securities ranking pari passu are given equal treatment in respect of all the rights attaching to those debt securities.
2. The issuer shall ensure that all the facilities and information necessary to enable debt securities holders to exercise their rights are publicly available in the home Member State and that the integrity of data is preserved. Debt securities holders shall not be prevented from exercising their rights by proxy, subject to the law of country in which the issuer is incorporated. In particular, the issuer shall:
   (a) publish notices, or distribute circulars, concerning the place, time and agenda of meetings of debt securities holders, the payment of interest, the exercise of any conversion, exchange, subscription or cancellation rights, and repayment, as well as the right of those holders to participate therein;
   (b) make available a proxy form on paper or, where applicable, by electronic means, to each person entitled to vote at a meeting of debt securities holders, together with the notice concerning the meeting or, on request, after an announcement of the meeting; and
   (c) designate as its agent a financial institution through which debt securities holders may exercise their financial rights.
3. If only holders of debt securities whose denomination per unit amounts to at least EUR 50 000 or, in the case of debt securities denominated in a currency other than Euro whose denomination per unit is, at the date of the issue, equivalent to at least EUR 50 000, are to be invited to a meeting, the issuer may choose as venue any Member State, provided that all the facilities and information necessary to enable such holders to exercise their rights are made available in that Member State.
4. For the purposes of conveying information to debt securities holders, the home Member State, or the Member State chosen by the issuer pursuant to paragraph 3, shall allow issuers the use of electronic means, provided such a decision is taken in a general meeting and meets at least the following conditions:
   (a) the use of electronic means shall in no way depend upon the location of the seat or residence of the debt security holder or of a proxy representing that holder;
   (b) identification arrangements shall be put in place so that debt securities holders are effectively informed;
   (c) debt securities holders shall be contacted in writing to request their consent for the use of electronic means for conveying information and if they do not object within a reasonable period of time, their consent shall be deemed to be given. They shall be able to request, at any time in the future, that information be conveyed in writing; and
   (d) any apportionment of the costs entailed in the conveyance of information by electronic means shall be determined by the issuer in compliance with the principle of equal treatment laid down in paragraph 1.
5. The Commission shall, in accordance with the procedure provided for in Article 27(2), adopt implementing measures in order to take account of technical developments in financial markets, to take account of developments in information and communication technology and to ensure the uniform application of paragraphs 1 to 4. It shall, in particular, specify the types of financial institution through which a debt security holder may exercise the financial rights provided for in paragraph 2(c).

Chapter IV

General obligations

Article 19

Home Member State control

1. Whenever the issuer, or any person having requested, without the issuer's consent, the admission of its securities to trading on a regulated market, discloses regulated information, it shall at the same time file that information with

the competent authority of its home Member State. That competent authority may decide to publish such filed information on its Internet site.

Where an issuer proposes to amend its instrument of incorporation or statutes, it shall communicate the draft amendment to the competent authority of the home Member State and to the regulated market to which its securities have been admitted to trading. Such communication shall be effected without delay, but at the latest on the date of calling the general meeting which is to vote on, or be informed of, the amendment.

2. The home Member State may exempt an issuer from the requirement under paragraph 1 in respect of information disclosed in accordance with Article 6 of Directive 2003/6/EC or Article 12(6) of this Directive.
3. Information to be notified to the issuer in accordance with Articles 9, 10, 12 and 13 shall at the same time be filed with the competent authority of the home Member State.
4. In order to ensure the uniform application of paragraphs 1, 2 and 3, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 27(2), adopt implementing measures.

The Commission shall, in particular, specify the procedure in accordance with which an issuer, a holder of shares or other financial instruments, or a person or entity referred to in Article 10, is to file information with the competent authority of the home Member State under paragraphs 1 or 3, respectively, in order to:

(a) enable filing by electronic means in the home Member State;
(b) coordinate the filing of the annual financial report referred to in Article 4 of this Directive with the filing of the annual information referred to in Article 10 of Directive 2003/71/EC.

Article 20

Languages

1. Where securities are admitted to trading on a regulated market only in the home Member State, regulated information shall be disclosed in a language accepted by the competent authority in the home Member State.
2. Where securities are admitted to trading on a regulated market both in the home Member State and in one or more host Member States, regulated information shall be disclosed:
   (a) in a language accepted by the competent authority in the home Member State; and
   (b) depending on the choice of the issuer, either in a language accepted by the competent authorities of those host Member States or in a language customary in the sphere of international finance.
3. Where securities are admitted to trading on a regulated market in one or more host Member States, but not in the home Member State, regulated information shall, depending on the choice of the issuer, be disclosed either in a language accepted by the competent authorities of those host Member States or in a language customary in the sphere of international finance.

   In addition, the home Member State may lay down in its law, regulations or administrative provisions that the regulated information shall, depending on the choice of the issuer, be disclosed either in a language accepted by its competent authority or in a language customary in the sphere of international finance.
4. Where securities are admitted to trading on a regulated market without the issuer's consent, the obligations under paragraphs 1, 2 and 3 shall be incumbent not upon the issuer, but upon the person who, without the issuer's consent, has requested such admission.
5. Member States shall allow shareholders and the natural person or legal entity referred to in Articles 9, 10 and 13 to notify information to an issuer under this Directive only in a language customary in the sphere of international finance. If the issuer receives such a notification, Member States may not require the issuer to provide a translation into a language accepted by the competent authorities.
6. By way of derogation from paragraphs 1 to 4, where securities whose denomination per unit amounts to at least EUR 50 000 or, in the case of debt securities denominated in a currency other than Euro equivalent to at least EUR 50 000 at the date of the issue, are admitted to trading on a regulated market in one or more Member States, regulated information shall be disclosed to the public either in a language accepted by the competent authorities of the home and host Member States or in a language customary in the sphere of international finance, at the choice of the issuer or of the person who, without the issuer's consent, has requested such admission.
7. If an action concerning the content of regulated information is brought before a court or tribu-

nal in a Member State, responsibility for the payment of costs incurred in the translation of that information for the purposes of the proceedings shall be decided in accordance with the law of that Member State.

Article 21

Access to regulated information

1. The home Member State shall ensure that the issuer, or the person who has applied for admission to trading on a regulated market without the issuer's consent, discloses regulated information in a manner ensuring fast access to such information on a non-discriminatory basis and makes it available to the officially appointed mechanism referred to in paragraph 2. The issuer, or the person who has applied for admission to trading on a regulated market without the issuer's consent, may not charge investors any specific cost for providing the information. The home Member State shall require the issuer to use such media as may reasonably be relied upon for the effective dissemination of information to the public throughout the Community. The home Member State may not impose an obligation to use only media whose operators are established on its territory.
2. The home Member State shall ensure that there is at least one officially appointed mechanism for the central storage of regulated information. These mechanisms should comply with minimum quality standards of security, certainty as to the information source, time recording and easy access by end users and shall be aligned with the filing procedure under Article 19(1).
3. here securities are admitted to trading on a regulated market in only one host Member State and not in the home Member State, the host Member State shall ensure disclosure of regulated information in accordance with the requirements referred to in paragraph 1.

4.In order to take account of technical developments in financial markets, to take account of developments in information and communication technology and to ensure the uniform application of paragraphs 1, 2 and 3, the Commission shall adopt implementing measures in accordance with the procedure referred to in Article 27(2).

The Commission shall in particular specify:

a) minimum standards for the dissemination of regulated information, as referred to in paragraph 1;
b) minimum standards for the central storage mechanism as referred to in paragraph 2.

The Commission may also specify and update a list of media for the dissemination of information to the public.

Article 22

Guidelines

1. The competent authorities of the Member States shall draw up appropriate guidelines with a view to further facilitating public access to information to be disclosed under Directive 2003/6/EC, Directive 2003/71/EC and this Directive.

   The aim of those guidelines shall be the creation of:

   (a) an electronic network to be set up at national level between national securities regulators, operators of regulated markets and national company registers covered by the First Council Directive 68/151/EEC of 9 March 1968 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 48[18] of the Treaty, with a view to making such safeguards equivalent throughout the Community[19]; and
   (b) a single electronic network, or a platform of electronic networks across Member States.
2. The Commission shall review the results achieved under paragraph 1 by 31 December 2006 and may, in accordance with the procedure referred to in Article 27(2), adopt implementing measures to facilitate compliance with Articles 19 and 21.

Article 23

Third countries

1. Where the registered office of an issuer is in a third country, the competent authority of the home Member State may exempt that issuer from requirements under Articles 4 to 7 and Articles 12(6), 14, 15 and 16 to 18, provided that

[18] Editorial note: The title has been adjusted to take account of the renumbering of the Articles of the Treaty establishing the European Community in accordance with Article 12 of the Treaty of Amsterdam; the original reference was to Article 58 of the Treaty.

[19] OJ L 65, 14.3.1968, p. 8. Directive as last amended by Directive 2003/58/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 221, 4.9.2003, p. 13).

the law of the third country in question lays down equivalent requirements or such an issuer complies with requirements of the law of a third country that the competent authority of the home Member State considers as equivalent.

However, the information covered by the requirements laid down in the third country shall be filed in accordance with Article 19 and disclosed in accordance with Articles 20 and 21.

2. By way of derogation from paragraph 1, an issuer whose registered office is in a third country shall be exempted from preparing its financial statement in accordance with Article 4 or Article 5 prior to the financial year starting on or after 1 January 2007, provided such issuer prepares its financial statements in accordance with internationally accepted standards referred to in Article 9 of Regulation (EC) No 1606/2002.
3. The competent authority of the home Member State shall ensure that information disclosed in a third country which may be of importance for the public in the Community is disclosed in accordance with Articles 20 and 21, even if such information is not regulated information within the meaning of Article 2(1)(k).
4. In order to ensure the uniform application of paragraph 1, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 27(2), adopt implementing measures
   (i) setting up a mechanism ensuring the establishment of equivalence of information required under this Directive, including financial statements and information, including financial statements, required under the law, regulations or administrative provisions of a third country;
   (ii) stating that, by reason of its domestic law, regulations, administrative provisions, or of the practices or procedures based on the international standards set by international organisations, the third country where the issuer is registered ensures the equivalence of the information requirements provided for in this Directive.

   The Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 27(2), take the necessary decisions on the equivalence of accounting standards which are used by third country issuers under the conditions set out in Article 30(3) at the latest five years following the date referred to in Article 31. If the Commission decides that the accounting standards of a third country are not equivalent, it may allow the issuers concerned to continue using such accounting standards during an appropriate transitional period.
5. In order to ensure uniform application of paragraph 2, the Commission may, in accordance with the procedure referred to in Article 27(2), adopt implementing measures defining the type of information disclosed in a third country that is of importance to the public in the Community.
6. Undertakings whose registered office is in a third country which would have required an authorisation in accordance with Article 5(1) of Directive 85/611/EEC or, with regard to portfolio management under point 4 of section A of Annex I to Directive 2004/39/EC if it had its registered office or, only in the case of an investment firm, its head office within the Community, shall also be exempted from aggregating holdings with the holdings of its parent undertaking under the requirements laid down in Article 12(4) and (5) provided that they comply with equivalent conditions of independence as management companies or investment firms.
7. In order to take account of technical developments in financial markets and to ensure the uniform application of paragraph 6, the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 27(2), adopt implementing measures stating that, by reason of its domestic law, regulations, or administrative provisions, a third country ensures the equivalence of the independence requirements provided for under this Directive and its implementing measures.

Chapter V

Competent authorities

Article 24

Competent authorities and their powers

1. Each Member State shall designate the central authority referred to in Article 21(1) of Directive 2003/71/EC as central competent administrative authority responsible for carrying out the obligations provided for in this Directive and for ensuring that the provisions adopted pursuant to this Directive are applied. Member States shall inform the Commission accordingly.

   However, for the purpose of paragraph 4(h) Member States may designate a competent authority other than the central competent authority referred to in the first subparagraph.

2. Member States may allow their central competent authority to delegate tasks. Except for the tasks referred to in paragraph 4(h), any delegation of tasks relating to the obligations provided for in this Directive and in its implementing measures shall be reviewed five years after the entry into force of this Directive and shall end eight years after the entry into force of this Directive. Any delegation of tasks shall be made in a specific manner stating the tasks to be undertaken and the conditions under which they are to be carried out.

   Those conditions shall include a clause requiring the entity in question to be organised in a manner such that conflicts of interest are avoided and information obtained from carrying out the delegated tasks is not used unfairly or to prevent competition. In any case, the final responsibility for supervising compliance with the provisions of this Directive and implementing measures adopted pursuant thereto shall lie with the competent authority designated in accordance with paragraph 1.
3. Member States shall inform the Commission and competent authorities of other Member States of any arrangements entered into with regard to the delegation of tasks, including the precise conditions for regulating the delegations.
4. Each competent authority shall have all the powers necessary for the performance of its functions. It shall at least be empowered to:
   (a) require auditors, issuers, holders of shares or other financial instruments, or persons or entities referred to in Articles 10 or 13, and the persons that control them or are controlled by them, to provide information and documents;
   (b) require the issuer to disclose the information required under point (a) to the public by the means and within the time limits the authority considers necessary. It may publish such information on its own initiative in the event that the issuer, or the persons that control it or are controlled by it, fail to do so and after having heard the issuer;
   (c) require managers of the issuers and of the holders of shares or other financial instruments, or of persons or entities referred to in Articles 10 or 13, to notify the information required under this Directive, or under national law adopted in accordance with this Directive, and, If necessary, to provide further information and documents;
   (d) suspend, or request the relevant regulated market to suspend, trading in securities for a maximum of ten days at a time if it has reasonable grounds for suspecting that the provisions of this Directive, or of national law adopted in accordance with this Directive, have been infringed by the issuer;
   (e) prohibit trading on a regulated market if it finds that the provisions of this Directive, or of national law adopted in accordance with this Directive, have been infringed, or if it has reasonable grounds for suspecting that the provisions of this Directive have been infringed;
   (f) monitor that the issuer discloses timely information with the objective of ensuring effective and equal access to the public in all Member States where the securities are traded and take appropriate action if that is not the case;
   (g) make public the fact that an issuer, or a holder of shares or other financial instruments, or a person or entity referred to in Articles 10 or 13, is failing to comply with its obligations;
   (h) examine that information referred to in this Directive is drawn up in accordance with the relevant reporting framework and take appropriate measures in case of discovered infringements; and
   (i) carry out on-site inspections in its territory in accordance with national law, in order to verify compliance with the provisions of this Directive and its implementing measures. Where necessary under national law, the competent authority or authorities may use this power by applying to the relevant judicial authority and/or in cooperation with other authorities.
5. Paragraphs 1 to 4 shall be without prejudice to the possibility for a Member State to make separate legal and administrative arrangements for overseas European territories for whose external relations that Member State is responsible.
6. The disclosure to competent authorities by the auditors of any fact or decision related to the requests made by the competent authority under paragraph (4)(a) shall not constitute a breach of any restriction on disclosure of information imposed by contract or by any law, regulation or administrative provision and shall not involve such auditors in liability of any kind.

Article 25

Professional secrecy and cooperation between Member States

1. The obligation of professional secrecy shall apply to all persons who work or who have worked for the competent authority and for entities to which competent authorities may have delegated certain tasks. Information covered by professional secrecy may not be disclosed to any other person or authority except by virtue of the laws, regulations or administrative provisions of a Member State.
2. Competent authorities of the Member States shall cooperate with each other, whenever necessary, for the purpose of carrying out their duties and making use of their powers, whether set out in this Directive or in national law adopted pursuant to this Directive. Competent authorities shall render assistance to competent authorities of other Member States.
3. Paragraph 1 shall not prevent the competent authorities from exchanging confidential information. Information thus exchanged shall be covered by the obligation of professional secrecy to which the persons employed or formerly employed by the competent authorities receiving the information are subject.
4. Member States may conclude cooperation agreements providing for the exchange of information with the competent authorities or bodies of third countries enabled by their respective legislation to carry out any of the tasks assigned by this Directive to the competent authorities in accordance with Article 24. Such an exchange of information is subject to guarantees of professional secrecy at least equivalent to those referred to in this Article. Such exchange of information shall be intended for the performance of the supervisory task of the authorities or bodies mentioned. Where the information originates in another Member State, it may not be disclosed without the express agreement of the competent authorities which have disclosed it and, where appropriate, solely for the purposes for which those authorities gave their agreement.

Article 26

Precautionary measures

1. Where the competent authority of a host Member State finds that the issuer or the holder of shares or other financial instruments, or the person or entity referred to in Article 10, has committed irregularities or infringed its obligations, it shall refer its findings to the competent authority of the home Member State.
2. If, despite the measures taken by the competent authority of the home Member State, or because such measures prove inadequate, the issuer or the security holder persists in infringing the relevant legal or regulatory provisions, the competent authority of the host Member State shall, after informing the competent authority of the home Member State, take, in accordance with Article 3(2), all the appropriate measures in order to protect investors. The Commission shall be informed of such measures at the earliest opportunity.

Chapter VI

Implementing Measures

Article 27

Committee procedure

1. The Commission shall be assisted by the European Securities Committee, instituted by Article 1 of Decision 2001/528/EC.
2. Where reference is made to this paragraph, Articles 5 and 7 of Decision 1999/468/EC shall apply, having regard to the provisions of Article 8 thereof, provided that the implementing measures adopted in accordance with that procedure do not modify the essential provisions of this Directive.

   The period laid down in Article 5(6) of Decision 1999/468/EC shall be set at three months.
3. The Committee shall adopt its Rules of Procedure.
4. Without prejudice to the implementing measures already adopted by 20 January 2009 the application of the provisions of this Directive concerning the adoption of technical rules and decisions in accordance with the procedure referred to in paragraph 2 shall be suspended. On a proposal from the Commission, the European Parliament and the Council may renew the provisions concerned in accordance with the procedure laid down in Article 251 of the Treaty and, to that end, shall review them prior to the expiry of the four-year period.

Article 28

Penalties

1. Without prejudice to the right of Member States to impose criminal penalties, Member States shall ensure, in conformity with their natio-

nal law, that at least the appropriate administrative measures may be taken or civil and/or administrative penalties imposed in respect of the persons responsible, where the provisions adopted in accordance with this Directive have not been complied with. Member States shall ensure that those measures are effective, proportionate and dissuasive.

2. Member States shall provide that the competent authority may disclose to the public every measure taken or penalty imposed for infringement of the provisions adopted in accordance with this Directive, save where such disclosure would seriously jeopardise the financial markets or cause disproportionate damage to the parties involved.

Article 29

Right of appeal

Member States shall ensure that decisions taken under laws, regulations, and administrative provisions adopted in accordance with this Directive are subject to the right of appeal to the courts.

Chapter VII

Transitional And Final Provisions

Article 30

Transitional provisions

1. By way of derogation from Article 5(3) of this Directive, the home Member State may exempt from disclosing financial statements in accordance with Regulation (EC) No 1606/2002 issuers referred to in Article 9 of that Regulation for the financial year starting on or after 1 January 2006.
2. Notwithstanding Article 12(2), a shareholder shall notify the issuer at the latest two months after the date in Article 31(1) of the proportion of voting rights and capital it holds, in accordance with Articles 9, 10 and 13, with issuers at that date, unless it has already made a notification containing equivalent information before that date.

   Notwithstanding Article 12(6), an issuer shall in turn disclose the information received in those notifications no later than three months after the date in Article 31(1).
3. Where an issuer is incorporated in a third country, the home Member State may exempt such issuer only in respect of those debt securities which have already been admitted to trading on a regulated market in the Community prior to 1 January 2005 from drawing up its financial statements in accordance with Article 4(3) and its management report in accordance with Article 4(5) as long as
   (a) the competent authority of the home Member State acknowledges that annual financial statements prepared by issuers from such a third country give a true and fair view of the issuer's assets and liabilities, financial position and results;
   (b) the third country where the issuer is incorporated has not made mandatory the application of international accounting standards referred to in Article 2 of Regulation (EC) No 1606/2002; and
   (c) the Commission has not taken any decision in accordance with Article 23(4)(ii) as to whether there is an equivalence between the abovementioned accounting standards and
      – the accounting standards laid down in the law, regulations or administrative provisions of the third country where the issuer is incorporated, or
      – the accounting standards of a third country such an issuer has elected to comply with.
4. The home Member State may exempt issuers only in respect of those debt securities which have already been admitted to trading on a regulated market in the Community prior to 1 January 2005 from disclosing half-yearly financial report in accordance with Article 5 for 10 years following 1 January 2005, provided that the home Member State had decided to allow such issuers to benefit from the provisions of Article 27 of Directive 2001/34/EC at the point of admission of those debt securities.

Article 31

Transposition

1. Member States shall take the necessary measures to comply with this Directive by 20 January 2007. They shall forthwith inform the Commission thereof.

   When Member States adopt these measures, they shall contain a reference to this Directive or shall be accompanied by such reference on the occasion of their official publication. The methods of making such reference shall be laid down by Member States.
2. Where Member States adopt measures pursuant to Articles 3(1), 8(2), 8(3), 9(6) or 30, they shall immediately communicate those measures to the Commission and to the other Member States.

Article 32

Amendments

With effect from the date specified in Article 31(1), Directive 2001/34/EC shall be amended as follows:

(1) In Article 1, points (g) and (h) shall be deleted;
(2) Article 4 shall be deleted;
(3) In Article 6, paragraph 2 shall be deleted;
(4) In Article 8, paragraph 2 shall be replaced by the following:
'2. Member States may make the issuers of securities admitted to official listing subject to additional obligations, provided that those additional obligations apply generally for all issuers or for individual classes of issuers';
(5) Articles 65 to 97 shall be deleted;
(6) Articles 102 and 103 shall be deleted;
(7) In Article 107(3), the second subparagraph shall be deleted;
(8) In Article 108, paragraph 2 shall be amended as follows:
(a) in point (a), the words 'periodic information to be published by the companies of which shares are admitted' shall be deleted;
(b) point (b) shall be deleted;
(c) point (c)(iii) shall be deleted;
(d) point (d) shall be deleted.

References made to the repealed provisions shall be construed as being made to the provisions of this Directive.

Article 33

Review

The Commission shall by 30 June 2009 report on the operation of this Directive to the European Parliament and to the Council including the appropriateness of ending the exemption for existing debt securities after the 10-year period as provided for by Article 30(4) and its potential impact on the European financial markets.

Article 34

Entry into force

This Directive shall enter into force on the twentieth day following that of its publication in the *Official Journal of the European Union*.

Article 35

Addressees

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Strasbourg, 15 December 2004.

For the European Parliament
The President
J. BORRELL FONTELLES

For the Council
The President
A. NICOLAÏ