



NORGES OFFENTLIGE UTREDNINGER

NOU 1995:1

Investeringsforetak

**Innstilling I fra Verdipapirhandellovutvalget oppnevnt ved
kongelig resolusjon 31. januar 1994.**

Avgitt til Finans- og tolldepartementet 16. desember 1994.

STATENS FORVALTNINGSTJENESTE
STATENS TRYKNING

OSLO 1995

Til Finans- og tolldepartementet

Det utvalg som ble oppnevnt ved Kgl. Res. 31. januar 1994 til å gjennomgå sider ved verdipapirhandellovgivningen, legger med dette frem sin første delinnstilling om revisjon av reglene om fondsmeglerforetakenes rammebetingelser, virksomhet, og om verdipapirhandel gjennom fondsmeglerforetak.

Utvalgets innstilling er enstemmig.

Oslo, 16. desember 1994

A.C. Stray Ryssdal Leder

Jan Bjørland

Tharald Brøvig

Eirik Bunæs

Arnhild Dordi Gjønnes

Gunnvald Grønvik

Tom Hugo-Sørensen

Nina Lohne

Per Broch Mathisen

Tonje Meinich

Marius Ryel

Alf A. Hageler

Torill Wergeland

Cecilie Ask

Ellen C. Solberg

KAPITTEL 1

Innhold og sammendrag**1.1 UTVALGETS OPPNEVNING**

Ved kongelig resolusjon 31. januar 1994 ble det oppnevnt et lovutvalg til å gjennomgå sider ved verdipapirhandellovgivningen.

Følgende ble oppnevnt som medlemmer i lovutvalget:

- Advokat Anders Chr. Stray Ryssdal (leder)
- Avdelingsdirektør Jan Bjørland, Finansdepartementet
- Skipsreder Tharald Brøvig, Norges Rederiforbund
- Avdelingsdirektør Eirik Bunæs, Kredittilsynet
- Advokat Arnhild Dordi Gjønnes, Næringslivets Hovedorganisasjon
- Assisterende direktør Gunnvald Grønvik, Norges Bank
- Økonom Ellen Horneland, Landsorganisasjonen i Norge
- Ekspedisjonssjef Tom Hugo-Sørensen, Nærings- og energidepartementet
- Administrerende direktør Per Broch Mathisen, Norges Fondsmeglerforbund
- Lovrådgiver Tone Ofstad, Justisdepartementet
- Direktør Marius Ryel, Oslo Børs
- Kontorsjef Kari Sørdsal, Den norske Bankforening og Sparebankforeningen i Norge
- Advokat Torill Wergeland, Norges Forsikringsforbund

Finansdepartementet oppnevnte 31. januar 1994 assisterende direktør Nina Lohne, Eksportfinans AS, som medlem av lovutvalget for Kredittforetakenes og Hypotekbankenes Forening.

Ellen Hornelands deltakelse i lovutvalget bortfalt som følge av at hun 7. februar 1994 tiltrådte stilling som politisk rådgiver i Finansdepartementet. Tone Ofstad ønsket seg fritatt fra vervet som medlem i forbindelse med tiltredelse i ny stilling som dommerfullmektig ved Asker og Bærum herredsrett. Ved Finansdepartementets vedtak av 3. mars 1994 ble førstekonsulent Tonje Meinich, Justisdepartementet oppnevnt som nytt medlem. Kari Sørdsal ønsket av velferdsmessige årsaker å fratre som medlem. Ved Finansdepartementets vedtak av 21. oktober 1994 ble direktør Alf A. Hageler, oppnevnt som nytt medlem for Den norske Bankforening og Sparebankforeningen i Norge.

Kredittforetakenes og Hypotekbankenes Forening er fra 1. juli 1994 slått sammen med Den norske Bankforening. Nina Lohne representerer etter dette Den norske Bankforening.

Inspektør Ellen C. Solberg, Kredittilsynet og rådgiver Cecilie Ask, Finansdepartementet har vært lovutvalgets sekretærer.

Lovutvalget fikk følgende mandat:

«Utvalget skal vurdere verdipapirhandelloven med sikte på modernisering, samordning og revisjon.

Det skal foretas en lovteknisk gjennomgåelse med sikte på en samordning av lovgivningen herunder forskrift gitt i medhold av verdipapirhandelloven.

Det er behov for at lovgivningen vurderes i lys av den internasjonalisering som er foregått i verdipapirmarkedet, samt de erfaringer som foreligger med dagens regler. Det er et mål at lovgivningen får en mest mulig langsik-

tig og generell karakter. Den bør gi rom for nødvendige tilpasninger til endrede forhold.

Utvalget skal utrede hensiktsmessigheten av og behovet for at fondsmeglerforetak har enerett på å opptre som mellommann mot godtgjørelse ved verdipapirhandel.

Utvalget skal foreta den nødvendige avgrensning i sitt arbeid i forhold til spørsmål som nylig har vært realitetsbehandlet eller utredet. Forsåvidt gjelder spørsmål som nylig har vært realitetsbehandlet vises det spesielt til de nylig vedtatte reglene om innsidehandel og emisjonskontroll. Forsåvidt gjelder utredninger vises det spesielt til NOU 1991:25 om lånefinansierte selskapsovertakelser.

Lovgivningen skal vurderes i forhold til de relevante EF-direktivene.

Utvalget skal utrede de økonomiske-administrative konsekvensene av de forslag som fremmes.

Utvalget skal avgi en delutredning om fondsmeglerforetakenes rammebetingelser og virksomhet, jf. verdipapirhandellovens "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kapittel 3 (om fondsmegling) og "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i kapittel 4 (om verdipapirhandel gjennom fondsmeglerforetak) innen 10. september 1994.

Utvalget skal avgi sin endelige utredning innen 30. juni 1995.

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

Finansdepartementet har i brev av 1. november 1994 antatt at utvalget også bør vurdere hvorvidt opsjoner og terminer på råvarer bør reguleres med hjemmel i verdipapirhandelloven.

1.2 UTVALGETS ARBEID

Lovutvalget har hatt 14 møter i perioden 28. februar til 16. desember 1994. I tillegg er det avholdt et to-dagers seminar, der utvalget har mottatt orienteringer fra Verdipapirsentralen, Norsk Opsjonssentral AS, Norges Bank, Kredittilsynet, Oslo Børs, samt fra uavhengige fondsmeglerforetak og fondsmeglerforetak eid av bank. Utvalget har videre mottatt bistand fra Oslo Børs, Norges Bank og Norges Fondsmeglerforbund til utarbeidelse av "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kapittel 3 om utviklingen i det norske verdipapirmarkedet.

1.3 SAMMENDRAG

Verdipapirhandellovutvalget fremlegger i denne delinstillingen forslag til endringer i Lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel. Utkastet i denne delinnstillingen skal erstatte lovens "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i Kap. 3 (om fondsmegling), "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i Kap. 4 (verdipapirhandel gjennom fondsmeglerforetak) og "*Rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet*" i Kap. 5 (aktiv forvaltningsservice). Utkastet vil gi nye regler for norske fondsmeglerforetak (investeringsforetak), som er utformet på bakgrunn av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen og nasjonale reguleringspolitiske behov. I delinnstillingen foreslår utvalget endringer i konsesjonsreglene, de generelle virksomhetsreglene, de spesifiserte handelsreglene og i tilsynsreglene. Tilpasningen til ISD må vedtas som norsk rett innen 1. juli 1995 for at Norge skal overholde sine forpliktelser etter EØS-avtalen.

Forslag til ytterligere endringer i verdipapirhandelloven – i "*Innhold og sammendrag*" i kap. 1 (alminnelige bestemmelser), "*Bakgrunnen for lovreformen*" i

kap. 2 (om emisjoner) og "*Bakgrunnen for lovreformen*" i kap. 2a (opsjoner til verdipapirer, terminer) – vil i tråd med utvalgets mandat bli fremlagt i utvalgets endelige innstilling, som vil inneholde et samlet forslag til en ny verdipapirhandellov.

1.3.1 Vilkår for å yte investeringstjenester

Utvalgets forslag til nye regler om konsesjon, og vilkår som må være oppfylt for å yte investeringstjenester, bygger i stor grad på EUs Rådskdirektiv 93/22 om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer (ISD). I tråd med direktivet foreslår utvalget at fondsmeglerforetak i fremtiden omtales som investeringsforetak, og at bl.a. dagens fondsmegling betegnes som ytelse av en investeringstjeneste. Det foreslås dessuten at betegnelsen verdipapirer erstattes av betegnelsen finansielle instrumenter.

Tillatelse til å yte investeringstjenester foreslås knyttet til foretaket. Dagens system med en personlig bevillingshaver foreslås opphevet. Et rent investeringsforetak med Norge som hjemstat må som idag være et norsk aksjeselskap. Kredittinstitusjoner vil imidlertid også kunne yte investeringstjenester, men vil måtte søke særskilt tillatelse til slik virksomhet. Blant kredittinstitusjonene foreslås at ikke bare banker men også visse typer finansieringsforetak kan få slik tillatelse. Tillatelse gis av Kredittilsynet.

Konsesjon til investeringsforetak vil etter lovforslaget kunne nektes dersom selskapets ledelse (dvs. styre og administrerende direktør) ikke oppfyller de nødvendige krav til hederlig vandel og erfaring. Tillatelse vil også kunne nektes dersom en aksjonær med kvalifisert eierandel i foretaket ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Tilsvarende regler for kredittinstitusjoner følger av annen særlovgivning. Det er lagt stor vekt på at investeringsforetak skal ha tilfredsstillende interne rutiner for organisering av virksomheten. Slike rutiner skal forelegges Kredittilsynet før tillatelse gis.

Både kredittinstitusjoner og andre investeringsforetak må etter forslaget oppfylle krav til minste startkapital og løpende kapitaldekningskrav. Formålet med disse reglene er å sikre at investeringsforetakene til enhver tid har en kapitaldekning som er forsvarlig utfra virksomhetens omfang. Utkastet tar her utgangspunkt i EUs Rådskdirektiv 93/6 om investeringsforetaks og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad (CAD). Gjeldende bestemmelser om fondsmeglerforetaks plikt til å stille sikkerhet foreslås opphevet. I tråd med kravene i CAD inneholder lovforslaget også regler om tilsyn og kontroll med store engasjementer og tilsyn på konsolidert grunnlag.

Utvalget foreslår mer spesifiserte regler enn idag om norske foretaks etablering i utlandet, og utenlandske foretaks etablering i Norge. Når det gjelder etablering i andre EØS-stater, følger utkastet de krav som følger av ISD. Foretak fra land utenfor EØS-området vil ikke kunne etablere virksomhet i Norge uten tillatelse fra Kredittilsynet.

1.3.2 Rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet

I tråd med kravene i ISD har utvalget lagt vekt på at foretakene utarbeider interne retningslinjer for virksomheten med sikte på å ivareta investorenes interesser på en forsvarlig måte. Videre er det lagt vekt på å utforme forslag som stiller etiske krav, samt regler om opplysningsplikt overfor investorene, fremfor å utforme detaljerte regler om hvilken virksomhet foretakene kan utøve, og på hvilken måte virksomheten skal foregå. De foreslåtte regler om god forretningsskikk viderefører prinsippet i verdipapirhandelloven § 18 om god meglerskikk, men gir langt mer detaljerte ret-

ningslinjer for denne standardens innhold, som foretakene skal kunne innrette seg etter. Det foreslås at uttalelser fra Kredittilsynet om at forhold i konkrete investeringsforetak eventuelt anses i strid med god forretningsskikk skal kunne påklages til departementet.

Det legges opp til en tilpasning av lovens virksomhetsregler til den endring som har funnet sted i selve meglerfunksjonen, og for å gjøre norske investeringsforetak konkurransedyktige overfor utenlandske foretak. Slike regler gjelder bl.a. egenhandel og kredittgivning. Det foreslås også åpnet adgang for investeringsforetak til å kunne inngå og formidle avtaler om short salg og lån av finansielle instrumenter. Investeringsforetak vil imidlertid ikke kunne bidra til avtaler om short salg med mindre selger disponerer de finansielle instrumentene på avtaletidspunktet. Dette innebærer at bare såkalt dekket short salg vil bli lovlig.

Utenlandske foretak som driver virksomhet i Norge vil i hovedsak underlegges samme regler som norske foretak, selv om de har hovedsete i annen EØS-stat. Dette skyldes at ISD oppstiller harmoniserte minstekrav. De regler som er begrunnet i hensynet til investorene i norske marked, herunder kravene til god forretningsskikk, vil også bli gitt anvendelse overfor EØS-foretak. Regler om organisering av virksomheten og interne rutiner vil imidlertid følge hjemlandets regulering.

1.3.3 Handel gjennom investeringsforetak

Verdipapirhandelens regler om handel med verdipapir gjennom fondsmeglerforetak er i stor grad foreldet, som følge av bl.a. den teknologiske og markedsmessige utviklingen. Utvalget foreslår derfor en oppdatering og modernisering av dette regelverket. Utvalget har lagt til grunn at når det ikke foreligger noen særlig begrunnelse for spesialregler for handel i finansielle instrumenter, bør de alminnelige kjøps- og avtalerettslige regler komme til anvendelse.

For å åpne for avtalerettslig fleksibilitet samtidig som investorenes interesser sikres, foreslår utvalget en bestemmelse om hva som må være dekket i foretakenes alminnelige forretningsvilkår. Det foreslås at slike vilkår skal forelegges kunden før avtale første gang inngås, samt ved senere endringer. Det legges også opp til at Kredittilsynet kan gi pålegg om endringer i forretningsvilkårene dersom disse anses urimelige.

Utvalget foreslår at investeringsforetakenes sikkerhetsrett i finansielle instrumenter det har kjøpt for kunden, oppretholdes. Også salgsretten foreslås videreført, men med en presisering av at det ikke foreligger noen plikt til salg utover det som følger av de etiske reglene og av alminnelige erstatningsrettslige regler.

Det foreslås at oppgjørsfrister ikke lenger skal fastsettes av Finansdepartementet, men at det skal være opp til partene å avtale oppgjørsfristen. Det samme vil gjelde for fastsettelse av kurtasje. Utvalget har her lagt vekt på at konkurransen blant investeringsforetakene vil gi kundene det nødvendige vern.

Utvalget legger til grunn at disse reglene om handel med verdipapirer gjennom investeringsforetak også skal gis anvendelse ved utenlandske foretaks virksomhet i Norge.

1.3.4 Tilsyn og sanksjoner

Utvalget har vurdert verdipapirhandelens bestemmelser om tilsyn med fondsmeglerforetak og lagt vekt på å tilpasse disse såvel til dagens behov som til ISDs krav til tilsyn. Utvalget går inn for at det beholdes særlige tilsynsregler for fondsmeglerforetak i verdipapirhandelloven fremfor å samle alle slike i kredittilsynsloven. Dette gir bedre oversikt for verdipapirhandelens brukere. Tilsynsregler som retter seg

mot andre aktører i verdipapirmarkedet enn fondsmeglerforetak, vil bli gjennomgått i utvalgets delinnstilling II.

I samsvar med kravene i ISD foreslås at investeringsforetak skal melde fra om handel i visse finansielle instrumenter, som omsettes på et regulert marked og der transaksjonen er foretatt i henhold til reglene om adgang til å yte investeringstjenester i annen EØS-stat. Dette vil sikre notoritet i verdipapiromsetningen. Melding skal gis i det omfang og på den måte Kredittilsynet bestemmer.

Kredittilsynets hjemmel til å gi investeringsforetak pålegg om retting foreslås utvidet til også å gjelde i de tilfelle der Kredittilsynet underrettes av tilsynsmyndighet i annen EØS-stat, om at et norsk foretak har overtrådt regler som gjelder for foretakets virksomhet i vedkommende land. Utvalget legger til grunn at utviklingen i verdipapirmarkedet vil innebære at foretakene og deres kunder utvikler nye forretningsmetoder og produkter. Kredittilsynet foreslås dessuten gitt kompetanse til å forby investeringsforetak å drive virksomhet som ikke er regulert såfremt virksomheten kan påføre foretaket eller dets kunder uforsvarlig stor risiko, samt gi pålegg om at slik virksomhet bare kan finne sted på bestemte vilkår. I tråd med kravene i ISD foreslås at Kredittilsynet kan gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves eller om salg av aksjer, dersom en aksjonær med kvalifisert eierandel gjør sin innflytelse gjeldende på en måte som kan skade en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

Utvalget foreslår særskilte bestemmelser om tilsyn med investeringsforetak med hovedsete i annen EØS-stat som driver virksomhet i Norge. Reglene er i samsvar med kravene til harmonisering av standardene for tilsyn i ISD. Utenlandske foretak med hovedsete utenfor EØS-stat som gis tillatelse til å drive virksomhet i Norge, vil i utgangspunktet bli underlagt det samme tilsyn og de samme rapporteringskrav som norske foretak.

Utvalget har i denne delinnstillingen kun foretatt en lovteknisk oppdatering av verdipapirhandelovens straffebestemmelser. En nærmere vurdering av håndhevelses- og sanksjonsbestemmelsene vil bli foretatt i utvalgets delinnstilling II.

1.4 SUMMARY IN ENGLISH

On 31 January 1994 the King in Council appointed a Committee to review the Norwegian Securities Trading's Act. This report is the first of two policy papers to be presented by the Committee. The Committee's present report contains proposed amendments to chapter 3 (on stock and bond broking) chapter 4 (securities trading through stock and bond brokerage firms), and chapter 5 (portfolio management) of the Norwegian Securities Trading Act of 14 June 1985 No. 61. The purpose of the proposed amendments is to update rules on Norwegian stock brokerage firms (hereafter to be called investment services firms) in light of legal requirements under the Agreement on the European Economic Area (EEA) and under national regulatory requirements as manifested through the developments in the organized Norwegian securities markets throughout the last ten years.

This report is directed at amendments to Norwegian concession rules on investment services firms, rules on their business practices, rules on purchase and sale of securities through investment services firms, and rules on public supervision and enforcement. In its next report, the Committee shall review the remaining rules of the Norwegian Securities Trading Act – chapter 1 (on general rules), chapter 2 (on public issues of securities), and chapter 2a (on options and futures). When presenting its next final report, the Committee intends to present a comprehensive update of the Norwegian Securities Trading Act.

1.4.1 Concession and capital requirements

The Committee proposes new rules on concession requirements, based i.a. on EU Council Directive 93/22 on investment services in the securities field (ISD). The Committee advises that stock and bond brokerage firms in the future should be referred to as investment services firms, and that stock and bond broking should be considered one of the investment services for which a concession is required. In addition, the Committee proposes that the legal term «securities» should be replaced in the legislation by the legal term «financial instruments» as a more adequate description.

In the Committee's view, the concession requirement should be tied to the firm itself, rather than, as under current rules, be a requirement that a control officer within the firm holds a personal concession. A investment services firm based in Norway must be a Norwegian joint stock limited company. However, also Norwegian credit institutions shall be allowed to render investment services, provided that a separate concession is obtained for this purpose. Moreover, the Committee proposes that not only banks, but also other credit institutions should be eligible for such a concession. The concession is to be given upon application to the Banking, Insurance and Securities Commission (BISC).

Under the proposed amendments, an application for a concession should be refused if the management of the applicant investment services firm (i.e. the board and the managing director) is not of sufficiently good repute and is not sufficiently experienced. Moreover, a concession may be refused on the grounds that a dominant owner is seen unfit – i.e. fails to safeguard the sound and prudent management of the firm. Similar rules will apply to credit institutions under separate legislation. In extension, great emphasis has been placed on the importance of development of satisfactory internal routines for the organization of the firms' business. Such internal routines are to be presented to the BISC before a concession is granted.

Under the proposals, credit institutions as well as investment services firms shall have to comply with the capital adequacy requirements - i.e. minimum initial capital and requirements as regards own funds – under EU Council Directive 93/6 on the capital adequacy of investments firms and credit institutions (CAD). The current guarantee requirements should be abolished. To comply with the requirements of CAD, the proposed legislation contains rules on monitoring and control of large exposures, and supervision on a consolidated basis.

The Committee proposes more detailed rules than under current law on the establishment of Norwegian investment services firms abroad, and on establishment of foreign investment services firms in Norway. The proposed rules on establishment in other EEA states are in compliance with ISD. Firms from third countries must apply to the BISC for a concession to commence business in Norway.

1.4.2 Investment firm business practices

In compliance with the requirements under ISD, the Committee has given priority to proposals requiring investment services firms to issue internal control mechanisms, hereunder prudential rules and rules to provide relevant information to their customers, rather than having attempted to frame detailed rules on what services such firms can lawfully engage in. Since investment services firms must at all times fulfil the capital requirements of CAD, the need for such detailed rules (as under existing law) has also been diminished.

The Committee advises that the general standard on prudent business practices contained in section 18 of the Securities Trading Act should be extended (as also required by ISD), but the new proposal contains far more detailed guidelines on the

contents of this standard. The intention has been to provide better guidance for investment services firms than present law provides. Moreover, to make sure that the standard is reasonably applied, it is suggested that censorship by the BISC relating to the business practices of any individual firm can be appealed to the Ministry of Finance.

The Committee proposes that current restrictive rules on trading for a firm's own account, as well as rules on credit to customers, should be relaxed. Moreover, the Committee advises that investment services firms should be able to deal and intermediate short sales and securities lending. However, investment services firms should be prevented from arranging short sales deals unless the seller has title to the instrument at issue at the time of the execution of the contract. In effect, this means that only covered short sales will be within the law.

Foreign firms doing business in Norway shall, in the main, be subject to the same rules as the Norwegian firms, since ISD contains harmonized minimum requirements for all firms within the EEA. Rules justified by the Norwegian securities markets, including rules on prudential business practices, shall under the proposal be applied to all EEA firms doing business in Norway. However, for firms from other EEA states, the laws of their homestates shall govern their business organization and their internal routines.

1.4.3 Securities trading through investment services firms

Current Norwegian rules on securities trading through investment services firms are largely outdated, i.a. because of technological developments since the enactment of the present statute. For this reason, the Committee proposes an update of these trading rules. The Committee also observes that when no special considerations relating to the trading of financial instruments apply, general contract law shall rule.

In order to provide contractual flexibility and at the same time make sure that the interests of the customers are secured, the Committee proposes a legal rule listing what contractual obligations must be regulated in each firm's standard business terms. These contractual obligations must be presented to the customer at the time of his first contract with the firm, and whenever such rules are later amended. Moreover, the BISC is to be granted power to review unreasonable business terms.

The Committee proposes that the current rules withholding of securities and sales rights for unpaid securities, should be extended. However, it is emphasized that the beneficiary investment services firm under such rules does not have an obligation to sell such securities any sooner than prudential rules and general tort law otherwise require.

According to current rules on payment and delivery, conditions have to be enacted by the Ministry of Finance. The Committee proposes that it should be up to the contractual parties to agree upon the due date for settlement and the firm's brokerage (i.e. the price of their services). The Committee assumes that competition between investment services firms shall provide customers with the necessary protection against unreasonable prices.

The rules on trading through investment services firms are suggested to be equally applied to foreign firms doing business in Norway.

1.4.4 Supervision and enforcement

The Committee has reviewed the rules on public supervision and enforcement in current legislation in light of contemporary regulatory needs as well as the requi-

rements of ISD. As a result, the Committee advises that rules on supervision of the activities of investment services firms and enforcement of the legal rules should also in the future be included in the Securities Trading Act. Rules on supervision of other market participants than investment services firms are to be reviewed in the Committee's final report.

In accordance with ISD requirements, the Committee suggests that investment services firms report their transactions in certain financial instruments traded in a regulated market, as well as transactions being carried out under the rules on freedom to provide services in another EEA state. Such reporting requirements contribute to transparency with regard to securities transactions. The detailed reporting requirements are to be issued by the BISC.

To give the necessary effect to enforcement efforts, the Committee proposes that the authority of BISC to require firms to amend their business practices should be extended, and that a similar authority be granted to BISC to correct the business practices with regard to a Norwegian firm doing business in another EEA state. In addition, it is advised that the BISC should be granted authority to prohibit, or to impose, requirements for new unregulated business practices that may expose the firm or its customers to hazardous financial risks. As required under ISD, it is also proposed that the BISC should be able to suspend the use of voting rights, or order a sale of shares, where the influence exercised by a dominant shareholder is likely to be prejudicial to the sound and prudent management of the firm.

The Committee proposes specific rules on supervision and enforcement as regards the business practices of foreign EEA firms doing business in Norway. The suggested rules are in compliance with the standards for harmonization contained in ISD. Firms from third countries are to be subject to the same rules and the same reporting requirements as Norwegian firms.

In its present report, the Committee only conducts a technical update of the rules on criminal punishment in the present act. The Committee intends to return with a full review of the rules on sanctions and enforcement in its final report.

KAPITTEL 2

Bakgrunnen for lovreformen**2.1 MANDATET**

Utvalgets første innstilling er innrettet mot reform av Lov om verdipapirhandel 14. juni 1985 nr. 61 (vphl.) "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kap. 3 om fondsmegling og "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i kap. 4 om verdipapirhandel gjennom fondsmeglerforetak. Det vises til utvalgets mandat. Bakgrunnen for reformbehovet når det gjelder de rettslige rammevilkår for fondsmeglervirksomheten er tredelt:

- EUs Rådsdirektiv 93/22 av 10. mai 1993 om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer (ISD) vil sammen med tilleggsavtalen til EØS-traktaten forplikte Norge til å gå gjennom sin lovgivning og foreta tilpasning til direktivet innen 1. juli 1995. Endringene skal tre i kraft senest 31. desember 1995. Denne forpliktelse gjelder selv om Norge ikke er medlem av EU. Dette fordi direktivet går inn blant dem Norge som deltager i EØS-samarbeidet er forpliktet til å overholde.
- Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet har de siste 10 år vært av en slik karakter at vphl. "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kap. 3 trenger en reguleringspolitisk oppdatering i lys av denne utvikling, der rettslige tiltak for å styrke europeisk samhandel bare er en av flere faktorer, som bidrar til å drive utviklingen.
- Etter vedtagelsen i 1985 er vphl. endret en rekke ganger, slik at det også er ønskelig med en mer lovteknisk gjennomgang av loven sett i sammenheng, herunder av "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kap. 3 og kap. "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i 4.

I det følgende gir utvalget en kort oversikt over ISD og de nasjonale reguleringspolitiske behov. Denne innstilling er altså begrenset til reform av det som idag er "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kap. 3 og "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i 4 i vphl. Gjennomgangen av de reguleringspolitiske behov og vphl's formål om effektive kapitalmarkeder vil imidlertid stort sett være felles for lovens "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kap. 3 og "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i 4, og lovens øvrige bestemmelser, som utvalget kommer tilbake til i sin neste og avsluttende innstilling.

I og med at Norge er rettslig forpliktet til å overholde ISD, passer det først å gå inn på de krav dette direktivet stiller, før fremstillingen går over til redegjørelsen for de reguleringspolitiske hovedhensyn.

**2.2 INVESTERINGSTJENESTEDIREKTIVET (ISD) OG KAPITALDEK-
NINGSDIREKTIVET (CAD)**

EUs rådsdirektiv 93/22 av 10. mai 1993 (ISD) er inntatt som Vedlegg 4 til innstillingen. ISD retter sine forpliktelser til de land som er medlem av EU og deltagere i EØS. Rammen for direktivet er den virksomhet som utøves av profesjonelle tjenesteytere i verdipapirmarkedet. Dette er i hovedsak de yrkesutøvere og foretak som etter norsk rett idag omfattes av vphl. "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kap. 3, og som kalles fondsmeglerforetak. ISD refererer til slike tjenesteytende foretak som «investeringsforetak», en betegnelse utvalget også finner mer

dekkende for virksomheten, og vil foreslå inntatt i den nye norske lovtekst. De tjenester som utgjør kjernevirksomheten for disse foretak kalles «investeringstjenester».

ISD har også bestemmelser om adgang for andre enn investeringsforetak til å utføre investeringstjenester. Kredittinstitusjoner som omfattes av første og annet bankdirektiv vil bl.a. ha slik adgang. I tillegg har ISD enkelte særbestemmelser for etablerte nasjonale aktører som idag er ukjente i det norske markedet. I det følgende gis en kort oversikt over innholdet i ISD:

For det første har ISD bestemmelser som pålegger statene å ha en konsesjonsordning for investeringsforetak, samt regler om hvilke vilkår som må være oppfylt for at konsesjon skal kunne gis. Et sentralt trekk ved ISD er at konsesjon gis «tjeneste for tjeneste». I Del A i vedlegget til ISD listes kjernetjenestene opp; det er ervervsmessig omsetning av verdipapirer for egen eller andres regning, portefølje-forvaltning og virksomhet i forbindelse med emisjonen. I Del C til vedlegget er også tatt med en del tilknyttede tjenester som statene kan velge å la omfattes av konsesjonsordningen – bl.a. ulike former for rådgivning og tilretteleggelse, samt kredittgiving til kunder.

De konsesjonsvilkår ISD oppstiller kan deles i faglige vilkår og kapitalkrav. De faglige vilkår går ut på at de som skal lede et investeringsforetak må ha tilstrekkelig faglig bakgrunn, og at foretakets styringsstruktur må være innrettet slik at virksomheten holder et forsvarlig faglig nivå. Når det gjelder kravene til kapitaldekning, viser ISD til et annet direktiv – Rådsdirektiv 93/6 av 15. mars 1993 om investeringsforetaks og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad (CAD), som i art. 3 oppstiller graderte kapitalkrav avhengig av hvilke tjenester investeringsforetakene tilbyr/utfører.

Foruten å oppstille konsesjonskrav til investeringsforetak, har ISD bestemmelser om fri etableringsadgang i andre medlemsstater, om offentlige myndigheters tilsyn og krav om at slike myndigheter besitter tilstrekkelige sanksjonsmidler. Det er dessuten gitt regler om opplysningsplikt og opplysningsutveksling mellom myndigheter, om domstolskontroll ved avgjørelser som offentlige myndigheter treffer, samt om behandlingen av investeringsforetak fra andre land enn dem som omfattes av EØS-området.

I tillegg er det i ISD stilt krav om at det utarbeides regler for god forretnings-skikk som investeringsforetakene til enhver tid skal overholde. Det stilles også krav til hvordan de regulerte markedsplassene skal fungere, bl.a. at myndighetene skal treffe tiltak for å gi investorene opplysninger som er tilstrekkelige til å vurdere vilkårene for en transaksjon de har til hensikt å foreta og i etterhånd kunne kontrollere under hvilke forhold den er foretatt (Market Transparency).

Når man skal ta stilling til de positivrettslige krav som medlemsstatene må oppfylle, er det viktig å være klar over at ISD bygger på tre velkjente prinsipper: For det første oppstilles harmoniserte minstekrav til investeringsforetak i hele fellesskapet. For det andre styrker ISD den frie bevegelse for tjenester som ytes av investeringsforetak innen fellesskapet, og for det tredje påbyr ISD at fellesskapets investeringsforetak ikke må undergis forskjellsbehandling utfra sin nasjonale opprinnelse. For å håndheve disse prinsipper, legger ISD tilsynet med de enkelte *investeringsforetak* til hjemstaten, mens tilsynet med *transaksjonene* og *markedsplassen* er lagt til den stat hvor markedsplassen befinner seg.

En stor del av ISDs egne bestemmelser går forøvrig ut på å regulere forholdet mellom hjemstat og vertsstat, samt den internasjonale bevegelse for investerings-tjenester, som igjen antas å være en nødvendig forutsetning for å effektivisere den frie bevegelse for kapital innenfor fellesskapet. ISD er derfor i seg selv lite egnet som mal for en nasjonal lov. Utvalget vil derfor ikke foreslå en lov om investerings-

foretak som inneholder samtlige av artiklene i ISD, eller en lov som inkorporerer ISD i norsk rett. Slike lover ville forøvrig uansett kreve vedtagelse av en rekke tilleggsbestemmelser med adresse til aktører som deltar i det norske verdipapirmarkedet, fordi ISD på en rekke områder gir valgfrihet til medlemsstatene. Utvalget må i stedet – som for andre nasjonale lovforslag innenfor rammen av et EU-direktiv – gå gjennom direktivets enkelte artikler, og foreslå slike nasjonale lovbestemmelser som er nødvendige for å overholde de forpliktelser Norge etter ISD er pålagt, samt slike bestemmelser som ut fra vår markedsrettslige tradisjon vil være egnet til å ivareta de underliggende reguleringspolitiske behov.

2.3 REGULERINGSPOLITISKE BEHOV

Innenfor de absolutte rettslige rammer som er gitt gjennom ISD og kort beskrevet over, står Norge fritt til å utforme regler om investeringsforetak ut fra de underliggende behov, og med de rettslige virkemidler som anses hensiktsmessige. Av oversikten over sammenholdt med vphl. *"Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet"* i kap. 3 og *"Vilkår for å yte investeringstjenester"* i 4, vil det fremgå at hovedstrukturen i det norske regelverk om fondsmeglere og ISD er stort sett sammenfallende, for såvidt som vi i Norge alt har et konsesjonsbasert regelverk for mellommannsfunksjonen i verdipapirmarkedet og regler om offentlig tilsyn. Det er tilsvarende sammenfall mellom de underliggende reguleringspolitiske behov og de hensyn og formål som betones i fortalen til ISD:

For å øke effektiviteten i finansmarkedene, bør det være et siktemål at transaksjonskostnadene senkes ved at det:

1. legges til rette for effektiv konkurranse i mellommannsleddet;
2. legges til rette for at gjennomsiktigheten i verdipapirmarkedet økes ytterligere; samt
3. påses at allmenne investorinteresser sikres.

Dersom dette realiseres, vil det være et viktig bidrag til at verdipapirmarkedet kan fungere som en effektiv kapitalkilde. Den nærmere rettslige regulering må gå ut på å gi myndighetene, investorene og bransjen selv de virkemidler som er nødvendige for å påse at dette formålet nås. Utvalget har lagt betydelig vekt på denne grunnleggende sammenhengen mellom formål og virkemidler under utformingen av sine forslag.

For å fremme formålet om effektive kapitalmarkeder, må de nasjonale reguleringer under ISD ikke bare legges opp slik at Norges rettslige forpliktelser overholdes, men også utformes under tilbørlig hensyn til at det innen EU/EØS rent faktisk vil være fri bevegelse for kapital og tjenester. Norske verdipapirinvestorer bør i fremtiden kunne tilbys tjenester på tilnærmet like betingelser fra norske foretak i Norge, utenlandseide foretak i Norge, og foretak i andre EU-/EØS-land. I tillegg vil norske investorer selv kunne plassere sine ordrer hos ethvert utenlandsk investeringsforetak, dvs. også foretak utenfor EØS-området. ISD skal påse at like minstekrav gjelder for alle nasjonale reguleringer innenfor fellesskapet, men som nevnt har de enkelte stater betydelig valgfrihet med hensyn til hvordan de forøvrig vil legge opp sine nasjonale reguleringer, så lenge man ikke diskriminerer mellom egne og andre lands foretak og så lenge man legger til rette for etableringer fra andre EØS-land. Mot denne bakgrunn kan man for såvidt si at ISD representerer et betydelig skritt i retning av en rent faktisk utvikling der det norske verdipapirmarked åpnes mot EØS-området. I denne forbindelse er det ved utformingen av de nasjonale rettslige rammebetingelser viktig å være oppmerksom på at det her dreier seg om et marked med høy transaksjonshastighet, og der plassering og behandling av

ordre kan skje uten at aktørene selv behøver å være tilstede; det dreier seg i hovedsak ikke om en fysisk, men om en elektronisk basert markedsplass. Dette innebærer igjen at prinsippene om fri bevegelighet ved verdipapiromsetning vil være enklere å gjennomføre enn hva som kan være tilfellet for enkelte andre markeder f.eks. for arbeidskraft og varer.

Harmoniseringen gjennom ISD, kombinert med den faktiske mulighet til å handle verdipapirer overalt i fellesskapet, gjør at norske investeringsforetak i likhet med andre foretak innen finanssektoren sannsynligvis vil føle presset fra utenlandske konkurrenter raskere enn norske foretak i andre bransjer. Til gjengjeld vil norske investeringsforetak med dyktighet, kapital og kompetanse, med ISD i ryggen få tilgang til et adskillig større kundegrunnlag i andre land. Utvalget viser imidlertid til at konkurransen må antas å avhenge av i hvilken grad investeringsforetakene vil tilby ulike produkter. Eksempelvis vil aksjer i små- og mellomstore norske bedrifter sannsynligvis i hovedsak tilbys gjennom norske investeringsforetak og til norske investorer.

Dersom Norge skal være hjemstat for investeringsforetak som skal kunne konkurrere med investeringsforetak fra andre land (i eller utenfor Norge), er det viktig at norske rettslige rammebetingelser ikke svekker de norske aktørene i den internasjonale konkurransen. Særnorske krav og standarder som pålegger norske foretak andre og/eller strengere rettslige byrder enn de utenlandske foretak har, vil kunne hemme de norske foretak i konkurransen med andre lands foretak, som fritt kan etablere seg her. Å hindre at norske foretak undergis mer tyngende rammebetingelser enn foretak fra andre land, har derfor vært et hovedhensyn for utvalget ved utformingen av lovforslaget.

Det som nettopp er sagt, innebærer imidlertid ikke at det ikke er viktig å gi investorer klare juridiske rettigheter, og å sikre at foretakene av hensyn til sine kunder har den kapitaldekning som kreves. Hvilke minste kapitalkrav som skal stilles for investeringsforetak, er regulert i CAD, men ISD åpner for ulike nasjonale ordninger når det gjelder å sikre investorene rettslig vern overfor foretakene. Utvalget ser det slik, at et godt utbygget system for investorbeskyttelse snarere må sies å gi et fortrinn i konkurransen, enn å innebære en ulempe. En forutsetning er da at kostnadene ved denne beskyttelsen, som også vil utlignes på investorene, holdes innen rimelige rammer. Når investorene vet at deres interesser er rettslig sikret, kan de med større tillit oppsøke verdipapirmarkedet for å plassere sine ordre. Det samme gjelder når de har visshet om at offentlige myndigheter påser at foretakene har den nødvendige kapitaldekning. Utvalget har lagt vekt på dette, ved å forsøke å finne frem til et system der investorbeskyttelsen er godt forankret i de reelle behov innen rimelige kostnadmessige rammer.

Utvalget vil understreke at reguleringen av yrkesutøvelsen må være lagt opp slik at reglene også kan håndheves. Et regelverk som ikke fungerer i praksis er uten verdi. Dette er selvsagt et generelt poeng, men omgåelsesproblemet i forhold til nasjonal rett blir mer alvorlig innenfor EØS der det er åpnet for fri bevegelighet av kapital og tjenester. Under dette regime vil det etter omstendighetene kunne være enkelt å omgå byrdefulle nasjonale reguleringer, simpelthen ved å flytte virksomheten til et annet medlemsland. Selv om det i fortalen til ISD uttales at det ikke skal være mulig å bruke utenlandsetablering kun for å omgå nasjonale restriksjoner, er det selvsagt meget vanskelig å føre kontroll med formålet med en utenlandsetablering. Uansett vil det til enhver tid være et antall investeringsforetak som faktisk driver virksomhet i flere land, og som kan velge sin hjemstat blant disse. På denne bakgrunn har utvalget lagt vekt på å oppstille konsesjonsvilkår, samt å legge til rette for et løpende tilsyn, som er slik at regelverket ikke lett skal kunne omgås. Prisen for

dette er igjen å gi avkall på nasjonale særreguleringer som lett kan omgås ved å søke etablering utenfor Norge.

Blant de overordnede reguleringspolitiske hensyn nevnes til slutt at de nasjonale verdipapirmarkeder ikke bare er egne marked, men i de utviklede vestlige økonomier også viktige instrumenter for en overordnet samfunnsøkonomisk effektiv fordeling av risikokapital, samt for effektiv utøvelse av pengepolitiske tiltak. Nasjonalbankene benytter de nasjonale markeder for å ta opp statens lån og gjennomfører pengepolitikken, bl.a. gjennom kjøp og salg av statspapirer og valuta. Verdipapirmarkedene kan benyttes for å privatisere offentlige virksomheter. Og en økende andel av husholdningenes private sparing kanaliseres gjennom verdipapirbaserte spareordninger. Effektivt verdipapirmarked er i seg selv viktig for å gjennomføre andre deler av den offentlige politikk. Dette innebærer at det offentlige har en sterk egeninteresse i at den virksomhet som drives i verdipapirmarkedet skjer på en ordentlig måte – dvs. at man f.eks. unngår sammenbrudd i oppgjørsfunksjoner, at investeringsforetak går over ende uten varsel og at det finner sted andre uheldige hendelser, som sår tvil om markedets evne til å fungere under finansielle kriser. Utvalget har lagt vekt på slike offentlige behov for en ordnet omsetning, og også på at disse behov faller sammen med næringslivets behov for tilgang til stabile og vel-drevne kapitalmarkeder.

De behov som er gjennomgått over stiller ulike krav til regelverkets nærmere utforming. På den ene side er det viktig at det offentlige tilsyn fungerer kontinuerlig, og er innrettet både mot markedet og institusjonene. Dette er også et av hovedformålene bak ISD, og taler for en viss strenghet mht. etablering og tilsyn. På den annen side er det også viktig at rammebetingelsene må være av en slik karakter at man får et tilstrekkelig antall aktører. Verdipapirmarkedet kan være særlig utsatt for fåtallsdominans. Det kan ved de større verdipapirtransaksjoner (f.eks. fusjoner, oppkjøp, emisjoner) være store gevinster å hente dersom kurser og informasjon manipuleres. Slike overtredelser kan igjen få uheldige virkninger for tilliten til markedet. Av denne grunn vil utvalget peke på at det er særlig viktig for et lite land å legge opp de rettslige rammebetingelser slik at man ikke blir avhengige av for få mellommenn, og slik at omsetningen har et volum som gjør at noterte kurser er pålitelige. Mindre markeder er mer utsatt for uheldige enkeltutslag enn markedene i de større land. Dette betyr igjen at rettsreglene ikke må være strengere enn at man *oppmuntrer* til nyetableringer fra innenlandske og utenlandske investeringsforetak. Videre bør de grunnleggende rammebetingelser være så stabile at både foretakene, kundene og offentlige myndigheter kan innrette seg etter dem i tillit til at de vil bli fulgt.

2.4 SAMMENFATNING

Etter å ha drøftet de ovenstående hensyn generelt, og etter å ha gått gjennom de enkelte regler, har utvalget konkludert med at gjennomføringen av ISD i norsk rett kan skje uten særlig vanskelighet – dvs. uten at det er nødvendig å fravike hverken de *lovformål* som vphl. hittil har fremmet eller norsk forvaltningsrettslig tradisjon. Når det gjelder reguleringsens *innhold*, har utvalget videre konkludert med at det bør kreves en sterk begrunnelse for å legge opp til særstandarder eller særnorske tyn-gende vilkår og regler, fordi dette vil kunne innebære en konkurransemessig svek-kelse av norske foretak og norsk marked, og fordi slike regler også vil stå i stor fare for å bli omgått. Når det gjelder reglenes *håndhevelse*, har utvalgets hovedretnings-linje selvsagt vært at de foreslåtte materielle regler også må overholdes, og man har vurdert både offentligrettslige og privatrettslige håndhevelsesmekanismer for å påse at så kan skje.

2.5 GJELDENE RETT – OVERSIKT

Verdipapirhandellovens "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kap. 3 om fondsmeglervirksomhet og "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i kap. 4 om verdipapirhandel gjennom fondsmeglerforetak er tatt med som Vedlegg 1 til innstillingen. "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i Kap. 3 er delt i fire – del 1 om tildeling av fondsmeglerbevilling, del 2 om fondsmeglerforetakets virksomhet, del 3 om sikkerhetsstillelse og del 4 om kontroll med verdipapirhandelen. "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i Kap. 4 har 3 deler – del 1 om selve oppdraget, del 2 om utførte oppdrag, og del 3 om avtalers oppfyllelse (dvs. mellom partene). Regelverket om fondsmeglerforetak var gjenstand for forholdsvis omfattende revisjon i forbindelse med vedtagelsen av vphl i 1985. Forarbeidene til denne loven er NOU 1978: 42 Verdipapirhandel, Ot.prp. nr. 68 (1984-85) Om lov om verdipapirhandel, og Innst. O nr. 91 (1984-85) Innstilling fra Finanskomitéen om Lov om verdipapirhandel. Det er gitt en rekke forskrifter i medhold av "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kap. 3 og kap. "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i 4, som utvalget vil komme tilbake til underveis.

Lov- og forskriftsverket har vært gjenstand for en del endringer i løpet av de snart 10 år som er gått. En oversikt over endringene og de forskrifter som er gitt i medhold av vphl., er gitt etter selve lovteksten i Vedlegg 1. Utvalget vil knytte sine løpende drøftelser til regelverket slik det idag gjelder, og i den forbindelse nevne de endringer som har vært foretatt under de enkelte deler. Reglene i vphl. har i begrenset grad vært gjenstand for behandling i litteraturen. En samlet gjennomgang av lovens bestemmelser fremgår imidlertid av Per Christiansen og Jan Bjørland, Verdipapirhandelloven med kommentarer, Oslo 1990. I denne kommentarutgaven er det tatt hensyn til de lovendringer, og den praksis som hadde manifestert seg frem til publiseringsåret. Bestemmelsene om verdipapirhandel har også stått sentralt i enkelte saker for domstolene, selv om rettspraksis foreløpig ikke er omfattende. Utvalget har gjennomført et Lovdatasøk og funnet tilsammen syv rettsavgjørelser fra bl.a. lovens område, hvorav seks refererer seg til paragrafer i lovens "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kap. 3 og "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i 4. I den utstrekning det er naturlig, vil utvalget også komme inn på aktuelle rettsavgjørelser underveis.

2.6 UTVALGETS INNSTILLING – OVERSIKT

Utvalget har funnet det naturlig å dele opp innstillingens behandling av rettslige spørsmål i fire kapitler, som kan sies å svare til grovinndelingen både i gjeldende norsk rett og ISD. Aller først har utvalget imidlertid tatt inn et kapittel som beskriver verdipapirmarkedet, som finansøkonomisk betydning og markedets utvikling i Norge, og som gir en orientering om norske fondsmeglerforetak. Dette er "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kapittel 3. Innstillingen er forøvrig disponert som følger:

"*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i Kap. 4 tar for seg vilkårene for å yte investeringstjenester, "*Rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet*" i kap. 5 behandler rammevilkårene for investeringsforetakenes løpende virksomhet, "*Verdipapirhandel gjennom investeringsforetak*" i kap. 6 går inn på reglene om utførelse av verdipapirhandel gjennom fondsmeglerforetak og "*Tilsyn, sanksjoner mv.*" i kap. 7 tar for seg regler om tilsyn og sanksjoner. "*Lovforslagets administrative og økonomiske konsekvenser*" i Kap. 8 gir en kort omtale av forslagets administrative og økonomiske konsekvenser. "*Merknader til de enkelte bestemmelser*" i Kap 9 inneholder motivene til de enkelte lovbestemmelser.

Under "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i kapitlene 4, 5 og 7 gir utvalget først en oversikt over gjeldende rett og EØS-regelverket, før fremstillingen går over til utvalgets egne vurderinger og konkrete forslag.

KAPITTEL 3

Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet**3.1 INNLEDNING OG SAMMENDRAG**

I dette kapitlet gis det en kortfattet oversikt over verdipapirhandelens samfunnsøkonomiske betydning, utviklingen i det norske verdipapirmarkedet, betydningen av et velorganisert megler- og omsetningssystem og enkelte vurderinger av utviklings-trekk for markedsplassen.

I første avsnitt trekkes det fram enkelte hovedtrekk. I avsnitt 2 belyses verdipapirmarkedenes samfunnsøkonomiske rolle noe nærmere. Enkelte utviklingstrekk i hvert av de tre delmarkedene for aksjer, obligasjoner og sertifikater, og derivater blir kommentert i de tre neste avsnittene. I avsnitt 6 omtales utviklingen i fondsmegler-næringen og i det siste avsnittet trekkes det fram enkelte aktuelle problemstillinger.

Det blir ikke gitt noen omfattende historisk redegjørelse. Om verdipapirmarkedene kan det finnes mer i andre offentlige utredninger som for eksempel *NOU 1989:1 Penger og kreditt i en omstillingstid*. For fondsmegler-næringens historiske utvikling, og reguleringen av næringen gjennom ulike tidsepoker vises det til *NOU 1978:42 Verdipapirhandel*, og *Sjur Brækhus: Meglernes rettslige stilling*.

Verdipapirmarkedet bidrar til formidling av kreditt og egenkapital. Dette bedrer oppbyggingen av både bolig- og produksjonskapital i samfunnsøkonomien. En velorganisert markedsplass bedrer effektiviteten i formidlingsprosessen både ved at kostnadene til formidling holdes nede, og ved at et riktigere utvalg prosjekter finansieres.

I det norske verdipapirmarkedet utstedes og omsettes aksjer og grunnfondsbevis, obligasjoner og sertifikater samt verdipapirderivater. *Aksjer* er eierandeler i selskaper. En aksjonær får sin avkastning i form av utbytte og verdiendring på aksjen. Utbytteutbetalinger er mer varierte enn renteutbetalinger ettersom utbytte utbetales av overskudd mens renter betraktes som kostnader. Dessuten har eiere av obligasjoner og andre långivere prioritet foran aksjeeiere ved konkurs. Aksjeinvesteringer er derfor normalt forbundet med høyere risiko enn fordringer i form av andre verdipapirer. Grunnfondsbevis er en særlig type eierandel som kan utstedes av sparebanker og gjensidige finansinstitusjoner. Det har egenskaper som likner aksjer, men har mindre gevinstpotensiale og noe større sikkerhet ved en avvikling av selskapet. *Obligasjons- og sertifikatmarkedet* er lånemarkeder for fordringer på henholdsvis over og under ett års varighet. Slike lån ytes direkte fra innehaveren til utstederen og har avtaler om rentebetalinger m.v. Det er omsettelig slik at innehaveren kan selge til annen investor. Eiere av obligasjoner og sertifikater mottar avkastning i form av renteutbetalinger og kursendringer. *Derivater* er som navnet tilsier, avledet av andre finansielle fordringer og verdipapir som obligasjoner, aksjer, valuta eller annet. Derivater gir betingede eller ubetingede rettigheter på et framtidig tidspunkt, og har dermed sine egenskaper fra fordringene og verdipapirene de er avledet av. Derivater kan effektivisere håndteringen av risiko i markedene.

Verdipapirmarkedene påvirkes også av andre markeder som penge-, låne- og valutamarkedene. Pengemarkedet er et marked for fordringer på inntil ett års varighet på store beløp. Sertifikatmarkedet er en del av dette markedet som forøvrig består av særinnskudd i bank og innlån i finansieringsselskaper, markedslån, interbankinnskudd og valutaswapper. Lånemarkedet består av lån fra finansinstitusjonene til husholdninger, bedrifter eller kommuner. Lånene kan være både kortsiktige

og langsiktige, men skiller seg fra obligasjons- og sertifikatlån ved at det ikke utstedes standardiserte andeler og de omsettes sjelden. Rentenivået i obligasjons-, penge- og lånemarkedet vil være gjenstand for gjensidig påvirkning. Renteforskjellene mellom de ulike markedssegmentene vil imidlertid i noen grad variere over tid.

Valutamarkedet påvirker aksjemarkedet ved at prisene i norske kroner for produkter som norske selskaper kjøper eller selger i utenlandsk valuta, påvirkes av endringer i valutakursene. Valutakursendringer vil også endre verdien av fordrings- og gjeldsforhold som norske aktører har i utenlandsk valuta. Videre er Rentenivået utenlands, sammen med forventninger om valutakursendringer, i stor grad avgjørende for det norske Rentenivået.

Det norske verdipapirmarkedet har utviklet seg betydelig de siste 10 årene. Omsetningen av børsnoterte aksjer og obligasjoner rapportert til Oslo Børs har økt fra 13 mrd kr i 1983 til 1708 mrd kr i 1993. Av dette var aksjeomsetningen henholdsvis 7 og 124 milliarder kroner, mens obligasjonsomsetningen var 6 og 1584 milliarder kroner. I tillegg kom i 1993 grunnfondsbevis for 1 milliard og sertifikater for 224 milliarder kroner.

Et verdipapirmarked er i stor grad avhengig av tillit for at det skal fungere tilfredsstillende. Flere faktorer har bidratt til mer betryggende handel i det norske verdipapirmarkedet i dag enn tidlig på 80-tallet. Lovverket gjennomgikk store endringer med ny verdipapirhandellov vedtatt i 1985 og ny børslov i 1988. Verdipapirsentralen (VPS) ble etablert i 1985 og man fikk da elektronisk registrering av verdipapirer. Med VPS ble muligheten til å føre en effektiv kontroll i verdipapirmarkedet betydelig forbedret. Oslo Børs og Kredittilsynet gjennomgikk også store endringer på 80-tallet med økt fokusering på overvåkning av verdipapirmarkedet.

Det er stadige endringer i rollene til aktørene i verdipapirmarkedene. Fondsmedling i Norge har tradisjonelt omfattet funksjoner som i andre land delvis har vært omfattet av ulik regulering. En megler som utelukkende opptrer som upartisk mellommann og ikke inngår kontrakt med kjøper uten å ha identisk kontrakt med selger, kalles «broker» internasjonalt. På norsk kunne en kalle dette *ren megling*, og det betales gjerne gjennom provisjon eller kurtasje. En megler som stiller kjøps- og salgspriser og går inn i kontrakter uten nødvendigvis å ha motparter, kalles internasjonalt en «dealer». På norsk kunne dette kalles *handel*. Slik virksomhet tjener penger gjennom marginen mellom kjøps- og salgskurs, og virksomheten innebærer at megleren tar posisjoner og pådrar seg markedsrisiko fordi verdien på verdipapiret kan endres. Det er vanlig at meglerne trer inn som motpart i kontraktene både ved *handel* og *ren megling*. Meglerne påtar seg dermed både kreditt- og oppgjørssrisiko dersom det ikke er oppgjørssystemer som sikrer levering mot betaling.

Handlere kan på egen hånd, eller etter avtale med utstedere av et papir, påta seg forpliktelser til å stille bindende priser på visse volumer til enhver tid som *market makere* (eller *markedsskapere*). I et verdipapirmarked med et betydelig antall *handlere* vil likviditeten være normalt høy. Investorer vil øyeblikkelig kunne bestemme seg for kjøp eller salg til prisene de får oppgitt, og handelen vil påvirke prisene markedet tilbyr. I et marked der *ren megling* dominerer vil salgs- og kjøpsordre generere handel og kursendringer. I Norge har det vært en klar vridning i omsetningen av verdipapirer, spesielt obligasjoner, i retning *handel* og *market making* samtidig som gjeldende regelverk må sies å være best tilpasset *ren megling*. Det er grunn til å anta at utviklingen mot *handel* og *market making* vil fortsette.

3.2 VERDIPAPIRMARKEDETS SAMFUNNSØKONOMISKE ROLLE

En helt generell innledning om verdipapirmarkedenes samfunnsmessige betydning kunne ta utgangspunkt i en økonomi med penger (sedler og mynt) som eneste

finansobjekt. I en slik økonomi kan konsumenten bruke løpende inntekt til forbruk, realinvesteringer eller finansinvesteringer i form av penger (på kistebunnen). Konsumenter og produsenter kan i en slik økonomi ikke gjennomføre realinvesteringer uten basis i forutgående eller samtidig inntekt. Dersom en i en slik økonomi introduserer finansielle fordringer mellom entreprenøren og konsumenten, enten direkte eller gjennom finansielle mellommenn, gir dette nye muligheter. Konsumenten får tilgang til et nytt (rentebærende) finansielt plasseringsalternativ og private entreprenører får adgang til å gjennomføre lånefinansierte investeringer. Dette framskynder både boligprosjekter og investeringer i produksjonsutstyr, og det bedrer dermed kapitalakkumulasjonen i økonomien. Kreditt innen publikumssektoren blir først allment tilgjengelig når det håndteres av et utviklet kredittformidlingssystem (det vil særlig si banker) med tilstrekkelig tillit. Virkelig store og risikable investeringer vil det imidlertid være vanskelig å finansiere for en enkelt bank. Risikable prosjekter kan finansieres ved egenkapital der private går sammen med begrensede andeler, og store prosjekter ved at långivere (inklusive banker) yter hver sin del av lånet.

Oppdeling i andeler gjør det mulig med større prosjekter fordi investeringer og risiko kan deles. Standardisering av eierdeler til aksjer og av låneandeler til obligasjoner kan gjennomføres. Standardisering til verdipapirer kan bringe kostnadene ned ettersom slike eier- og låneandeler kan omsettes i annenhåndsmarkeder når det foreligger tilstrekkelig allment tilgjengelig informasjon.

Verdipapirmarkedets spesifikke rolle er altså å effektivisere utstedelse og omsetning av

- eierandeler i selskapene, – dvs aksjer m.v.
- finansielle fordringer, – dvs. obligasjoner mv.

ved at aksjer og fordringer standardiseres i form av verdipapirer, og omsetningen organiseres og sentraliseres på en felles markedsplass.

Via verdipapirmarkedet kan mange, i prinsippet en ubestemt krets, bli deleiere i samme foretak på standardiserte vilkår, dvs. som aksjonærer. På samme måte kan en ubestemt krets bli långivere til samme låntaker, på standardiserte vilkår, dvs. som obligasjonseiere mv. Aksjonærer og obligasjonseiere kan dessuten omsette andelen i annenhåndsmarkedet, i prinsippet til hvem som helst og uten at det skjer noen nærmere avtale med selskapet eller med låntakeren som har utstedt verdipapiret.

Vi kan dermed alt i alt identifisere tre kilder til samfunnsøkonomiske gevinster. Kreditt i privat sektor fremmer kapitalakkumulasjonen, oppdeling av prosjektene muliggjør store og risikable prosjekter, og standardisering av fordringene til verdipapirer reduserer formidlingskostnadene. Disse momentene gjelder også helt eller delvis for andre finansielle fordringer. Den samfunnsøkonomiske nytten av verdipapirer er dermed på mange måter sammenfallende med nytten av andre finansielle fordringer. Likheten med andre finansielle fordringer gjør at grensene for hvilke prosjekter som finansieres med verdipapir og andre finansielle fordringer skifter, og at andre finansielle produkter kan «utkonkurrere» verdipapir. Verdipapir omsettes i regulerte markeder, men blir andre kapital- og kredittformidlingsmetoder trygge, billigere og mer effektive, kan verdipapiret bli utkonkurrert. Kostnadene ved verdipapirhandelen bestemmes blant annet av betalings- og oppgjørssystem, børser og meglerapparat. Denne utredningen gjelder verdipapirhandelen og meglernes rammebetingelser, og derfor blir deres situasjon særlig omtalt.

I det følgende skal vi holde oss til den norske lovbestemte definisjonen av verdipapirer som i hovedsak omfatter aksjer, obligasjoner og sertifikater samt derivater. Disse instrumentene ivaretar noe forskjellige samfunnsøkonomiske oppgaver. I førstehåndsmarkedet for *aksjer* kanaliseres risikokapital til bedriftene. I annenhåndsmarkedet justeres aksjekursene slik at de avspeiler forventet avkastning og

risiko. Dette virker tilbake i førstehåndsmarkedene slik at risikokapital kanaliseres til områder med gunstig avkastning og risiko. *Obligasjonsmarkedet* kanaliserer lånekapital til først og fremst næringslivet og det offentlige. Det er her snakk om store lånevolum og vilkårene for låntaker kan derfor bli bedre enn ved låneopptak i finansinstitusjoner. De ulike lånene prises relativt til den risikofrie rente både etter hvor lett omsettelige obligasjonene er, og i henhold til risikoen knyttet til at låntaker ikke klarer å innfri sine låneforpliktelser. *Derivatene* bedrer investorenes muligheter for risikostyring fordi de gjør det mulig å skille ut og isolere ulike risikokomponenter. På denne måten kan risiko fordeles innenfor det finansielle system til dem som har best vilje og evne til å bære risikoen til minst kostnad. Dette reduserer de samfunnsøkonomiske totalkostnadene ved risikobæring, og bidrar til økt effektivitet i fordelingen av samfunnets ressurser. Etterspørselen etter derivater har økt betydelig de siste årene i takt med økende svingninger i valutakurser, rentesatser, aksjekurser og varepriser. På tilbudssiden har det vært en betydelig reduksjon i transaksjonskostnader, dels på grunn av teknologisk utvikling innenfor kommunikasjon og informasjons-behandling, og dels på grunn av de enkelte lands nedbygging av valuta- og kapitalreguleringer.

3.2.1 Investors rolle i verdipapirmarkedene

Et verdipapirmarked gir mulighet for å foreta finansinvesteringer for bedrifter og husholdninger. De forskjellige verdipapirene vil representere forskjellig risiko og investorene vil kunne tilpasse den samlede risikoen ved å plassere i forskjellige verdipapirer. Kursen på aksjene i et oljeselskap vil for eksempel reagere positivt på en prisøkning på olje, mens for et transportselskap kan økte oljepriser innebære økte drivstoffutgifter og redusert lønnsomhet og dermed fall i aksjekursene. Ved å investere i begge selskaper reduseres den samlede risikoen ved endringer i oljeprisen. Et omfattende utvalg av verdipapirer gjør det mulig for investor å velge risikoprofil på den samlede porteføljen i henhold til egne preferanser.

I et velfungerende verdipapirmarked fører investorenes virksomhet til at papirene blir «riktig» priset. Hvis all tilgjengelig informasjon er reflektert i prisene, sies markedet å være effisient. Over tid vil kapitalen søke seg til de områdene hvor avkastningen er størst. Et selskap som viser god faktisk inntjening eller som forventes å vise god inntjening i fremtiden, vil lettere kunne hente inn kapital ved emisjoner enn et selskap som er stilt overfor mindre gode fremtidsutsikter.

I et organisert marked vil de børsnoterte papirene normalt være gjenstand for daglig omsetning. Børsnotering sikrer løpende overvåkning av aktører som utsteder aksjer, obligasjoner eller sertifikater. Foretakene har plikt til å informere om alt som kan påvirke kursene til børsen, som umiddelbart formidler dette videre til markedet. Investorene vil på grunnlag av løpende informasjon kunne endre plasseringer i papirer som ikke utvikler seg som antatt, på et tidlig tidspunkt. Når det gjelder papirer som ikke er gjenstand for omsetning i et organisert marked, er selskapenes informasjonsplikt betydelig mindre og plasseringer må enten baseres på mindre komplett informasjon eller så må investor bruke mer ressurser på å skaffe informasjon. Dette taler for at kanaliseringen av kapital er mer effektiv i et organisert marked enn utenfor.

For at kapitalmarkedet skal fungere på en optimal måte er det nødvendig at aktiviteten i annenhåndsmarkedet er høy. De børsnoterte selskapene og obligasjonsutstederne er først og fremst interessert i kapitaltilførselen i førstehåndsmarkedet. I annenhåndsmarkedet kan investor avslutte sin investering, og denne muligheten er et vilkår for investeringen i førstehåndsmarkedet. Dårlig likviditet i annenhåndsmarkedet innebærer at det kan bli vanskelig å selge eller kjøpe verdipapirer uten at

prisen endres betydelig. Investor vil kreve høyere forventet avkastning i papirer med liten omsetning enn i papirer som lett kan kjøpes eller selges. En sier at likviditetspremien vil øke. Fra samfunnets side er det ønskelig at likviditetspremien ikke blir for høy for da vil færre investeringsprosjekter tilfredsstille avkastningskravet. For å sikre en tilstrekkelig høy likviditet er både kortsiktige og langsiktige aktører viktige.

Sett fra investorenes side er det foruten at det er viktig å ha en god likviditet i markedet, ønskelig å ha et bredest mulig produktspekter. På den måten øker investors muligheter til å diversifisere og kurssikre sin portefølje. Derivathandelen har økt mulighetene til risikostyring for investor.

3.2.2 Aksjemarkedet

Aksjemarkedet er egenkapitaldelen av verdipapirmarkedet. Det gjør det mulig for investorene å spre sin risiko over flere selskaper. Selv om selskap går konkurs, kan en investor med en veldiversifisert portefølje fortsatt i gjennomsnitt få en god avkastning på kapitalen. Eierne i et aksjeselskap vil dermed normalt være villig til å la selskapet ta en høyere risiko når det kompenseres gjennom en forventet høyere avkastning.

Aksjemarkedet gjør det også lettere å foreta oppkjøp og sammenslåinger av selskaper. Dette bidrar normalt til at de samlede ressursene utnyttes mer effektivt.

I mange sammenhenger vil det ikke være mulig for selskaper å finansiere prosjekter uten tilgang på risikokapital. Bedrifter kan utvikle gode investeringsprosjekter uten å ha tilstrekkelig tilbakeholdt overskudd fra tidligere år til disposisjon. Bankene vil typisk foretrekke relativt sikre prosjekter fremfor usikre, og i tillegg kan banker stille krav om pant og en viss egenkapitalandel for å bidra med finansiering. Hvis selskapene ikke hadde hatt tilgang på risikokapital i aksjemarkedet, er det åpenbart at en rekke samfunnsøkonomiske lønnsomme prosjekter ikke vil bli gjennomført.

Tilgang på risikokapital vil være spesielt viktig når investeringene er i produkter som det ikke kan tas pant i, for eksempel kunnskapsoppbyggende prosjekter. Unge bedrifter vil normalt ha lite tilbakeholdt overskudd å vise til, slik at tilgangen på ekstern risikokapital er helt nødvendig. Av hensyn til de høye informasjonskravene en børs må stille, må virksomheten normalt ha eksistert i tre år før det kan søke børsnotering.

3.2.3 Obligasjons- og sertifikatmarkedet

Obligasjons- og sertifikatmarkedet utgjør fremmedkapitaldelen av verdipapirmarkedet, og kan defineres som et organisert marked for standardiserte omsettelige lån. I sertifikat- og obligasjonsmarkedet foregår finansieringen dels direkte mellom långiver og låntaker, og dels indirekte via f.eks. et kredittforetak eller en bank som finansierer seg i dette markedet. For mange långivere og låntakere vil lånemarkedet og sertifikat- og obligasjonsmarkedet være alternativer. Det som skiller obligasjonsmarkedet fra sertifikatmarkedet, er den opprinnelige løpetiden. Løpetiden for obligasjoner skal minimum være ett år og kan være inntil 30 år, men likevel slik at Finansdepartementet kan gi adgang til lengre løpetider. Obligasjonsmarkedet sies gjerne å være en del av kapitalmarkedet. Sertifikater, som det ble gitt adgang til å utstede fra 1985, har løpetid på maksimum ett år og er en del av pengemarkedet.

Tidligere var disse markedene segmentert og gjennomregulert. Idag er tilbud og etterspørsel uregulert og renten er markedsbestemt. Markedene er preget av store, institusjonelle og profesjonelle aktører. Husholdningene og utlendinger er i liten

grad deltakere i disse markedene. Kredittilførselen over sertifikat- og obligasjonsmarkedet utgjør omlag 10 prosent av den samlede innenlandske kredittilførselen. Dette er ikke en stor andel i forhold til den organiserte kredit-tilførselen i lånemarkedet fra de ulike finansinstitusjonene, men andelen har økt. Sertifikat- og obligasjonsmarkedet er viktig for å dekke statens lånebehov. Et velfungerende statspapirmarked bidrar både til billigere og enklere statlige låneopptak. Operasjoner med grunnlag i statspapirer er et egnet instrument i gjennomføringen av pengepolitikken. Enkel rente- og tilbakebetalingsstruktur og god likviditet særlig i enkelte lån som kan brukes som referanse for andre, er sentrale faktorer for å sikre et velfungerende marked. De siste årene har det skjedd en betydelig forenkling og standardisering av lånene i obligasjonsmarkedet som har økt likviditeten i markedet totalt.

3.2.4 Derivatmarkedene

Et derivat er en avtale om en framtidig transaksjon til en forhåndsavtalt pris. Verdien av derivatet bestemmes eller avledes av verdien på det underliggende objekt eller variabel den framtidige transaksjonen gjelder (f.eks. en aksje, en obligasjon eller en valutakurs).

Det eksisterer et mangfold av ulike derivatinstrumenter som alle er mer eller mindre kompliserte varianter av to grunnleggende typer; terminer og opsjoner. I en *terminavtale* har både kjøper og selger rett og plikt til å foreta den framtidige transaksjonen til avtalt pris. Den avtalte prisen settes normalt slik at det ikke foretas betalinger mellom partene på inngåelsestidspunktet. I en *opsjonsavtale* er ikke rettigheter og plikter likt fordelt mellom kjøper og selger (utsteder) av kontrakten. Kjøperen av en opsjon har rett, men ikke plikt, til å kreve avtalen innfridd, mens utstederen har plikt, men ikke rett, til å innfri opsjonen. Kjøperen betaler et beløp (opsjonspremie) til utstederen ved inngåelsen av kontrakten som vederlag for retten til å utøve opsjonen. Opsjonspremien uttrykker markedsverdien av opsjonen på det tidspunktet kontrakten inngås.

Tradisjonelle finansielle instrumenter er sammensatt av flere typer risiko. For eksempel innebærer en obligasjonsinvestering både kredittrisiko knyttet til utstederen og renterisiko knyttet til obligasjonskursen. Ved hjelp av derivater kan ulike risikotyper isoleres og styres separat. En obligasjonsinvestering kombinert med et rentederivat kan separere renterisikoen på obligasjonen fra kredittrisikoen knyttet til obligasjonsutstederen. På samme måte kan investorer i aksjemarkedet bruke derivater til å styre den generelle (systematiske) kursrisikoen som ikke kan diversifiseres bort ved å investere i flere selskaper eller i aksjefond. Siden derivater innebærer liten inngangsinvestering er de kostnadseffektive verktøy for overføring og fordeling av risiko. Derivatposisjoner som tas i sikringsøyemed vil ofte samtidig redusere gevinstmulighetene på den underliggende posisjon som følge av fordelaktige prisendringer. Risikostyringsstrategier inneholder derfor ofte elementer av både sikring og spekulasjon slik at en ikke avdekker risikoen fullt ut.

Standardiserte derivater kan i Norge bare omsettes over børs. Kontrakter i ad hoc markedet er ikke-standardiserte, skal ikke være beregnet på alminnelig omsetning og vil derfor i begrenset grad kunne omsettes. Børsomsatte derivater er standardiserte både med hensyn til kvantitet og leveringsbetingelser. De handles åpent gjennom et organisert marked og gjøres opp via en avregningssentral. Avregningssentralen tar ikke selv posisjoner i noen handel, men fungerer som motpart for begge partene i en transaksjon slik at en kan si at sentralen deler handelen i to. Avregningssentralen krever at kjøpere og selgere skal plassere et beløp (margin) eller annen form for sikkerhet til sikring av kontraktsoppfyllelse.

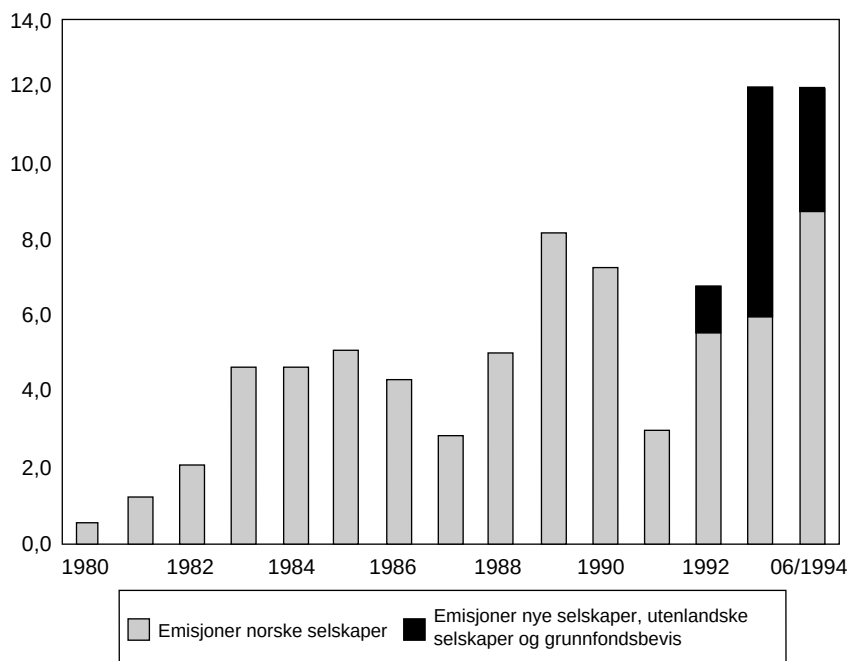
3.3 UTVIKLINGEN I AKSJEMARKEDET

3.3.1 Førstehåndsmarkedet for aksjer

En aksjekapitalutvidelse kan gjennomføres på flere ulike måter. Selskapets generalforsamling bestemmer rammene for en eventuell kapitalutvidelse. Ved en nyemisjon tilføres selskapet kapital enten direkte ved oppgjør i kontanter eller indirekte ved at selskapet mottar verdier ved å utstede aksjer. De eksisterende aksjeeiere har ved en nyemisjon normalt fortrinnsrett til de nye aksjene. Retten for eksisterende aksjonærer til å tegne seg ved en nyemisjon kalles tegningsretter. Disse kan etter emisjonsbeslutningen i seg selv gjøres til verdipapir og kan omsettes dersom en aksjonær ikke ønsker å benytte seg av dem. Verdien av tegningsretten avhenger av tegningskursen i forhold til gjeldende markedskurs. Generalforsamlingen kan imidlertid velge å tilby nye aksjer eksklusivt til en bestemt investor eller gruppe av investorer. Det er da tale om en rettet emisjon. Prisen ved en slik emisjon kan ses på som et resultat av «forhandlinger» mellom de eksisterende og nye eierne. En annen måte å øke aksjekapitalen på er ved å utstede konvertible obligasjoner, det vil si obligasjoner som långiver kan kreve omgjort til aksjer i løpetiden eller ved forfall. Lånekapitalen omdannes da fra fremmed- til egenkapital til en forhåndsavtalt omvekslingskurs. Det kan også legges ut lån med tegningsrettigheter og aksjelovgivningen er foreslått endret for å øke valgfriheten ytterligere, blant annet ved å legge til rette for bruk av frittstående tegningsrettigheter («warrants»). Dette kan gjøre det enklere å skaffe kapital fordi investorene kan nyttegjøre seg informasjon fra lånetidspunktet til konverteringstidspunktet.

Vi regner også grunnfondsbevis som en del av egenkapitalmarkedet selv om de juridiske rettighetene er noe forskjellig for en grunnfondsbeviseier og en aksjonær. Grunnfondsbevis kan utstedes av sparebanker og gjensidige finansinstitusjoner. Mens en aksje gir eieren rett til en andel av hele selskapsformuen, gir en grunnfondsbevisandel bare rettigheter til visse fonds. En annen forskjell er at eierne av grunnfondsbevis velger en firedel mens aksjonærene velger alle medlemmene av finansinstitusjonens styrende organer. Tilsammen fører dette til at en aksje og et grunnfondsbevis vanligvis prises forskjellig under ellers like forhold. Grunnfondsbevis ble første gang notert på Oslo Børs i 1989.

''' i Figur 3.1 nedenfor viser en oversikt over emisjoner med innbetaling i kontanter. Fondsemisjoner og emisjoner med oppgjør i annet enn kontanter som konvertible obligasjoner og oppkjøp eller lignende som er helt eller delvis finansiert med kapitalutvidelser, er holdt utenfor.



Figur 3.1 Kontantemisjoner på Oslo Børs, faste 93-kroner (Løpende priser deflatert med konsumprisindeksen)

Kilde: Oslo Børs

Fra og med 1992 foreligger også tall for emisjoner i utenlandske selskaper, grunnfondsbevis og emisjoner som ble gjort rett forut for en børsnotering. I forbindelse med en børsintroduksjon er det ikke uvanlig å foreta en kapitalutvidelse blant annet for å tilfredsstille børsens krav til spredning av aksjekapitalen.

Av figuren fremgår det at tilførselen av risikokapital har økt fra begynnelsen av 80-tallet og bare i de to siste årene har selskapene fått tilført over 20 mrd kroner, som er nær 10 prosent av markedsverdien til alle børsnoterte selskap.

Tabell 3.2 viser sektorfordelt gjennomsnitt av kontantemisjoner i prosent av markedsverdien. Beregningene er utført ved å ta emisjoner i prosent av gjennomsnittlig markedsverdi for hvert av årene i perioden 1983-1993 og deretter er gjennomsnittet for disse årene beregnet. Industri- og skipssektoren har i gjennomsnitt reist mindre kapital i forhold til markedsverdien enn de øvrige sektorene. Tallet for bank er i stor grad påvirket av bankkrisen, da det fant sted et kraftig fall i markedsverdien av bankene samtidig som de ble tilført ny egenkapital. Det er likevel liten tvil om at bankene i denne perioden har fått tilført betydelige midler. Den betydelige kapitaltilførselen til bankene i første halvdel av 80-årene må også ses i sammenheng med stabil og omfattende utdeling av utbytte. Forsikringssektorens relative høye andel har sin bakgrunn i egenkapitalbyggingen som følge av kravene i lov om finansieringsvirksomhet av 1988.

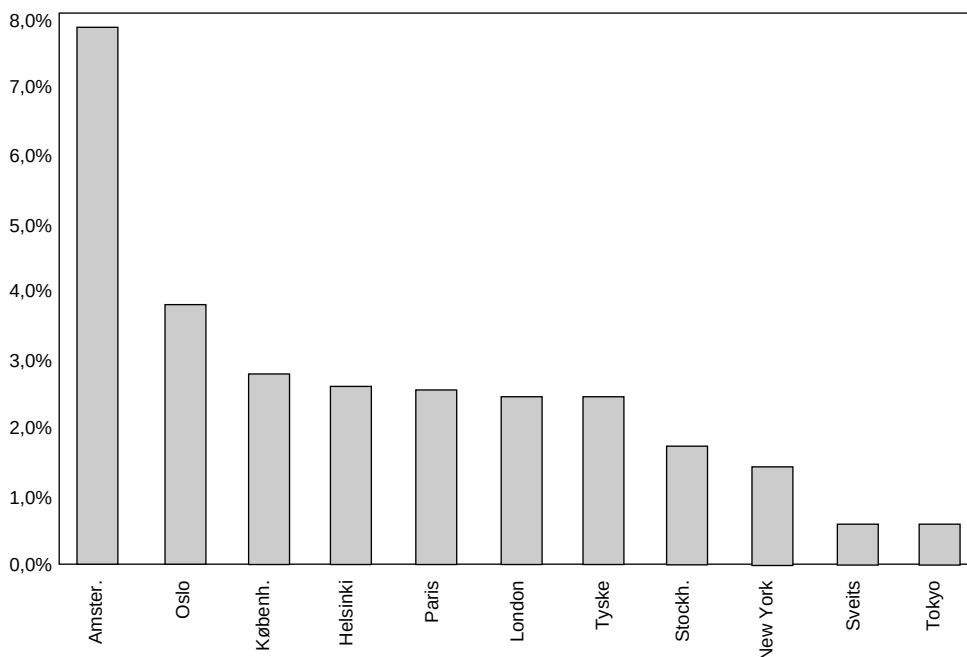
Ellers fremgår det at de små bedriftene representert ved selskaper på det tidligere Børs 2 og dagens SMB-liste har reist mer kapital i forhold til markedsverdien enn gjennomsnittet på Oslo Børs.

Tabell 3.2: Kontantemisjoner fordelt på bransjer 1983-1993 Emisjoner i prosent av markedsverdien

Totalt	Bank	Forsikring	Industri	Skip	Børs 2/SMB
5,0 %	20,8 %	13,4 %	3,5 %	4,3 %	10,1 %

Kilde: Oslo Børs

I forhold til andre utenlandske børser ligger emisjonsaktiviteten på Oslo Børs høyt. "" i Figur 3.3 viser emisjoner i prosent av markedsverdien av de børsnoterte selskapene for endel utvalgte børser.

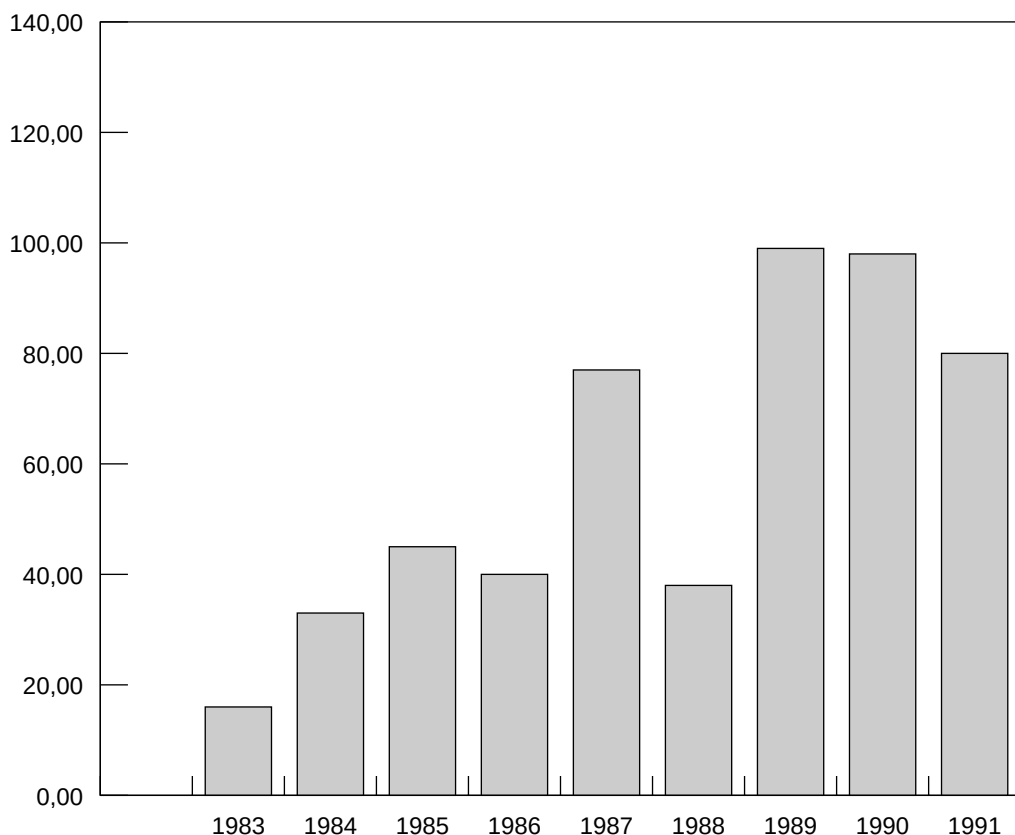


Figur 3.3 Emisjoner i prosent av markedsverdi 1988-1993. Internasjonal sammenlikning

Kilde: SIDV (Den internasjonale børsføderasjonen)

3.3.2 Annenhåndsmarkedet for aksjer

Det norske aksjemarked har blitt betydelig mer likvid de seneste årene. Det gjør markedet mere interessant for investorene som lettere kan omsette sine aksjer. Økt likviditet i det norske annenhåndsmarkedet er trolig en viktig forklaringsfaktor til den økte aktiviteten som er observert i førstehåndsmarkedet. "" i Figur 3.4 viser den kraftige økningen i aksjeomsetningen, eksklusive omsetningen av grunnfondsbevis, på Oslo Børs.



Figur 3.4 Aksjeomsetningen på Oslo Børs, mrd faste 93-kroner

Kilde: Oslo Børs

Også omsetningen av grunnfondsbevis har økt kraftig. I 1992 var omsetningen 71 mill kroner. Den økte til 1,1 mrd kroner i 1993 og vil øke ytterligere i 1994.

Omløpshastigheten måler omsetning i forhold til markedsverdi slik at en omsetningshastighet på 100 prosent innebærer at hver aksje i gjennomsnitt blir solgt en gang hvert år. I 1993 nådde omløpshastigheten et nytt rekordnivå med omlag 75 prosent, mot 42 prosent i 1986. I 1993 ble i gjennomsnitt hver aksje solgt etter 1,3 år.

I internasjonal sammenheng representerer Oslo Børs et lite marked. Ved utgangen av 1993 var den samlede markedsverdien av selskapene som er notert på Oslo Børs 205 mrd. kroner, som er bare 0,7 prosent av markedsverdien av selskapene som er notert på New York børsen. Omløpshastigheten til aksjer på Oslo Børs er høy. For eksempel var det i 1993 bare børsene i Tyskland og Sveits som hadde en høyere omløpshastighet.

En konkurrerende markeds plass til Oslo Børs for omsetning i de store norske selskapene er SEAQ (Stock Exchange Automated Quotations) International i London. I perioder har omsetningen for enkelte norske selskaper vært høyere i London enn i Oslo. Den høye utenlandsandelen i norske børsnoterte selskaper er en viktig årsak til den høye omsetningen i London. En annen grunn kan være forskjeller i markeds plassens organisering. I London foregår handelen ved hjelp av market makere som stiller forpliktende kurser. Offentliggjøring av store handler på SEAQ kan utsettes fra 90 minutter til 5 dager avhengig av størrelsen på transaksjonen.

Godt kapitaliserte marked makere kan dermed omsette store poster uten at markedet får kjennskap til det før i ettertid. En marked maker som har måttet overta en stor verdipapirpost er utsatt for stor tapsrisiko dersom potensielle kjøpere får kjennskap til at marked makeren er i en situasjon der han må selge. Regelen om midlertidig tilbakehold av informasjon om store handler reduserer dermed risikoen til marked makere. På Oslo Børs foregår aksjehandelen ved hjelp av et ordredrevet system, hvor de børsmedlemmene som møter opp på borsgulvet til enhver tid kan se ordreboken. Det vil si at de har informasjon om alle ordre som andre meglere har lagt inn i handelssystemet. Alle transaksjoner som skjer på børsen blir fortløpende offentliggjort også til andre markedsaktører gjennom elektronisk nyhetsformidling.

Tabell 3.5 viser omsetning i London i forhold til Oslo for de selskapene som handles både på SEAQ International og på Oslo Børs. Tabellen viser at omsetningen i Oslo har økt mer enn i London. En mulig forklaring er at økt konkurranse fra London har ført til lavere kurtasjer blant meglerne i Norge, spesielt for store handler.

Tabell 3.5: Omsetning i London i prosent av omsetningen i Oslo. Aksjer notert i begge markeder.

1991	1992	1993	1994 *
124,0%	124,1%	82,4%	84,2%

* Gjelder første ni måneder

Kilde: Oslo Børs og London Stock Exchange.

3.3.3 Aksjonærstrukturen

I løpet av de siste årene har det vært betydelige strukturelle endringer på eiersiden i norske børsnoterte selskaper. Eierstrukturen 30 juni 1994 for grunnfondsbevis og aksjer etter utstedersektor er vist i tabell 3.6. Den relative eierstrukturen for samtlige børsnoterte aksjer er vist i figur 3.7.

I tabellen viser linjer med null at sektoren ikke er finansiert med aksjer. For at et ikke-finansielt foretak skal bli rubrisert i sektoren for statlig foretak må minst femti prosent av aksjene være statseid. Det dominerende selskapet i denne sektoren er Norsk Hydro.

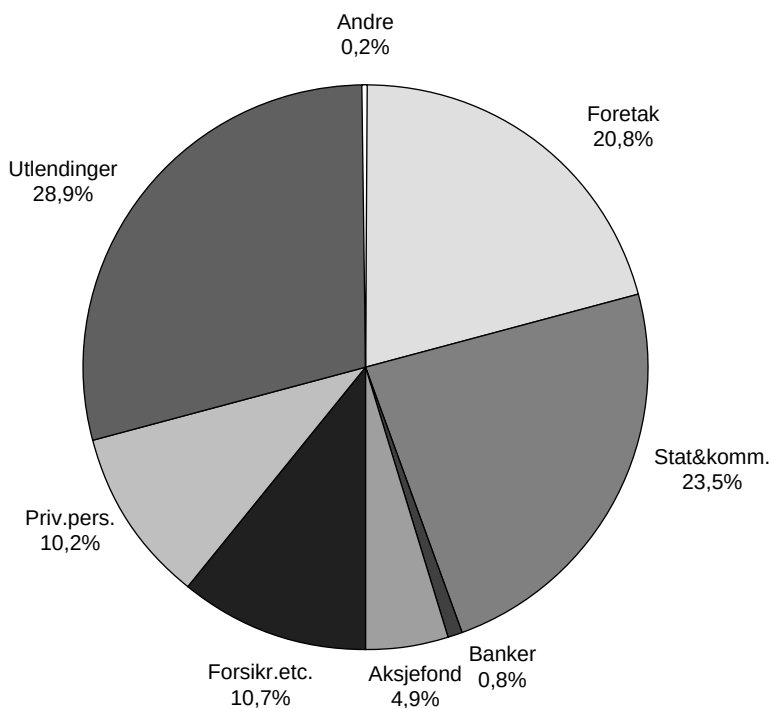
Tabellen gir et øyeblikksbilde 30. juni 1994. Et viktig utviklingstrekk fram til dette tidspunktet har vært at utenlandske investorer har økt sine eierandeler i betydelig grad. Dette har ofte skjedd etter et ønske fra selskapene som dermed kan få inn større investorer blant eierne. Det kan forenkle senere kapitalutvidelser. Den utenlandske eierandel var 15 prosent i 1985, og er i dag over 30 prosent i de norske selskapene. Bare i 1994 har utenlandske investorer økt sin eierandel med omlag 2 prosentpoeng.

Tabell 3.6: Markedsverdi børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis. Millioner kroner, 30. juni 1994

Eiersektor	Utstedersektor	Sentr. myndighet.	Private banker og sikr. fond	Forsikr. selsk. m.v.	Øvrige finans-inst.	Komm. fo. rv. og – foret.	Øvrig foret.	Husholdninger	Utland	Ufordelt	I alt
Aksjer:											
Statsforvaltningen		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Statsbanker		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Forretningsbanker		12.748	113	961	128	2	2.142	889	2.837	27	19.847
Priv. kredittforetak		19	133	251	6	9	1.101	426	175	1	2.121
Andre fin.institusj.		113	153	311	0	0	501	222	503	0	1.803
Komm.forv. og – foretak		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Statlig eide foretak m.v.		27.798	61	3.504	6	6	3.517	1.982	16.926	49	53.849
Øvrige ikke-finansielle foretak		6.331	1.318	18.559	109	44	51.042	19.902	40.355	260	137.920
Husholdninger		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utlandet		0	2	165	0	0	1.739	298	3.170	2	5.376
Ufordelt		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aksjer ialt		47.009	1.780	23.751	249	61	60.042	23.719	63.966	339	220.916
Grunnfondsbevis Spare-banker		1.353	634	404	43	39	1.658	732	486	5	5.354
I alt		48.362	2.414	24.155	292	100	61.700	24.451	64.452	344	226.270

Kilde: VPS og Norges Bank

Bedringen i den norske økonomien de siste par årene, samt at norske selskaper til tider hevdes å være «billige» i forhold til tilsvarende selskaper i andre land, er mulige forklaringer på utviklingen disse årene. En internasjonal trend i retning av økt diversifisering over landegrensene har også bidratt på utviklingen. I Europa er det bare børsen i Amsterdam som har en høyere andel utenlandske eiere enn Norge. Den store andelen utenlandske aksjonærer har trolig i visse perioder bidratt til å forsterke kursutslagene på Oslo Børs. Dette har sammenheng med at utenlandske institusjoner ved investering i norske aksjer normalt legger relativt stor vekt på forventninger til den alminnelige utvikling i norsk økonomi og valutakurser. Sammenfallende oppfatninger kan medføre salgs- eller kjøpspress i markedet.



Figur 3.7 Aksjonærstrukturen på Oslo Børs. 30. juni 1994.

Kilde: VPS og Oslo Børs

Sammenliknet med andre europeiske land er andelen privatpersoner liten i det norske markedet. Andelen økte noe under kursoppgangen i 1993, men gjennom 1994 har privatpersoner trukket seg ut av markedet. I dag er eierandelen omlag 10 prosent, mens den var 27 prosent i 1984.

Det er flere grunner til dette. I Norge har det i forhold til andre land vært liten tradisjon i å investere i aksjer. Nordmenn generelt har liten kunnskap om aksjemarkedet. De tradisjonelle investeringsformene for norske husholdninger har vært bolig, hytte og bankinnskudd og skattestimulerte spareformer som bank- og aksjesparing med skattefradrag (SMS og AMS). En viktig forklaring ligger i at spesielt det tidligere skattesystemet stimulerte til låneopptak og realinvestering i bolig. Skattereformen av 1992 har ført til sterkt redusert marginalsatt på finansinntekter, og at rentefradraget har blitt mindre verdt. Incentivene til gjeldsopptak er redusert. Realrenten etter skatt er i dag positiv, mens den var negativ for de fleste låntakerne for 10 år siden. En mer nøytral beskatning har gitt færre vridningseffekter med hensyn til valg av investeringsobjekt. Formuesbeskatningen innebærer imidlertid at det fortsatt oppstår en vridning i beskatningen. Formuesansettelsen av de ulike objektene i skatteligningen varierer sterkt. Boliger beskattes til langt under markedverdi, aksjer i unoterte selskaper fastsettes til 30 prosent av aksjenes forholdsmessige andel av aksjeselskapets samlede formuesverdi året forut for ligningsåret, fordelt etter pålydende. Aksjer i børsnoterte selskaper verdsettes til henholdsvis 75 og 30 prosent av kursverdien pr. 1. januar for selskaper notert på hovedlisten og SMB-listen. Grunnfondsbevis verdsettes som selskaper på hovedlisten. Obligasjoner føres til markedsverdi ved utgangen av året, og bankinnskudd blir også ført med den fulle verdi av innskuddet. Et siste punkt gjelder de offentlige pensjonsutbetalingene som

er høyere i Norge enn i en del andre land det er naturlig å sammenlikne seg med. Dette reduserer behovet for privat sparing til pensjonsformål.

Offentlig sektor er en større eier av børsnoterte aksjer i Norge enn i de øvrige europeiske land. Det skyldes blant annet at delvis offentlig eide bedrifter er børsnotert også hva gjelder den delen av aksjekapitalen som ikke er på private hender. Norsk Hydro er det viktigste slike selskapet og eierposten i Norsk Hydro utgjør nær 60 prosent av sentralmyndighetenes aksjeinnehav. Staten eier som nevnt også en stor del av de største forretningsbankene, og en noe mindre del av grunnfondsbevisene i de børsnoterte sparebankene. Økte investeringer fra Folketrygdfondet har også bidratt til å øke den statlige eierandelen.

Bankkrisen har både bidratt til å redusere husholdningssektorens aksjeinnehav og til å øke det offentlige aksjeinnehavet. I de tre største forretningsbankene ble den ordinære aksjekapitalen nedskrevet til null i 1991 og 1993. Nedskrivningen reduserte antallet aksjeinnehav i disse bankene med om lag 170 000. Det er ikke like mange privatpersoner som ikke lenger har aksjer, ettersom det var foretak blant aksjonærene. Dessuten var det husholdninger både med aksjer i flere banker og med aksjer i andre selskaper. Statens engasjement i banksektoren har bidratt til å øke den statlige eierandelen i flere omganger fra 1991. Salget av bankaksjer i 1994 har i stor grad vært til institusjonelle investorer. Husholdningene har derfor ikke kommet tilbake som eiere i særlig grad.

Forsikringsselskapene har historisk sett vært mindre aktive i verdipapirmarkedet i Norge enn i en del andre land. En del av forklaringen ligger nok i at det tidligere norske regelverket begrenset forsikringsselskapenes muligheter til å eksponere seg sterkt i verdipapirmarkedet. Videre bidro den tidligere reguleringen av utlån til at forsikringsselskapene kunne selge forsikringer koblet til utlån til boligformål. Norske forsikringsselskaper har fremdeles en uvanlig høy andel av sin forvaltning som ordinære pantelån til bolig.

Utvalget peker også på at fondsbaserte pensjonsordninger i regi av forsikringsselskapene er lite utbredt i Norge i forhold til en del andre land fordi vi har større offentlige trygdeordninger uten fondsoppbygging. Flytteretten i norsk livsforsikring fører til at livsforsikringsselskapene må stille høye krav til likviditeten i papirene de investerer i samtidig som egenkapitalreglene setter rammer for selskapenes investeringsvirksomhet. Systemet med årlige rentegarantier legger også begrensninger på mulighetene for aksjeinvesteringer, spesielt i volatile markeder som det norske. Til sammen medfører dette at likviditeten i de norske verdipapirmarkedene kan være for liten, og andelen av investeringene i utenlandske verdipapirmarkeder kan øke.

3.3.4 Selskapsstrukturen på Oslo Børs

Omsetningen ved Oslo Børs har økt betydelig i de siste 10 årene, men antallet børsnoterte selskaper har ikke forandret seg mye. I 1980 var det 124 noterte selskaper på Oslo Børs, mens det i september 1994 var 137. Den sterkeste veksten har kommet blant utenlandske selskaper som har økt fra 7 til 13 selskaper i samme periode. Ellers fremgår det av tabell 3.8 at antallet forretningsbanker har blitt halvert, men samtidig er grunnfondsbevis i omtrent like mange sparebanker tatt opp til notering. Antallet små og mellomstore bedrifter har vist stor variasjon. Etter en kraftig vekst i 1984, ble antall selskaper mer enn halvert frem mot 1991 og har igjen økt i 1992 og 1993. Det kan her nevnes at ved navneendringen fra Børs II til SMB-listen ble enkelte selskap overført til børsens hovedliste. Kravene til aksjekapitalen er stort sett uendret, mens kravet til spredning av aksjene ble noe senket ved overgangen til SMB-listen.

Tabell 3.8: Antall selskaper på Oslo Børs

	Totalt	Bank	Forsikr.	Industri	Skip	Børs 2/ SMB	Grunnfond dsbevis	Herav utenlands ke
1980	124	15	4	61	44	0	-	- 7
1981	115	14	5	61	35	0	-	6
1982	118	15	4	64	35	0	-	6
1983	119	14	4	66	35	0	-	8
1964	148	15	4	77	33	19	-	8
1985	163	15	4	80	31	33	-	7
1988	155	15	4	73	29	34	-	6
1987	146	12	4	74	27	29	-	7
1968	134	11	3	67	25	28	-	6
1989	134	13	3	64	25	24	5	7
1990	124	9	4	55	33	20	3	9
1991	116	8	5	53	31	15	4	9
1992	127	9	3	60	33	18	4	8
1993	135	9	3	58	38	23	4	11
06/1994	140	8	4	59	38	23	8	13

Kilde: Oslo Børs

3.3.5 Risikopremien i aksjemarkedet

For at en investor skal være villig til å ta en høyere risiko ved å plassere i aksjemarkedet fremfor mindre risikobetonte spareformer som bankinnskudd, vil investor kreve en risikopremie, eller meravkastning. Avkastningen i aksjemarkedet vil variere med tidspunktet for kjøp og salg av aksjene. På kort sikt vil avkastningen kunne bli meget stor. Likeledes vil kursen i perioder kunne falle betydelig, noe som potensielt gir store tap. Hvis man investerer langsiktig i aksjemarkedet, vil kortsiktige svingninger i kursene spille mindre rolle for avkastningen.

Oslo Børs har i «Langsiktig meravkastning i aksjemarkedet» (Børs Perspektiver 1/93) forsøkt å kvantifisere meravkastningen etter skatt ved å investere i aksjer i forhold til bank i Norge. Beregningene tar utgangspunkt i at det ved inngangen til hvert år investeres et beløp i aksjer i samme forhold som grunnlaget i totalindeksen. Ved utgangen av året selges aksjene. Deretter beregnes gevinstskatt og transaksjonskostnader som trekkes fra verdien av porteføljen, mens utbytte fratrasket utbytteskatt legges til porteføljen. Hele porteføljen investeres så på nytt i aksjemarkedet.

Beregningen for avkastningen i bank har tatt utgangspunkt i gjennomsnittlig innskuddsrente i forretnings- og sparebankene på innskudd i norske kroner fra publikum. Resultatene som Oslo Børs er kommet til er vist i tabell 3.9.

Tabell 3.9: Gjennomsnittlig årlig avkastning etter skatt ved sparing i aksjer og Bankinnskudd

	67-71	72-76	77-81	82-88	89-93	67-93
Aksjer	15,3 %	-3,9 %	9,7 %	12,1 %	6,2 %	8,8 %
Bankinnskudd	2,9 %	3,1 %	4,6 %	6,0 %	5,2 %	3,7 %
Meravkastning	12,4 %	-7,0 %	5,1 %	6,1 %	1,0 %	5,0 %

Kilde: Oslo Børs

For hele perioden 1967-1993 er den årlige meravkastningen etter skatt i aksjemarkedet beregnet til 5 prosent. Delperiodene viser derimot store forskjeller i meravkastningen.

Det har vært innvendt mot denne undersøkelsen at siden den forutsetter at et stort beløp investeres i aksjemarkedet (for å oppnå tilstrekkelig spredning) ville det vært mer relevant å sammenligne med avkastningen på tilsvarende store plasseringer i penge- og sertifikatmarkedene, enn å benytte renten på ordinære bankinnskudd som sammenligningsgrunnlag. Frem til midten av åttitallet var dessuten innskuddsrentene i bank lave på grunn av kredittpolitiske reguleringer. Det tas heller ikke hensyn til kostnadene ved å holde seg orientert om utviklingen i aksjeselskapene det investeres i.

3.4 UTVIKLINGEN I OBLIGASJONS- OG SERTIFIKATMARKEDET

3.4.1 Styringen av sertifikat- og obligasjonsmarkedet

Tidligere var obligasjonsmarkedet, som det øvrige kredittmarkedet, sterkt preget av direkte reguleringer. Gjennom Penge- og kredittlovens bestemmelser om emisjonsregulering og plasseringsplikt hadde myndighetene kontroll med de innenlandske tilbuds- og etterspørselsforhold, mens valutareguleringene sikret at utlendinger hverken kunne legge ut eller kjøpe obligasjoner. Frivillig kjøp av obligasjoner forekom nærmest ikke på grunn av lav regulert rente. Følgelig eksisterte det heller ikke noe likvid annenhåndsmarked. Myndighetene kunne ikke benytte kjøp og salg av statspapirer i annenhåndsmarkedet som ledd i pengepolitikken.

I tråd med anbefalingene i Renteutvalgets innstilling (NOU 1980:4), begynte en prosess der en la stadig større vekt på fordelene ved et uregulert obligasjonsmarked. Effekten av kredittreguleringene var også svekket og både reguleringene og rentestyringen i obligasjonsmarkedet ble i hovedsak avskaffet midt på 80-tallet. I annen halvdel av 80-tallet opphevet man rollefordelingen mellom finansinstitusjonene på låntakersiden. Kredittforetakene, som tradisjonelt hadde vært enerådende blant finansinstitusjonene på obligasjonsmarkedet, fikk anledning til å legge ut sertifikatlån. Banker og finansieringsselskaper som opprinnelig bare fikk legge ut sertifikater, fikk etterhvert fritt legge ut obligasjonslån. Etter at valutareguleringene ble avvirket ved innledningen til 90-årene, gjenstår det ikke reguleringer av innlendingers adgang til å låne inn og plassere i utenlandske sertifikat- og obligasjonsmarkeder eller utlendingers adgang til det samme i de norske markedene.

Bortsett fra det skattemessige begrunnede forbudet mot å utstede papirer til underkurs, har de gjenværende reguleringer i det norske sertifikat- og obligasjonsmarkedet som formål å bidra til effektive, sikre og ordnede markeder. Foruten Verdipapirhandelloven, omfatter dette emisjonsforskriften hjemlet i Penge- og kredittloven, Børsloven med børsforskrifter og Verdipapirsentralloven.

3.4.2 Nærmere om det innenlandske obligasjonsmarkedet

Norske låntakere kan legge ut obligasjonslån i Norge og i utlandet, hvor lånene stort sett er denominert i fremmed valuta. Norske låntakere legger ut lån for betydelige beløp i utlandet, men her vil bare aktiviteten i de innenlandske markedene bli omtalt.

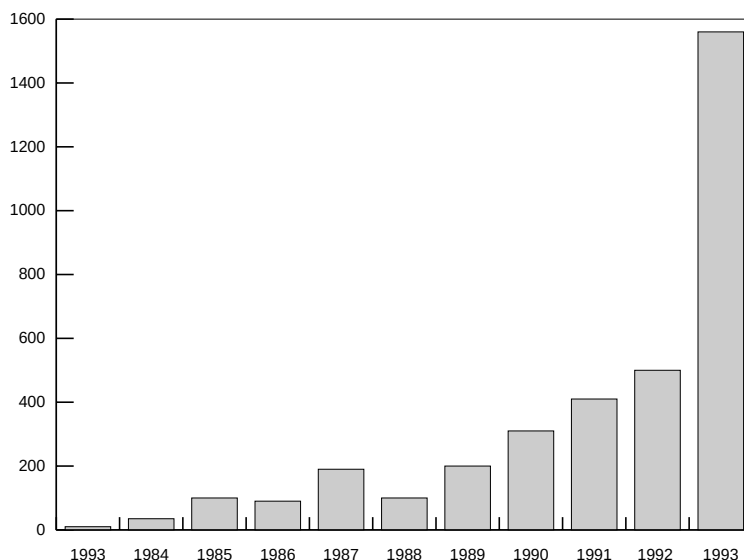
Av tabell 3.10 fremgår det at staten, kredittforetakene og bankene er dominerende låntakere med tilsammen 70 prosent av utestående gjeld. Staten har økt sin andel betydelig etter at et netto statlig lånebehov igjen oppsto fra 1991. Kredittforetakenes andel har falt, mens bankenes andel har økt. Dette har blant annet sammenheng med at et stort kredittforetak er omdannet til bank. Staten og kredittforetakene har konsentrert seg om store og avdragsfrie lån med standardiserte og enkle kjennetegn. Øvrige låntakergrupper, blant dem kommunalforvaltning og -foretak tar ofte opp mindre lån med varierende lånekarakteristika. Lån til øvrige, ikke finansielle foretak utgjør bare i overkant av 5 prosent.

De største eierne i dag er livsforsikringsselskapene og stats- og trygdeforvaltningen med tilsammen godt over halvparten av utestående obligasjonsgjeld. Bankene og kredittforetakene eier også store beholdninger, med en andel opp mot 25 prosent. Husholdninger og mindre foretak investerer i obligasjonsmarkedet gjennom verdipapirfond. De har hatt en økende andel, men er ennå ikke å betrakte som en betydelig investor. Utlendingene har redusert sine beholdninger de senere år og må nå anses å ligge på et beskjedent nivå.

Tabell 3.10: Beholdning av obligasjoner registrert i VPS Millioner kroner 30. juni 1994, pålydende verdi.

Eiersektor Låntakersektor	Sentr. myndigh et.	Priv. banker og forsikr.f ond	Forsikr. selsk. m.v.	Øvrige finans- inst.	Komm.f orv. og – foretak	Øvrige foretak	Hus- holdn- inger	Utland	Ufor- delt	I alt
Statsforvalt- ningen	39.632	14261	37.339	1.325	873	9.512	1.711	1.658	166	106.478
Statsbanker	6.251	7.298	3.625	147	49	1.091	14	33	33	18.542
Private banker	10.307	15.449	16.416	1.863	1.049	7.672	1.425	1.139	53	55.373
Priv. kreditt- foretak	5.551	5.852	19.442	20.442	781	7.877	2.112	762	37	62.856
Andre fin. institusj.	0	48	438	110	20	859	168	410	10	2.062
Komm.forv. og – foretak	7.588	2.865	26.931	432	3.359	3.535	543	341	42	45.637
Statlig eide foretak m.v.	1.314	806	2.835	265	68	2.461	540	311	3	8.601
Øvrige ikke- finansielle foretak	1.897	1.559	7.042	262	156	6.109	607	349	16	17.996
Husholdninger	56	101	543	0	2	27	4	0	0	734
Utlandet	0	107	297	0	0	118	112	401	5	1.040
Ufordelt	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
I alt	72.595	48.345	114.909	24.846	6.356	39.262	7.238	5.404	365	319.320

Kilde: VPS og Norges Bank



Figur 3.11 Obligasjonersomsetning, i faste 93-priser. Løpende priser deflatert med konsumprisindeksen

Kilde: Oslo Børs

Omsetningen i annenhåndsmarkedet viser frem til 1992 en stabil vekst, mens årsomsetningen ble tredoblet i 1993, jf figur 3.11. Dette skyldes blant annet et betydelig rentefall. Det er stort sett stats- og kredittforetaksobligasjoner som omsettes i annenhåndsmarkedet. Samlet står de for omlag 80 prosent av økningen i omsetningen. Samtidig har statslånenes relative betydning i forhold til kredittforetakene økt betydelig. Omsetningen av bankobligasjoner har også økt. Foruten større og mer standardiserte lån, forklares omsetningsøkningen med at det foretas markedspleie i lånene, det vil si at fondsmeglerforetak stiller kontinuerlig kjøps- og salgspriser. Så godt som all omsetning av obligasjoner skjer nå i form av egenhandel, og det meste av dette er tilknyttet market making.

3.4.3 Nærmere om sertifikatmarkedet

Da det ble åpnet for et marked for omsettelige sertifikater i 1985, ønsket myndighetene å øke konkurransen i pengemarkedet. De standardiserte lånene ville gjøre pengemarkedet mer oversiktlig, fremme konkurranse og redusere diskrimineringen mellom ulike låntakere. Dette er ikke fullt ut oppnådd. Det har riktignok i perioder vært stor utstedelse av sertifikater fra andre private enn finansinstitusjoner (lånesertifikater), men dette hadde sammenheng med kredittreguleringer og markedet viste svak utvikling etter at en utsteder gikk konkurs i 1987 slik at investorene led tap. Bankene utstedte fram til oktober 1988 mye sertifikater, men dette hadde sammenheng med at de kunne omgå likviditetskravet i banklovene ved å kjøpe banksertifikater av hverandre. Ellers har i hovedsak Norges Bank vært kjøper i forbindelse med likviditetstilførsel. Andre finansinstitusjoner enn banker kan utstede finanssertifikater, og dette markedsegmentet har en periode vært preget av et par alvorlige tilfeller av mislighold høsten 1992. Fremdeles utgjør sertifikatmarkedet en liten andel av pengemarkedet, men statssertifikatmarkedet har blitt større etter at staten også her begynte å oppta lån for å dekke sitt lånebehov.

Av tabell 3.12 fremgår det at staten og statsbankene pr. 30. juni 1994 er de største utstederne av sertifikater, mens private banker og kredittforetak samlet er like store som statsbankene. Stats- og trygdeforvaltningen, samt offentlige finansinstitusjoner er den klart største investoren i sertifikatmarkedet med mer enn halvparten av utestående beholdning. Samlet utgjør banker, kredittforetak og øvrige foretak mesteparten av de øvrige eierne.

Tabell 3.12: Beholdning av sertifikater. Millioner kroner, 30. juni 1994

Eiersektor	Låntakersektor	Sentr. myndighet.	Priv. banker og forsikr. fond	Forsikr. selsk. m.v.	Øvrige finansinst.	Komm. forv. og – foretak	Øvrige foretak	Husholdninger	Utland	Ufordelt	I alt
Statsforvaltningen		11.486	6.185	4.522	0	0	2.317	19	341	130	25.000
Statsbanker		5.868	3.712	1.466	0	0	1.425	25	25	0	12.521
Private banker		300	679	2.590	824	160	2.485	32	0	0	7.070
Priv. kredittforetak		610	394	1.255	924	65	2.438	39	0	10	5.735
Andre fin. institusj.		365	104	290	125	50	1.081	50	0	0	2.065
Komm. forv. og – foretak		335	48	1.323	0	132	600	24	3	10	2.475
Statlig eide foretak m.v.		0	200	0	0	0	0	0	0	0	200
Øvrige ikke-finansielle foretak		390	113	825	140	48	1.789	41	1	3	3.350
Husholdninger		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utlandet		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ufordelt		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt		19.354	11.435	12.271	2.013	455	12.135	230	370	153	58.416

Kilde: VPS og Norges Bank

3.4.4 Nærmere om statspapirmarkedet

Frem til midten av 80-tallet var obligasjonsmarkedet gjennomregulert med lav administrativt fastsatt rente og liten annenhåndsomsetning. I et slikt regime hadde markedsoperasjoner i form av kjøp og salg av statspapirer ingen plass. Inntil 1991 hadde heller ikke staten behov for å oppta nye obligasjonslån i det norske markedet. Bankenes store gjeldsposisjon i forhold til Norges Bank innebar samtidig at bankene ikke hadde større beholdninger av statspapirer enn likviditetskravet i banklovene påla dem. Dette er nå endret. Siden 1991 har staten hatt et betydelig netto lånebehov, og bankene er fra våren 1994 gjennomgående i en netto fordringsposisjon i Norges Bank.

Myndighetene har lagt vekt på å utforme statsgjeldspolitikken for å fremme et velfungerende statspapirmarked. Dette har bidratt til økt annenhåndsomsetning og bedre likviditet i markedet. Statsobligasjonsmarkedet har utviklet seg til et referansemarked for det private markedet. Statsobligasjonsmarkedet har også gjort det mulig å etablere et marked for standardiserte rentefutures. Det siste er ennå ikke skjedd i statssertifikatmarkedet. En videreutvikling av statspapirmarkedene kan gjøre det mulig for Norges Bank å erstatte markedspleien med et system der enkelte banker og fondseiere inngår avtale om å være primærhandlere i statspapirer. Mar-

kedsoperasjoner med grunnlag i statsobligasjoner ventes å bli et viktig supplement i pengepolitikken.

3.5 UTVIKLINGEN I DERIVATMARKEDET

3.5.1 Derivatmarkedet ved Oslo Børs

Handel med standardiserte norske aksjeopsjoner startet i 1986, da et privat foretak fikk midlertidig tillatelse av Finansdepartementet til å omsette et begrenset antall slike aksjeopsjoner i Norge. En endring i verdipapirhandelloven i 1989 åpnet for en regulert omsetning av derivater. Lovendringen medførte blant annet at all handel skjer over Oslo Børs fra 1990. Ved oppstart av handelen på Oslo Børs var det to avregningssentraler, Norsk Opsjonsmarked A/S (NOM) og Norsk Clearing Central A/S. De to sentralene fusjonerte i februar 1991 til Norsk Opsjonssentral A/S (NOS).

Derivathandelen på Oslo Børs startet 22. mai 1990 med standardiserte aksjeopsjoner på DnB, Norsk Hydro, Bergesen B, Hafslund B og Saga. Handel med OBX-indeks opsjoner startet i juni samme år. OBX er en aksjeindeks som er satt sammen av de 25 mest omsatte aksjene på Oslo Børs. Selv om ikke alle børsnoterte selskaper er inkludert i denne indeksen vil den vise betydelig samvariasjon med totalindeksen. En investor kan derfor ved å kjøpe salgsoptions på OBX sikre seg mot et generelt fall i kursene på Oslo Børs. Omsetningen av OBX opsjoner utgjør 35 – 45 prosent av aksjeopsjonsomsetningen i 1994.

Handel med OBX futures startet i september 1992. Omsetningen er svært lav, gjennomsnittlig 300 kontrakter omsatt pr. måned siste halvår. En viktig årsak til dette er at det ikke finnes opsjonshandlerforetak som har påtatt seg å være marked maker til produktet. Potensielle marked maker har ikke ønsket å stille priser i OBX futures grunnet mangel på shortsalgmuligheter.

Rentefutures med et 10-års statsobligasjonslån som underliggende, ble første gang notert i juni 1993. I dag noteres det rentefutures på to statslån.

3.5.2 Markedsplassen for derivater

Oslo Børs har siden oppstart av derivatmarkedet tilstrebet til enhver tid å ha marked maker tilknyttet de noterte opsjoner og futures. I dag er det bare et fåtall marked maker tilknyttet aksje- og OBX opsjoner, ingen til OBX futures. Siden oppstart har flere foretak avsluttet sin marked maker virksomhet. I markedet for rentefutures er det noe flere foretak som har underskrevet marked maker avtale.

Oslo Børs forestår handel med standardiserte opsjoner og futures. Markedet er organisert med en telefonisk blokkordredesk. Det vil si at meglere som ønsker å utføre ordre i markedet må ringe til blokkordredesken ved Oslo Børs, hvor ansatte på Oslo Børs noterer, registrerer og slutter handler i henhold til de enhver tid gjeldende regler. Selve noteringen foregår i et handelsrom hvor alle ordre skrives på store tavler, og beste kjøps- og salgsordre bli registrert i handelstøttesystemet til Oslo Børs slik at informasjonen går videre ut til markedet.

3.5.3 Markedsaktører

I dag utgjør marked makeres handel 35 – 40 prosent av omsetningen, noe som har vært svært stabilt siden oppstart. Privatpersoners handel utgjør ca. 25 prosent, aksjeselskap og forsikringsforetak det samme. Etter oppstart har flere institusjonelle investorer kommet til som aktører i derivatmarkedene etter at det i større grad er lagt til rette for det i regelverk og rammevilkår. Blant de nye aktørene er pensjonskasser og verdipapirfond som først fikk tillatelse til å handle opsjoner sommeren 1993. Det

er i dag fortsatt flere store aktører i verdipapirmarkedet som ikke handler opsjoner og terminer.

3.5.4 Markedsutvikling

Opsjonsmarkedet ved Oslo Børs har ikke hatt den utvikling som ble antatt ved oppstart i 1990. Omsetningen steg frem til januar 1992, mens i 1993 stagnerte utviklingen og den har i det siste året sunket. I de fleste andre land har det i tilsvarende periode vært en sterk vekst i disse markedene. Årsakene til den lave veksten er mange, og ulike aktører har ulik oppfatning om hva som har vært de mest begrensende faktorer i utviklingen. Det har blant annet vært reist kritikk mot rammevilkårene for at de ikke har vært gode nok og hurtig nok endret i forhold til markedets ønsker.

Både aktører og myndigheter har fått kritikk, og følgende årsaker til problemene har vært nevnt:

- Børsens handelssystem (blokkordre-desken) er ikke hensiktsmessig i forhold til den teknologiske utviklingen,
- Det er liten kunnskap i markedet hos potensielle aktører,
- Marginsystemet har for høye marginer og er for lite fleksibelt,
- Det er begrensninger i markedet makernes adgang til å drive shortsalg og verdipapirlån, og til egenhandel for øvrig,
- Regelverket er også på andre måter for komplisert,
- Verdipapirfond fikk først lov til å handle opsjoner sommeren 1993, og arbeider fortsatt med å endre vedtektene slik at disse tilpasses opsjonshandel.

I tillegg til det standardiserte markedet utstedes det opsjoner på børsnoteerte verdipapirer. I Kredittilsynets rundskriv 12. juli 1991 er det anmodet om at fondsmedlerforetak som direkte eller indirekte medvirker ved utstedelse, omsetning og eller innløsning av ad hoc opsjoner, innrapporterer opplysninger om opsjoner med børsnoteerte verdipapirer som underliggende til Oslo Børs. Det utstedes mange opsjoner i dette førstehåndsmarkedet. Pr 26.10.1994 bestod åpen balanse for ad hoc opsjoner i børsnoteerte aksjer av 170 kontrakter fordelt på 48 ulike aksjer/aksjeklasser. Det samlede handelsbeløp (opsjonspremier) ved utstedelsen av opsjonene utgjorde nærmere 290 millioner kroner. Ad hoc opsjonene knytter seg i meget begrenset grad til de aksjer som det handles børsnoteerte, standardiserte opsjoner på over Oslo Børs. For ad hoc opsjoner med obligasjoner som underliggende, har det i de første ti måneder av 1994 gjennomsnittlig vært 23 tildels store kontrakter som ikke er kommet til forfall. Det underliggende kontraktsbeløpet i denne åpne balansen har i gjennomsnitt vært obligasjoner pålydende ca. 1,2 mrd kroner.

3.6 FONDSMEGLERNÆRINGEN

3.6.1 Fondsmeglerforetakenes forretningsområder

Et fondsmeglerforetaks vesentligste oppgave har hittil vært å være mellommann ved omsetning av verdipapirer, både ved emisjoner og ved annenhåndsomsetninger. Målt ut fra omsetningsvolum er annenhåndsomsetning av obligasjoner fondsmeglerforetakenes største forretningsområde. Imidlertid er det kurtasje ved aksjeomsetning som utgjør den største inntektskilden. I 1993 var omsetningen av obligasjoner gjennom fondsmeglerforetak 1583 milliarder kroner. Det tilsvarende tall for aksjeomsetning var 124 milliarder kroner.

Tilrettelegging og gjennomføring av emisjoner av obligasjoner og aksjer utgjør også en vesentlig del av aktiviteten i fondsmeglerforetak. I 1994 ble det emittert

obligasjoner for 116 mrd. kr. og 12,5 mrd. kr. i aksjer. En vesentlig del av nytegningen av obligasjoner og aksjer skjer i fondsmeglerforetak.

Fondsmeglere gir råd og veiledning til sine kunder om verdipapirinvesteringer. I denne forbindelse utgjør analysefunksjon en ikke ubetydelig del av virksomheten. Fondsmeglerforetak er også rådgivere overfor bedrifter i finansieringsspørsmål og strukturspørsmål som fusjoner, fisjoner, oppkjøp m.v.

Etter 1985 har fondsmeglerforetakene i større grad deltatt for egen regning – særlig som markedet makere i obligasjoner. Store deler av obligasjonsmarkedet er prisdrevet i motsetning til aksjemarkedet som i langt større grad er ordredrevet. Derivathandelen, så vel i standardiserte derivater som ad hoc produkter, har utviklet seg til et nytt forretningsområde. Aktiv forvaltningsservice er også et forretningsområde i stadig utvikling. Også omsetning av utenlandske verdipapirer er blitt en viktig del av virksomheten i fondsmeglerforetak.

3.6.2 Endringer i meglerfunksjonen

Norske fondsmeglerforetaks vesentligste virksomhetsområde, den tradisjonelle verdipapirmeglingen, har i de seneste år endret karakter. Fra tidligere å ha vært mer passive ordremottagere i et rent ordredrevet marked, har fondsmeglerforetakene i større grad operert som markedet makere. Endringen har vært størst i obligasjonsmarkedet. Fondsmeglerforetak stiller priser på obligasjoner i børsens handelssystem som videreformidler prisene til markedsaktørene gjennom elektroniske informasjonskanaler. Dermed offentliggjøres prisene fondsmeglerforetak er villig til å kjøpe eller selge bestemte obligasjoner for. Den alt vesentlige del av omsetningen av kredittforetaks- og statsobligasjoner skjer på denne måten.

Formålet med marked making er å skape likviditet i verdipapirer slik at investors risiko for å få omsatt verdipapirer uten at det påvirker prisen vesentlig blir redusert. For eksempel vil potensielle selgere av verdipapirene ha en større sikkerhet for å få solgt sine verdipapirer til gjeldende markedspriser dersom papiret er gjenstand for marked making enn om selgeren må vente til en megler har funnet en kjøper i markedet. Dette reduserer investorenes likviditetsrisiko hvilket igjen fører til et lavere avkastningskrav fra investorenes side. I et verdipapir hvor det er flere markedet makere vil konkurransen dem imellom føre til at forskjellen mellom kjøps- og salgspriser reduseres. Dette gir investorene lavere transaksjonskostnader enn ved vanlig megling.

Selv om markedet makingen har skapt store omsetningsvolumer særlig i obligasjonsmarkedet, utgjør inntektene ved markedet making hos fondsmeglerforetakene en mindre andel av de totale inntektene. I 1993 utgjorde inntektene ved markedet making 5,77 prosent av de totale inntektene, og to tredeler av dette kom fra markedet making i obligasjoner. Det tilsvarende tall for 1992 var 4,12 prosent. Fondsmeglerforetak vil særlig være utsatt for å tape på denne virksomheten i turbulente markedssituasjoner. Det illustreres ved at fondsmeglerforetakene hadde et samlet tap på 290 mill. kroner fra markedet making i obligasjoner ved utgangen av september 1994. Av dette tapet sto et enkelt foretak for ca. 275 mill. kroner. Når fondsmeglerforetakene i større grad må ta egne posisjoner og dermed risiki gjennom markedet making skapes også et økt egenkapitalbehov hos fondsmeglerforetak.

Et annet forhold av betydning er den stadig større profesjonalisering av markedsaktørene. Fondsmeglerforetakenes kunder er i større grad enn tidligere institusjonelle investorer som livselskaper, pensjonsfond og -kasser, verdipapirfond og utenlandske institusjonelle investorer. Samtidig er innslaget av private små investorer stadig blitt mindre. Profesjonelle kunder har ofte egne vurderinger av markedsforholdene og prisutviklingen og krever ofte at fondsmeglerforetakene enten kan

kjøre eller selge umiddelbart til bestemte priser. I praksis innebærer dette at fondsmeglerforetaket må kjøpe for egen regning verdipapirer som investorer vil selge for så å selge dem igjen i markedet. Dette har ført til mer omfattende egenhandel enn tidligere. Institusjonelle investorer legger betydelig vekt på hurtighet i omsetningen hvilket krever at fondsmeglerforetak trer inn som motpart for egen regning dersom verdipapirene ikke umiddelbart kan kjøpes eller selges på markedsplassen. Egenhandel er mest vanlig når det gjelder obligasjoner.

På markedssiden har man i de senere årene sett vesentlige endringer med stadig større avhengighet de forskjellige markeder imellom. Det skjer en større integrasjon av valuta- og renteprodukter herunder derivater. De større investorene vil for å diversifisere risikoen i sine porteføljer også ha et større innslag av sikringsinstrumenter og utenlandske verdipapirer.

3.6.3 Strukturen i fondsmeglernæringen

Fondsmeglerforetakene har tradisjonelt vært delt inn i to grupper; bankers fondsmeglerforetak (herunder fondsavdelinger) og de øvrige fondsmeglerforetak. Historisk har det sistnevnte gjerne blitt omtalt som private fondsforetak. Før 1985 var de fleste fondsmeglerforetak fondsavdelinger i banker. Ved de mange bankfusjoner som fant sted på 1980-tallet, ble antallet fondsavdelinger redusert. Etter børskrakket i 1987 har dessuten flere distriktsbanker lagt ned sine fondsavdelinger. Rent organisatorisk ble det i perioden fra 1989 til 1994 også krevet at bankene skilte ut sine fondsavdelinger i egne selskaper. Pr. 30. september 1994 er det i alt 30 meglerforetak i Norge med tilsammen snaut 800 ansatte (mot 1100 ansatte i 1987). Av 30 fondsmeglerforetak er 16 bankers fondsavdelinger eller direkte eller indirekte vesentlig eid av bank. De øvrige 14 er for det vesentlige eid av eksterne investorer for eksempel forsikringsselskap eller industriselskap. Bare et fåtall er eid fullt ut av de ansatte. Det er imidlertid ikke uvanlig at de ansatte har en viss eierandel i foretaket.

Enkelte hovedtall for fondsmeglernæringen er samlet i tabell 3.13. Den viser at det i de seneste år har funnet sted en sentralisering mot Oslo. Høsten 1994 er det bare 6 fondsmeglerforetak som fortsatt er lokalisert utenfor Oslo-regionen. Ett i Stavanger (bankeid), to i Bergen (hvorav den ene er avdeling av et bankeid foretak), to i Trondheim (begge bankeid) og ett i Tromsø (banks fondsavdeling). I 1987 var det hele 22 fondsmeglerforetak utenfor Oslo. Imidlertid har de store bankene bygget opp et filialnett spredd over landet og endel av disse tilbyr å formidle verdipapirhandel til sine respektive fondsavdelinger i Oslo.

Tabell 3.13: Hovedtall for fondsmeglernæringen

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994+
ANTALL FORE-TAK	52	49	41	39	32	29	27	30
. private	28	28	24	27	20	18	16	16
. bankeid inkl. avd.ktr.	24	21	17	12	12	11	11	14
. utenfor Oslo, A/S og avd.ktr.	22	20	14	11	7	8	5	6
ANTALL ANSATTE	ca. 1100			800	740	670	734	ca.800

Tabell 3.13: Hovedtall for fondsmeglernæringen

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994+
Egenkapital, (mill. kr)				1300	1300	1200	1700	
Inntekter (mill. kr)	742,6	476,1	1065	1001	801	860	2053	905

1) Utgangen av august

Kilde: Kredittilsynet og Norsk Fondsmeglerforbund

Antall fondsmeglerforetak har gått kraftig ned siden 1987. Dette skyldes en kombinasjon av flere forhold, blant annet særlig svak markedsutvikling og rasjonalisering som følge av sterkere konkurranse innen bransjen. I 1987 var det 52 fondsmeglerforetak, mens det mot slutten av 1994 er 30 foretak. I 1993 var antallet 27. Dette var det laveste antall fondsmeglerforetak man har hatt de siste 30 år. Til utgangen av august 1994 ble det etablert fem nye foretak i Norge, mens to foretak fusjonerte med eksisterende foretak.

Fem av fondsmeglerforetakene i Norge er aksjeselskap eid av utenlandsk bank eller filial av utenlandsk bank. Med ett unntak er alle direkte eller indirekte stort sett eid av bank.

Sammenlignet med andre land er det i Norge et stort antall fondsmeglerforetak i forhold til omsetningsvolumet i verdipapirmarkedet. Verken i aksje- eller obligasjonsmarkedet er det fondsmeglerforetak som over tid har hatt mer enn 10 prosent av omsetningen i annenhåndsmarkedet. Dette er ikke situasjonen i Sverige og Danmark hvor et mindre antall fondsmeglerforetak har betydelige markedsandeler. Det er dermed ikke fåtallsdominans i noen av hovedmarkedene i Norge. Tvert imot har det vært hevdet at små og jevnstore fondsmeglerforetak har medført for mye, snarere enn for lite konkurranse. Det hevdes også at denne strukturen vil være lite hensiktsmessig med tiltakende konkurranse fra store utenlandske fondsmeglerforetak. Det er i denne sammenheng et poeng at norske fondsmeglerforetak er små i internasjonal sammenheng både målt etter antall ansatte (gjennomsnittlig 27) og etter egenkapitalens størrelse (47 mill. kroner).

3.6.4 Fondsmeglerforetakenes inntekter

Tabell 3.14 viser inntektene i fondsmeglerbransjen i årene 1992, 1993 og til utgangen av august i 1994 fordelt på de ulike virksomhetene.

Fondsmeglerforetakenes inntekter består i hovedsak av provisjoner. Provisjoner brukes her som fellesbetegnelse på kurtasje, nettohandel og andre former for provisjoner. Provisjon kan stort sett bare kreves hvis meglerforetakets arbeid resulterer i at en avtale kommer i stand. Det resultatløse arbeid betales ikke. Fondsmeglerforetakene har med andre ord en risiko for at det arbeid som utføres ikke fører frem; et prinsipp som omtales som «no cure, no pay».

Fondsmeglerforetakenes inntekter varierer med utviklingen i verdipapirmarkedet. I år med høy omsetning, og høy aktivitet i emisjonsmarkedet, vil fondsmeglerforetakenes inntekter være høye. Med stigende kurser har fondsmeglerforetak som har hatt egne posisjoner også fått inntekter i form av verdistigning på egen portefølje. I 1993 hadde fondsmeglerforetakene en samlet inntekt på ca. 2 mrd. kroner, nær det dobbelte av bransjens tidligere inntektsrekord. I 1994 vil inntektene falle betydelig tilbake blant annet som følge av lavere provisjonssatser, et noe lavere aktivitetsnivå i verdipapirmarkedet samt tap på egne posisjoner.

En kan ellers merke seg at i fondsmeglerforetakenes andre inntekter inngår blant annet inntekter fra konsulentoppdrag og rådgivning. Meglerforetakenes kostnader er ikke med i tabellen slik at det totale resultatet av virksomheten ikke framgår av tabell 3.14.

Tabell 3.14: *Inntekter i fondsmeglernæringen*

	1992	1993	1994*
Kurtasje aksjer:	380	817	594
Nettohandel aksjer:	26	53	37
Kurtasje obligasjoner	53	17	18
Nettohandel obligasjoner:	140	310	147
Kurtasje sertifikater:	0.4	0.5	1
Nettohandel sertifikater:	2	5	4
Tegnings-provisjoner:	76	204	98
Arrangements-provisjoner:	47	79	73
Arr. prov. obligasjoner:	23	26	15
Garantiprovisjoner:	0.8	10	8
Prov. låneformidling:	30	17	9
Andre inntekter:	111	208	207
Res. feilslutninger:	-13	-12	-14
Res. egenhandel aksjer:	-45	26	5
Res. egenhandel obligasjoner:	4	175	-3
Market-making aksjer:	-5	39	-11
Market-making obligasjoner:	26	79	-290
Res. agio valuta:	4	-1	7
Sum inntekter:	860.2	2.052.5	905

* (Til 31.8)

Kilde: Kredittilsynet

3.7 PERSPEKTIVER PÅ DEN FREMTIDIGE ORGANISERINGEN AV VERDIPAPIRMARKEDET

Fondsmegling i Norge har tradisjonelt omfattet både ren megling og handel. Dette er virksomheter som i andre land delvis har vært omfattet av ulike regulering. I Norge har det vært en klar utvikling i omsetningen i verdipapirer, spesielt obligasjoner, i retning av handel og market making. Det er grunn til å anta at denne utviklingen vil fortsette. Dette vil stille krav til økt kapitaldekning i fondsmeglernæringen.

I tråd med den internasjonale utvikling må man regne med at institusjonelle investorer, som fondsforvaltere og finansinstitusjoner, blir mer dominerende i verdipapirmarkedet. De er opptatt av å investere i papirer med høy likviditet. Utviklingen kan gå i retning av en todeling av markedet hvor handelsformene for de største

og likvide verdipapirene kan komme til å skille seg fra handelsformene for de mindre likvide verdipapirene.

Effekten de frie kapitalbevegelsene mellom land vil ha på verdipapirhandelen er sannsynligvis ikke uttømt. Investorene utvikler gradvis nye investeringsstrategier etter at mulighetene har åpnet seg. Det er en trend hos store investorer mot global risikospredning. Det er ikke lenger aktuelt bare med diversifisering mellom ulike bransjer og selskaper, eller nærliggende markeder, men diversifisering mellom ulike regioner i verden. Man har også sett at utlendinger har gått tungt inn i markeder i rask utvikling som for eksempel de nye industrilandene. I slike markeder er risikoen stor, men gevinstmulighetene er også store.

Globalt har informasjonsteknologien utviklet seg hurtig, men har hatt ulik betydning på de forskjellige børser. Internasjonalt har man så langt ikke fullt ut vært istand til å ta ut infrastrukturfordeler ved informasjonsteknologien gjennom samordning av handel og oppgjør. Langt mindre har man klart å knytte markeds plasser sammen over landegrensene. Derimot har de enkelte markeder kommet langt i å knytte analysesystemer og nyhetstjeneste opp mot handelssystemene.

Svært mange verdipapirmarkeder har tatt i bruk handelsteknikk som har ført til bortfall av «børsgulvene». Innenfor verdipapirmarkedet er også internasjonale nettverk brukt for å etablere markeder som er åpne 24 timer i døgnet, hvor hoveddelen av aktiviteten flytter seg «med solen».

KAPITTEL 4

Vilkår for å yte investeringstjenester**4.1 INNLEDNING**

I dette kapittelet behandles vilkårene for å kunne sette i gang virksomhet som fondsmeglerforetak (investeringsforetak), samt de løpende krav til kapitaldekning. Øvrige rammevilkår vil bli behandlet i "[Rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet](#)" i kapittel 5.

4.2 GJELDENDE RETT**4.2.1 Verdipapirhandelens definisjon av fondsmeglervirksomhet****4.2.1.1 Fondsmegling**

«Fondsmegling» er idag definert i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2 b) som «den virksomhet å opptre mot godtgjørelse som mellommann ved verdipapirhandel». Fondsmegling kan bare drives av fondsmeglerforetak, jfr. vphl. § 4 første ledd. Det eksisterer altså et forbud mot å utføre slike tjenester uten bevilling.

Begrepet «virksomhet» i § 2 bokstav b) innebærer at enkeltstående tilfelle av verdipapirmegling må holdes utenfor definisjonen av fondsmegling og således vil falle utenfor fondsmeglerforetakenes enerett i § 4. Det vises i denne forbindelse også til § 4 sjette ledd som innebærer at leilighetsvis medvirkning som mellommann ved verdipapirhandel i to nærmere angitte tilfeller ikke hindres av fondsmeglerforetakenes enerett. Det første tilfellet er i forbindelse med varetagelse av en annens øvrige økonomiske anliggende. Det andre tilfelle er når slik medvirkning skjer ved overdragelse av aksjer eller andeler i et selskap som er ment å være overdragelse – helt eller for en vesentlig del – av selskapets eiendeler eller den næring eller virksomhet selskapet driver.

I tillegg til virksomhetskravet er det et vilkår for å anse virksomheten som fondsmegling at den skjer mot godtgjørelse. Begrepet godtgjørelse omfatter alle former for vederlag som har økonomisk verdi. Den tradisjonelle form for godtgjørelse ved fondsmegling er kurtasje. Fortjeneste fra differansen mellom kjøps- og salgskurs (spread) benyttes imidlertid også. Idag gjelder dette ved stort sett all obligasjonshandel – såkalt nettohandel. Ved «market making», hvor handelen skjer fra egen portefølje, vil godtgjørelsen også komme fra differansen mellom kjøps- og salgskurs.

4.2.1.2 Verdipapirhandel

Begrepet «verdipapirhandel» er definert i § 2 bokstav a) som «kjøp eller salg, samt markedsføring eller tegning, for egen eller fremmed regning av verdipapirer». Loven av 1985 innebar på dette punkt en utvidelse av reglens anvendelsesområde i forhold til den tidligere midlertidige lov om fonds- og aksjemeglere av 1918 ved at vphl. også omfatter tegning og markedsføring.

Fondsmeglerforetak vil i kraft av å opptre som mellommenn normalt handle for fremmed regning. Verdipapirhandel for *egen* regning kan også skje for egen økonomisk risiko, men da bare etter reglene om egenhandel. Slik egenhandel er kun tillatt for foretakene i visse tilfeller, jfr. vphl. § 20 og tilknyttede forskrifter.

4.2.1.3 Verdipapir

Verdipapirbegrepet er definert i § 1. Legaldefinisjonen favner vidt. Hensikten med legaldefinisjonen er å sørge for at verdipapirer som egner seg for omsetning i organiserte markeder faller inn under lovens bestemmelser. Dette innebærer samtidig at fondsmeglere har enerett til å være mellommann ved slik omsetning, dersom det ikke er gjort unntak, jfr. "*Norske fondsmeglerforetak*" i pkt. 4.2.2.1 under. Oppregningen er ment å angi positivt de vanligste former for verdipapirer som er gjenstand for omsetning. Verdipapirer som faller inn under definisjonen er bl.a. norske og utenlandske obligasjoner og aksjer, andeler i verdipapirfond og tegningsretter med unntak av verdipapirer tilknyttet rettigheter til bolig eller annet areal i bebygget eiendom. Opsjoner og indeksopsjoner med obligasjoner, sertifikater og aksjer som underliggende instrumenter er omfattet av oppregningen i den grad de er beregnet på alminnelig omsetning. De opsjonsavtaler som faller utenfor blir betegnet som ad hoc-opsjoner. I tillegg til oppregningen i § 1 første ledd a) – f) gir § 1 to avgrensingsfullmakter til forvaltningen:

(1) Paragraf 1 første ledd bokstav g) gir departementet fullmakt til å bestemme at lovens regler skal gjelde for andre verdipapirtyper eller lignende fondsaktiver som er beregnet på alminnelig omsetning. Bestemmelsen gir mulighet for å la departementet bestemme at nye typer verdipapirer som benyttes i omsetningen kan fanges opp av regelverket. I medhold av denne bestemmelsen fastsatte Finansdepartementet 6. september 1988, i forbindelse med fastsettelse av forskrift om grunnfondsbevis i sparebanker, at grunnfondsbevis omfattes av begrepet verdipapir i verdipapirhandelloven § 1.

(2) Paragraf 1 annet ledd gir fullmakt til å bestemme at andre selskapsandeler skal omfattes av en eller flere av lovens bestemmelser. Det er med hjemmel i denne bestemmelsen fastsatt midlertidig forskrift 14. desember 1989 om at eierandeler i komandittselskaper delvis skal være underlagt verdipapirhandelloven. Omsetning av slike andeler er imidlertid etter forskriften ikke omfattet av fondsmeglerforetakenes enerett, og forstås for det meste av prosjektmeglerforetak. Aktiviteten i KS-markedet er sterkt redusert de siste årene.

Når det gjelder derivater, er det altså opsjoner beregnet på alminnelig omsetning og med verdipapirer som underliggende som vil omfattes av vphl. § 1. Derivatene knyttet til valuta og råvarer omfattes således ikke av vphl.

4.2.1.4 Mellommannsfunksjonen: økonomisk og rettslig avgrensning

Det sentrale ved definisjonen av fondsmegling er altså at det i *økonomisk forstand* dreier seg om en mellommannsvirksomhet. Det finner sted omsetning som en følge av at kjøpsoppdrag/salgsooppdrag er gitt til fondsmegleren som mellommann. Det er megleren som deltar i den organiserte omsetning over børs, eller ved å ta direkte kontakt med kjøpere og selgere. I forhold til sin oppdragsgiver skal megleren opptre som uavhengig og uten egeninteresse. Han skal heller ikke representere andre aktører i markedet. En rekke av verdipapirhandellovens bestemmelser har nettopp som formål å sikre at mellommannsfunksjon er uavhengig, og at interessekonflikter mellom megler og oppdragsgiveren unngås.

En stor del av fondsmeglerforetakenes omsetning av obligasjoner, opsjoner og terminer skjer ved såkalt market making. Ved market making stiller megleren forpliktende kjøps- og salgskurser og handler mot egen portefølje. Hittil har det i praksis kun vært meglerforetak og enkelte større banker som har drevet slik virksomhet. Det er imidlertid reist spørsmål om market making kan drives av bank utenfor fondsavdelingen og i den forbindelse anført at man ved market making riktignok står overfor verdipapirhandel, men ikke overfor fondsmegling fordi en market

maker ikke opptrer som mellommann i rettslig forstand. Kredittilsynet har lagt til grunn at market making må anses som fondsmegling. Finansdepartementet har i brev til Norges Bank datert 8. desember 1994 opplyst at departementet utfra en konkret vurdering finner at deltagelse (som market maker) i et primærhandlersystem Norges Bank planlegger, ikke er å anse som fondsmegling etter verdipapirhandelloven.

Det er uansett idag neppe praktisk å anse meglers rolle som kun en uavhengig mellommann i tradisjonell rettslig forstand. I de enkelte handler opptrer en market maker for egen regning, selv om han normalt rent økonomisk utfører en mellommannsfunksjon.

De fleste fondsmeglerforetak er forøvrig også registrert i Kredittilsynet som market makere i aksjer. I praksis har imidlertid market making i aksjer ikke utgjort noen vesentlig del av foretakenes omsetning. Bakgrunnen for dette antas bl.a. å være for svak likviditet i markedet og forbudet mot å drive short salg. I tillegg kommer at det ikke er etablert låneordninger for aksjer. Det vises i denne forbindelse til at aksjeselskaper etter gjeldende rett som hovedregel ikke kan eie egne aksjer.

Fondsmeglerforetakene driver også utstrakt grad av rådgivningsvirksomhet, men slike rådgivnings- og konsulenttjenester faller utenfor den rettslige definisjon av eneretten til å drive fondsmegling i vphl.

4.2.1.5 Vphl. § 2 Spesielle handelsdefinisjoner

Vphl. § 2 har enkelte særdefinisjoner av spesielle former for verdipapirhandel. Etter bokstav e) er opsjonshandel verdipapirhandel «som gjelder opsjoner eller indeksopsjoner», og etter bokstav i) er terminhandel «verdipapirhandel som gjelder terminer». Opsjoner og terminer er igjen definert som avtaler knyttet til rett til erverv av verdipapirer, jfr. § 2 f) og h). En opsjon er en avtale om rett til å kjøpe eller selge et antall verdipapirer til en fastsatt kurs innen eller på et bestemt tidspunkt. For denne retten betales en premie. En termin er en rett og en plikt til å kjøpe eller selge et verdipapir på et gitt fremtidig tidspunkt til en pris fastsatt på avtaletidspunktet. For de fleste standardiserte og børsomsatte terminkontrakter (futures) er det ikke vanlig at det skjer fysisk levering av de underliggende verdipapirer. I stedet blir kontraktene gjort opp ved kontantavregning. Således kan disse betraktes som rene differansehandler. Gevinst/tap blir beregnet på daglig basis. Ved standardiserte opsjoner skjer oppgjør i hovedsak ved levering av de underliggende verdipapirene. Handel med opsjoner og terminer er nærmere regulert i lovens *"Bakgrunnen for lovreformen"* i kap. 2a.

«Aktiv forvaltningsservice» defineres i § 2 bokstav j) som den virksomhet å motta til forvaltning verdipapirer eller andre midler fra en ubestemt kundekrets for å utføre verdipapirhandel for den enkelte kundes regning. Også denne tjeneste faller utenfor § 4, men kan kun ytes av fondsmeglere etter særskilt tillatelse etter § 59. Det har likevel blitt akseptert at livsforsikringsselskapene i henhold til forsikringsvirksomhetsloven § 7-1 har adgang til å forvalte pensjonskassers midler uten at det krever spesiell tillatelse. Utøvelsen av aktiv forvaltningsservice er undergitt særregulering i *"Rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet"* i kap. 5.

4.2.2 Foretak som kan drive fondsmeglervirksomhet i Norge

4.2.2.1 Norske fondsmeglerforetak

Det følger av vphl. § 4 første ledd at fondsmegling bare kan drives av «fondsmeglerforetak». Denne eneretten hindrer imidlertid ikke at handel av verdipapirer kan

skje direkte mellom to parter. Fondsmeglerens enerett representerer således ikke et absolutt omsetningsmonopol.

«Fondsmeglerforetak» er igjen definert som «aksjeselskap som driver fondsmegling eller banks fondsavdeling», jfr. § 2 bokstav c).

Det er gjort unntak fra eneretten i § 4 første ledd i forbindelse med emisjon av obligasjoner. Det følger av § 4 annet ledd at bank uten fondsavdeling kan medvirke som mellommann ved slik emisjoner. Bakgrunnen for unntaket har vært et ønske om å videreføre den etablerte praksis når det gjelder salg av statsobligasjoner. Det er også av hensyn til publikum ansett å være en fordel at emisjon av obligasjoner kan skje ved at salget kanaliseres gjennom bankenes filialnett.

Videre gjelder et særskilt unntak i forbindelse med omsetning av visse andre verdipapirer. Etter § 4 annet ledd kan Kongen tillate andre å medvirke som mellommann ved omsetning av verdipapirer som nevnt i § 1 a) (norske og utenlandske obligasjoner), jfr. c) (tegningsretter) og d) (rente- og utbyttekuponger) samt ved opsjonshandel og terminhandel. Det er i medhold av bestemmelsen fastsatt forskrift 27. oktober 1988 om adgang til å opptre som mellommann ved omsetning av sertifikater. Det følger av forskriftens § 1 at Kredittilsynet kan gi bank, finansieringsforetak og låneformidlerforetak tillatelse til å opptre som mellommann ved omsetning av sertifikater.

Finansdepartementet har i forbindelse med igangsetting av en forenklet tjeneste for omsetning av små verdipapirposter gjennom bank, antatt at § 4 første ledd ikke er til hinder for at en bank som opptre som fullmektig for et fondsmeglerforetak formidler kjøp fra eller salg til fondsmeglerforetaket mot godtgjørelse. Kredittilsynet har i rundskriv 25. mars 1993 utarbeidet retningslinjer for handel med små poster av verdipapirer. Det er utviklet en egen forenklet rutine i Verdipapirsentralen for denne form for handel, og kostnadene ved selve handelen innenfor dette systemet er lavere enn ved handel gjennom meglerforetak. Ordningen tar sikte på å legge forholdene til rette for omsetning av mindre poster til enkeltpersoner. Enkelte fondsmeglerforetak og banker har tatt tjenesten i bruk, slik at investorer idag kan kjøpe og selge småposter i en rekke banker.

De unntak som her er gjennomgått kan sies å være begrunnet i behovet for effektiv omsetning av visse verdipapirer, eller mindre poster av verdipapirer, til det investerende publikum.

4.2.2.2 Utenlandske kredittinstitusjoner

Verdipapirhandeloven § 4 er på bakgrunn av EØS-avtalen endret ved lov 20. desember 1993 og lov 24. juni 1994. Endringene trådte i kraft 1. januar 1994 og 1. juli 1994. Ved lovendringene er et nytt tredje, fjerde og femte ledd tilføyet bestemmelsen. Etter § 4 tredje ledd kan fondsmegling også drives av kredittinstitusjon, herunder filial av slik kredittinstitusjon etablert her i riket, som har hovedsete i EØS-stat.

Kredittinstitusjoners virksomhet er regulert i Rådskdirektiv 89/646 (Annet Bankdirektiv) og tillatelsen gitt i hjemlandet skal (som etter ISD) gjelde i alle EØS-land. Med blant annet hjemmel i vphl. § 4 femte ledd er det fastsatt forskrift 2. mai 1994 om virksomhet drevet av filial av banker og andre kredittinstitusjoner med hovedsete i annen stat innen det europeiske økonomiske samarbeidsområde, m.m. (Filialforskriften), og forskrift 7. juli 1994 om grenseoverskridende tjenesteyting forestått av utenlandske banker og andre kredittinstitusjoner med hovedsete i annen stat innenfor Det europeiske økonomiske samarbeidsområde m.m. Forskriftene angir hvilke av vphls bestemmelser som får anvendelse på disse foretakenes virk-

somhet når virksomheten drives henholdsvis gjennom filial eller som grenseoverskridende virksomhet.

4.2.2.3 Andre utenlandske foretak

Andre utenlandske foretak enn kredittinstitusjoner med hovedsete i annen EØS-stat kan gis adgang til å drive fondsmegling i Norge etter § 4 fjerde ledd. For foretak som ønsker å drive fondsmegling i annen EØS-stat, eksisterer det foreløpig ikke harmoniserte regler i og med at fristen for gjennomføringen av ISD er 1. januar 1996.

Forskrift om utenlandske investeringsforetaks adgang til å drive grenseoverskridende virksomhet i Norge er fastsatt av Finansdepartementet 27. september 1994. Finansdepartementet har lagt til grunn at retten for disse foretakene til å etablere virksomhet i Norge først vil tre i kraft ved utløpet av den overgangsperioden som etter EØS-avtalen gjelder for direkte investeringer, dvs. 1. januar 1995.

4.2.2.4 Opsjonshandlerforetak

Vphl. "[Bakgrunnen for lovreformen](#)" i kap. 2a ble tilføyet ved en lovendring 9. juni 1989 nr. 28 og regulerer organiseringen av opsjonshandelen. Etter § 11 a annet ledd skal offentlig kursnotering av handel med opsjoner ikke kunne forestås av andre enn norsk børs. Børs skal organisere systemene for handel med opsjoner, herunder registrere og fordele ordre. Videre inneholder paragrafen første og tredje ledd forskriftsfullmakter for Kongen til å gi nærmere regler. Ny forskrift for handel med opsjoner og terminer ble fastsatt av Finansdepartementet 8. desember 1994. Forskriften trer ikraft 1. januar 1995. Det følger av forskriftens § 2-1 at all handel med opsjoner og terminer skal foregå gjennom opsjonshandlerforetak. Slikt foretak kan enten være foretak som har tillatelse til å drive fondsmegling etter verdipapirhandelloven og forskrifter gitt i medhold av denne, eller foretak med særskilt tillatelse, jfr. § 2-2.

4.2.3 Vilkår for tillatelse til å drive fondsmegling etter verdipapirhandelloven

Lov om verdipapirhandel oppstiller nærmere krav til foretak som skal drive fondsmegling i Norge for såvidt gjelder foretakenes organisering, ledelse og kapitalforhold. Disse bestemmelsene er plassert i lovens "[Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet](#)" i kap. 3 del I og III.

4.2.3.1 Organisering

Loven stiller for det første visse krav til foretakets formelle organisering. Videre stilles også visse krav til den fysiske tilretteleggelse av virksomheten.

Norske fondsmeglerforetak må organiseres som *aksjeselskap*, jfr. § 14. Etter § 14 tredje ledd kan andre enn norske statsborgere ikke eie mer enn 10 pst. av aksjekapitalen. Den utenlandske eierandel kan etter samtykke fra Finansdepartementet økes til 25 pst. Etter bestemmelsens fjerde ledd regnes visse norske juridiske personer like med norske statsborgere. Dette gjelder bl.a. norske banker uavhengig av om disse er eiet av norske eller utenlandske aksjonærer. Begrensningene i utenlandske statsborgeres adgang til å eie aksjer i norske fondsmeglerforetak er foreslått opphevet i Ot.prp. nr. 17 (1994-95) om lov om endringer i finanslovgivningens regler om særskilte eierbegrensninger m.v.

Fondsmeglerforetak kan ikke uten tillatelse fra Finansdepartementet opprette *filial* eller *datterselskap* i utlandet, jfr. § 14 annet ledd. Det er pr. i dag gitt kun én tillatelse til opprettelse av datterselskap. Det har vært lagt vesentlig vekt på norske myndigheters mulighet for innsyn og kontroll ved avgjørelsen om slik tillatelse skal gis.

Når det spesielt gjelder *bankers fondsavdeling*, følger det av § 15 at fondsmegling kun kan drives dersom avdelingen har egen bevillingshaver og virksomheten holdes adskilt fra bankens øvrige virksomhet. Det følger videre av bestemmelsen at Kongen ved forskrift kan treffe vedtak om at fondsmeglervirksomheten skal organiseres i eget selskap. En slik forskrift av 2. juni 1989 ble opphevet ved kgl.res. 24. april 1994. Ved forskrift 2. mai 1994 om filial av banker og andre kredittinstitusjoner med hovedsete i EØS-stat ble også forskrift om bankers fondsmeglervirksomhet fastsatt av Finansdepartementet 24. januar 1990 opphevet. I påvente av implementeringen av ISD har Finansdepartementet lagt til grunn at Kredittilsynet må påse at bankene har de nødvendige interne retningslinjer for å sikre adskillelse av ulike former for virksomhet som drives i banken, herunder forhindre at det utveksles sensitiv informasjon. Kredittilsynet har gitt retningslinjer for organisering og interne rutiner for banker som driver fondsmeglervirksomhet i rundskriv 40/94.

Fondsmeglerforetak kan etter § 16 meddeles tillatelse til å opprette *avdelingskontor* dersom avdelingskontoret har egen bevillingshaver og det stilles særskilt sikkerhet. Det følger av § 16 første ledd annet pkt. at § 15 gjelder tilsvarende for et fondsmeglerforetaks avdelingskontor. Det er i dag kun ett fondsmeglerforetak som har opprettet avdelingskontor.

Når det gjelder de over omtalte bestemmelser om *utenlandske foretak* i § 4 tredje og fjerde ledd er det som nevnt i "[Andre utenlandske foretak](#)" i pkt. 4.2.2.3, jfr. "[Utenlandske kredittinstitusjoner](#)" i pkt. 4.2.2.2 fastsatt forskrift etter bestemmelsens femte ledd. Forskriften regulerer virksomhet som drives av banker og andre kredittinstitusjoner med hovedsete i EØS-stat, samt hvilke regler som kommer til anvendelse for slike foretaks virksomhet i Norge. Det følger av Filialforskriften av 2. mai 1994 § 12 at Kredittilsynet kan fastsette nærmere regler om hvordan en filials fondsmegling skal holdes adskilt fra filialens øvrige virksomhet. Forsåvidt gjelder *grenseoverskridende virksomhet* er lovens bestemmelser om organisering ikke gitt anvendelse på utenlandske kredittinstitusjoner. Det vil si at kravene til organisering følger av hjemlandets regler. Tilsvarende gjelder for investeringsforetak med hovedsete i annen EØS-stat, som driver grenseoverskridende virksomhet i Norge.

Norske fondsmeglerforetak som vil drive *aktiv forvaltningsservice* må ha særskilt bevilling til dette, jfr. § 59. I bevillingen kan det fastsettes slike vilkår for virksomheten som er ønskelige ut fra hensynet til kundene eller en ordnet verdipapirhandel. Departementet har fastsatt forskrifter om aktiv forvaltningsservice med hjemmel i § 61 annet ledd. I forskriftens § 2 fjerde ledd gis Kredittilsynet hjemmel til å stille krav om at virksomheten skal holdes adskilt fra fondsmeglerforetakets øvrige virksomhet. Kredittilsynet har stilt slike krav i de bevillingene som er gitt.

4.2.3.2 Godkjennelse av foretakets ledelse – Fondsmeglerbevilling

Det følger av § 14 at foretaket skal ha en faglig leder med personlig fondsmeglerbevilling. Paragraf 13 bestemmer at «fondsmeglerbevilling meddeles person som fyller vilkårene i § 12». Bevilling gis altså til en *fysisk person* og innebærer at det er denne person som innehar retten til å drive fondsmegling på vegne av et foretak.

For å kunne være bevillingshaver må vedkommende ha fondsmeglerbrev. Det følger av § 12 at fondsmeglerbrev gis til personer som har fondsmeglereksamen samt 3 års praksis med verdipapirhandel, derav minst to år i fondsmeglerforetak.

Departementet har med hjemmel i § 12 annet ledd gitt forskrift 19. august 1988 om fondsmeglereksamen. I tillegg til praksis og utdanning kreves at vedkommende er økonomisk vederheftig, har ført en hederlig vandel og har iaktatt god meglerskikk under sitt virke i verdipapirhandelen.

Bakgrunnen for bevillingshaversystemet er særlig behovet for å sikre den faglige standarden i foretaket. Ved å legge ansvaret til en person, har tanken vært at vedkommende skal ha et personlig ansvar for det faglige nivå.

Kredittilsynet har fått delegert myndigheten til å utstede fondsmeglerbrev. Det er meget sjelden at Kredittilsynet har funnet formelt å måtte avslå søknad fra personer som ønsker fondsmeglerbrev, og dermed bevilling til å drive fondsmeglerforetak, i medhold av vphl. § 12. Avslag har imidlertid i enkelte tilfelle blitt gitt med den begrunnelse at søkeren i sitt virke hadde overtrådt bestemmelsen i § 18 om god meglerskikk. Systemet med personlig bevillingshaver innebærer imidlertid at avslag eller tilbakekall av bevilling ikke nødvendigvis har avgjørende betydning for foretaket, som kan skaffe en annen bevillingshaver.

Kravet om faglig leder med fondsmeglerbevilling gjelder etter § 12, jfr. § 15, både for fondsmeglerforetak og bankers fondsavdeling. Kravet gjelder også for fondsmeglerforetaks avdelingskontor. Når det gjelder fondsmeglerforetak som driver aktiv forvaltningsservice, følger det av forskriften om aktiv forvaltningsservice § 3 at daglig leder skal ha fondsmeglerbevilling, men at dette kan være samme person som innehar bevillingen til å drive fondsmegling i foretaket.

Opsjonshandlerforetak med tillatelse etter forskrift 26. mai 1992 om handel med opsjoner og terminer § 15 tredje ledd må ha en daglig leder som godkjennes av Kredittilsynet. Det kreves ikke at vedkommende oppfyller vilkårene for fondsmeglerbevilling. Som nevnt er det fastsatt ny opsjonsforskrift som trer i kraft 1. januar 1995.

Verdipapirhandelloven "[Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet](#)" i kap. 3 del I er ikke gjort gjeldende for utenlandsk bank eller annen kredittinstitusjon med hovedsete i EØS-land som skal drive fondsmeglervirksomhet i Norge. Etter filialforskriften av 2. mai 1994 § 4 om etableringsmelding skal imidlertid vedkommende institusjon gjennom tilsynsmyndighetene i hjemlandet, opplyse Kredittilsynet om de kvalifikasjoner faglig leder av fondsmeglervirksomheten innehar, herunder vedkommendes kunnskap om norsk regelverk vedrørende verdipapirhandel. Etter forskrift om grenseoverskridende virksomhet av 7. juli 1994 § 4 om meldeplikt gis Kredittilsynet adgang til å kreve slike opplysninger.

4.2.3.3 Kapitalforhold

Foretak som skal drive fondsmegling må ha fullt innbetalt aksjekapital og være økonomisk vederheftige, jfr. vphl § 14 første ledd a). Det stilles ikke krav til aksjekapital utover minstekravet i aksjeloven. Kravet om økonomisk vederheftighet innebærer et krav om at verdien av selskapets eiendeler overstiger selskapets gjeld. Forskrift om egenhandel fastsetter maksimalgrenser for hvor stor beholdning foretaket kan ha i forhold til foretakets bokførte egenkapital. Foretakene må også stille sikkerhet for ansvar som pådras ved virksomheten, se "[Sikkerhetsstillelse](#)" i pkt. 4.2.3.4. under.

Egenkapitalen i norske fondsmeglerforetak varierer i dag fra ca. 7 mill. kroner til ca. 250 mill. kroner. Norges Fondsmeglerforbund har satt krav om 5 mill. kroner i egenkapital som betingelse for medlemskap i forbundet.

4.2.3.4 Sikkerhetsstillelse

Fondsmeglerforetak har etter vphl § 30 plikt til å stille sikkerhet for det ansvar foretaket pådrar seg ved utøvelsen av sin virksomhet. Med hjemmel i § 30 første ledd annet pkt. fastsatte Finansdepartementet 3. oktober 1986 forskrift om fondsmeglerforetaks plikt til å stille sikkerhet.

Forskriftens § 1 har en omtale av hva slags ansvar sikkerheten skal dekke. Sikkerheten angis å skulle hefte for det ansvar foretaket pådrar seg ved kjøp eller salg, markedsføring eller tegning av verdipapirer for egen eller fremmed regning. Sikkerheten skal stilles til gunst for foretakets klienter. Et fondsmeglerforetak kan på flere grunnlag bli økonomisk ansvarlig overfor sine klienter herunder andre fondsmeglerforetak. Foretaket hefter for det første for utførelsen av oppdraget og for riktig oppfyllelse av de avtaler som inngås. Foretaket vil også kunne pådra seg erstatningsansvar overfor sine klienter på annet grunnlag.

Sikkerheten skal til enhver tid utgjøre et beløp på minst 50 millioner kroner, jfr. forskriftens § 1 annet ledd. Kravet gjelder også for avdelingskontorer. Beløpet er fastsatt med sikte på å kunne gi dekning for tap innenfor påregnelige rammer. Med unntak av krav til tilleggsikkerhet for de områder som omtales nedenfor, stilles etter gjeldende rett det samme krav til sikkerhetens størrelse uavhengig av hvilket omfang det enkelte foretaks virksomhet har.

For nyetablerte eller mindre foretak kan det etter søknad fastsettes lavere krav til sikkerhetsstillelse. Slike foretak vil imidlertid ikke kunne være opsjonshandlerforetak, drive egenhandel eller gis bevilling til å drive aktiv forvaltningsservice. I dag har ingen foretak slik dispensasjon.

Sikkerheten kan etter forskriften stilles i form av en garanti fra forsikringselskap eller bank, ved bankinnskudd, eller ved å deponere norske stats- eller statsgaranterte obligasjoner tilsvarende 50 mill. kroner. Fondsmeglerforetak med unntak av bankene stiller i dag sikkerhet i form av garanti. Banker som driver fondsmegling stiller sikkerhet ved deponering av statsobligasjoner.

Sikkerheten skal stilles for fondsmeglervirksomheten og virksomhet som har rimelig sammenheng med denne. Avgrensningen av området for sikkerhetskravet må imidlertid sees i sammenheng med særlige krav til sikkerhet som er inntatt andre steder i regelverket.

For opsjonshandelforetak følger det av forskrift 8. desember 1994 om handel med opsjoner og terminer § 2-2 (3) at sikkerheten for disse foretak til enhver tid skal utgjøre minst 15 mill. kr. Kravet gjelder ikke opsjonshandlerforetak som utelukkende driver markedet maker virksomhet etter forskriftens § 2-4. Fondsmeglerforetak som har særskilt bevilling til å drive aktiv forvaltningsservice må stille en egen sikkerhet for det ansvar som pådras ved slik virksomhet. Det er i forskrift om aktiv forvaltningsservice § 7 fastsatt at foretaket skal stille sikkerhet som minst skal utgjøre 5 mill. kr. Fondsmeglerforetak som driver låne- og garantiformidling etter reglene i finansinstitusjonsloven og i et visst omfang, må stille sikkerhet på 25 mill. kroner. Disse sikkerhetskrav kommer i tillegg til den ordinære fondsmeglergarantien på 50 mill. kr.

Sikkerhetsstillelse er et absolutt vilkår for utøvelse av fondsmegling. Foretak kan ikke igangsette virksomhet før sikkerhet er stillet, og virksomheten må opphøre dersom sikkerhetsstillelsen ikke løpende holdes ved like. §§ 30-33 inneholder også regler om fremgangsmåten når det blir spørsmål om å kreve dekning etter den sikkerhet som er stilt. Hovedprinsippet er at en kunde kan kreve dekning for krav som er bindende avgjort ved skriftlig begjæring til Kredittilsynet. Dersom foretaket innen en frist fastsatt av Kredittilsynet ikke godtgjør at det har dekket kravene eller at disse på annen måte er bortfalt, overføres sikkerheten til skifteretten som ordner oppgjør (og eventuell forholdsmessig utlodning).

Når det gjelder utenlandske kredittinstitusjoner med hovedsete i annen EØS-stat er "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kap. 3 del III om sikkerhetsstillelse gitt tilsvarende anvendelse for slike foretak, jfr. filialforskriften § 6 og forskrift om grenseoverskridende virksomhet § 5. Tilsvarende gjelder for utenlandske investeringsforetak som driver grenseoverskridende virksomhet i Norge, jfr. forskrift 27. september 1994 § 6.

4.2.4 Fondsmegleroppgjøret i Norges Bank

Norges Bank organiserer oppgjøret ved handler mellom fondsmeglerforetakene. Fondsmegleroppgjøret i Norges Bank sikrer levering mot betaling i penge- og verdipapiroppgjøret mellom fondsmeglerforetakene.

For å kunne delta i fondsmegleroppgjøret må hvert enkelt fondsmeglerforetak inngå en oppgjørsavtale med Norges Bank. Avtalene omfatter avregning av transaksjoner i VPS-registrerte verdipapirer med unntak av opsjoner. Separat oppgjørsavtale kan inngås for opsjoner og futures som cleares av Norsk Opsjonsentral AS. Det følger av oppgjørsavtalene at hvert enkelt fondsmeglerforetak overfor Norges Bank må stille en skriftlig, ubetinget og ugjenkallelig garanti (bunngaranti), eventuelt kombinert med en tilleggsgaranti. Bunngarantiens størrelse varierer avhengig av meglerforetakets gjennomsnittlige omsetning pr. dag.

I tilfeller der fondsmeglerforetakets debetsaldo er større enn summen av bunngarantien og de registrerte tilleggsgarantier, eller de stille garantier ikke lenger anses tilfredsstillende, inntreer en såkalt «gult lys»-situasjon. Fondsmeglerforetaket må da gjøre opp for debetsaldoen (eller stille sikkerhet for overtrekket) innen kl. 09.30 på oppgjørsdag. Megleroppgjøret blir holdt tilbake til kl. 10.30. Dersom nødvendige sikkerheter ikke er stillet innen dette tidspunkt, inntreer en såkalt «rødt lys»-situasjon. Megleroppgjøret vil da stanses. Foretakets handler med oppgjør den aktuelle dag vil bli reversert i et slikt omfang at man kommer innenfor foreliggende sikkerhet.

4.3 EØS-REGELVERKET

4.3.1 Generelt om adgangen til å yte investeringstjenester innen EØS

EØS-avtalen legger til rette for at det for statsborgere i en av EØS-statene ikke skal være noen restriksjoner på adgangen til å yte tjenester innen avtalepartenes territorium, jfr. EØS-avtalens art. 36. I avtalens art. 4 er videre fastsatt at enhver forskjellsbehandling på bakgrunn av nasjonalitet skal være forbudt innen avtalens virkeområde, med forbehold for de særbestemmelser avtalen selv gir. Prinsippet om fri tjenesteyting antas imidlertid ikke å være til hinder for at det gis nasjonale regler for å ivareta allmenne hensyn, herunder for eksempel hensynet til investorbeskyttelse. På den annen side må slike reguleringer gjelde for alle aktører i vedkommende lokale marked.

Adgangen til å yte investerings-/fondsmeglertjenester er nærmere regulert i direktivene om kredittinstitusjoner og investeringsforetak. For *kredittinstitusjoner* er det gitt regler om adgangen til å etablere virksomhet i EØS-land i Rådskdirektiv 77/780 om samordning av lover og forskrifter om adgang til å starte og utøve virksomhet som kredittinstitusjon (Første Bankdirektiv), og Rådskdirektiv 89/646 om samordning av lover og forskrifter om adgang til å starte og utøve virksomhet som kredittinstitusjon og om endring av direktiv 77/780 (Annet Bankdirektiv). Det følger av disse direktivene at kredittinstitusjoner som er etablert og har tillatelse fra myndighetene i en EØS-stat, kan yte finansielle tjenester innen hele EØS-området.

Dette kan skje direkte i form av grenseoverskridende tjenesteyting, eller gjennom etablering av filial.

ISD retter seg som tidligere nevnt spesielt mot *investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjoner* og gir disse samme adgang til å opprette filialer og yte tjenester på tvers av landegrensene som de institusjoner som omfattes av Første og Annet Bankdirektiv. I tillegg gir ISD både kredittinstitusjoner og andre investeringsforetak rett til adgang til de regulerte markeder i EØS-statene.

ISD inneholder bl.a. krav til tilsynsregler samt regler for god forretningsskikk. Enkelte av bestemmelsene er etter art. 2 gitt anvendelse for kredittinstitusjoner som etter bankdirektivene er gitt tillatelse til å utøve en eller flere av de investeringstjenester som er nevnt i del A i vedlegget til ISD.

Direktivet skal i henhold til tilleggssavtalen til EØS-avtalen av 21. mars 1994 vedtas i norsk rett senest innen 1. juli 1995 og settes i kraft innen 31. desember 1995.

4.3.2 Nærmere om definisjonen av investeringstjenester og adgangen til å tilby slike

4.3.2.1 Investeringsjeneste

I ISD art. 1 er investeringstjeneste definert som «enhver tjeneste som er oppført i del A i vedlegget i forbindelse med et av de instrumenter som er angitt i del B i vedlegget, når en slik tjeneste ytes overfor tredjemann». Del A i vedlegget omfatter både mottak og formidling av ordre på vegne av investorer, utførelse av slike ordre for andres regning, omsetning av verdipapirer for egen regning, porteføljeforvaltning, deltakelse i fulltegningsgarantier, samt plassering av emisjoner. Instrumenter som er angitt i del B i vedlegget er omsettelige verdipapirer, verdipapirfondandeler, pengemarkedsinstrumenter, finansielle terminkontrakter, fremtidige renteavtaler (FRA), diverse swaper og diverse opsjoner. I tillegg til de tjenester som er definert som investeringstjenester, kan investeringsforetak yte tilknyttede tjenester som nevnt i direktivets vedlegg del C.

En liste over den virksomhet kredittinstitusjoner kan drive etter reglene om gjensidig anerkjennelse fremgår av vedlegg til Annet Bankdirektiv. Beskrivelsen av den virksomhet som kan anses som investeringstjenester etter gjeldende direktiv er ikke likelydende med ISDs definisjon. Det må imidlertid antas at nyanser i formuleringene ikke innebærer realitetsforskjeller, og at kredittinstitusjoner kan yte tilsvarende tjenester som investeringsforetak kan etter ISD.

4.3.2.2 Foretak som kan tilby investeringstjenester

Investeringsforetak er i ISD definert som «enhver juridisk person som til vanlig utøver et yrke eller en virksomhet som består i å yte en investeringstjeneste overfor tredjemann på forretningsmessig basis». Det følger av art. 1 nr. 2 at medlemsstatene kan la begrepet investeringsforetak omfatte foretak som ikke er juridiske personer, når de regler som gjelder for dem gir tredjemanns interesser like godt vern som det som gis av investeringsforetak som er juridiske personer, og de er underlagt tilsvarende tilsyn tilpasset deres juridiske form.

Den nærmere avgrensning av den virksomhet og de foretak som omfattes av direktivet følger av art. 2. Direktivet skal bla. ikke omfatte foretak som yter en investeringstjeneste bare overfor sitt hovedforetak, sine datterforetak eller et av sitt hovedforetaks andre datterforetak, jfr. art. 2 punkt 2 b). Direktivet gjelder heller ikke foretak hvis investeringstjenester kun består i å forvalte en ordning for arbeidstakeres eierandeler, jfr. art. 2 punkt 2 d) eller foretak som yter begge de nevnte tj-

nester. Det vil derfor etter ISD være opp til hver enkelt medlemsstat å vurdere om det bør stilles konsesjonskrav for å drive den nevnte type virksomhet.

Som kredittinstitusjon regnes foretak hvis virksomhet består i å motta innskudd og andre tilbakebetalingspliktige midler fra allmennheten og å yte lån for egen regning, jfr. Første Bankdirektiv art. 1. Den nærmere avgrensning av direktivets anvendelsesområde fremgår av art. 2. Kredittinstitusjoners adgang til å drive virksomhet som kredittinstitusjon, herunder yte investeringstjenester, fremgår av Annet Bankdirektiv art. 18 flg.

4.3.3 Vilkår for å tilby investeringstjenester

4.3.3.1 Hjemstatsregulering

Nærmere regler om innholdet av søknader om tillatelse og myndighetenes behandling av søknader er gitt i ISD Avdeling II. Under behandles kun de viktigste hovedpunkter.

De generelle vilkårene for å drive virksomhet som kredittinstitusjon følger av Første og Annet Bankdirektiv. Anvendelsen av disse reglene i Norge anses å ligge utenfor utvalgets mandat. De nevnte direktiver vil derfor i begrenset grad bli omtalt i det følgende. Enkelte regler i ISD er imidlertid som nevnt gjort gjeldende for kredittinstitusjoner, og disse vil bli omtalt under. Det vil dessuten bli markert i hvilken utstrekning det er ulikheter mellom de krav som stilles iht. ISD og de krav som stilles i medhold av bankdirektivene.

Det følger av ISD at hver medlemsstat skal sørge for at de investeringsforetak det er hjemstat for skal ha adgang til å yte investeringstjenester bare dersom de har fått tillatelse på vilkår som fastsatt i art. 3. Tillatelsen kan omfatte en eller flere av de tjenester som nevnt i Vedlegget til ISD del A. Tillatelsen kan dessuten omfatte en eller flere av de tilknyttede tjenester som er nevnt i vedleggets del C. Utvalget har forstått reglene slik at tillatelse til å utøve tjenester som nevnt i del C, kan gis uavhengig av om foretaket forøvrig har tillatelse til å yte alle eller bare enkelte av tjenestene som nevnt i del A. Dette skyldes at tjenestene som nevnt i del C ikke er definert som investeringstjenester og derfor i utgangspunktet ikke er underlagt direktivets krav til tillatelse. Art. 3 fastslår uttrykkelig at det ikke kan gis tillatelse etter direktivet til *kun* å yte tjenester som nevnt i del C. Utvalget legger derfor til grunn at det vil være opp til hjemstatsmyndighetene i hvilken grad adgangen til kun å yte slike tjenester skal være gjenstand for særskilt regulering. Foretak som kun driver den type virksomhet som oppfattes av del C, vil ikke inneha de rettigheter som følger av ISD mht. etableringsadgang og tjenesteyting i andre EØS-stater.

ISD stiller ikke særskilte krav til selskapsorganisering, men tillatelse skal være avhengig av at investeringsforetak som er juridiske personer og som etter sin nasjonale lovgivning har et forretningskontor, skal ha hovedkontor og forretningskontor i samme medlemsstat. Andre foretak skal ha hovedkontor i den medlemsstat som har gitt tillatelsen og hvor de faktisk utøver sin virksomhet.

Det skal videre settes som vilkår for tillatelse at investeringsforetaket har tilstrekkelig startkapital i henhold til reglene i Rådsdirektiv 93/6 om investeringsforetaks og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad (CAD). Kapitalkravene er nærmere omtalt under "[Nærmere om kapitalkrav](#)" i pkt. 4.3.4 nedenfor. For kredittinstitusjoner er det i tillegg fastsatt felles normer for kontroll og tilsyn med kredittrisiko i Rådsdirektiv 89/647 om kredittinstitusjoners kapitaldekning. Gjennom bestemmelser i CAD er dette direktivet også gjort gjeldende for investeringsforetak. Det foreligger forøvrig også et forslag til rådsdirektiv om kompensasjonsordninger for investorer (COM 93/381). Det er her foreslått at investeringsforetak og kreditt-

institusjoner skal ha plikt til å delta i en garantiordning som dekker foretakets forpliktelser overfor investorene innenfor visse beløpsgrenser.

ISD art. 3 stiller videre faglige krav. For det første kreves at de som faktisk leder virksomheten oppfyller de nødvendige krav til godandel og erfaring. Det er ikke gitt noen nærmere retningslinjer for tolkningen av «godandel og erfaring». Det antas derfor at det er opp til hjemlandets myndigheter å fastsette eventuelle utfyllende retningslinjer.

I art. 3 nr. 3 annet ledd fremgår det at retningslinjene for foretakets virksomhet skal fastlegges av minst 2 personer som oppfyller kravene til godandel og erfaring. Vedkommende kontrollmyndighet i hjemstaten kan imidlertid også gi tillatelse til investeringsforetak som er fysiske personer; eller som på grunn av virksomhetens art og omfang er juridiske personer og som i samsvar med sine vedtekter og nasjonale lover ledes av en enkelt fysisk person, når en egnet ordning sikrer et tilsvarende resultat, særlig mht. art. 1 nr. 2 tredje ledd siste strekpunkt. Det følger av den sistnevnte bestemmelse at når et foretak har bare en eier, har vedkommende plikt til å sørge for at investorene er vernet dersom foretakets virksomhet opphører fordi eieren dør eller blir arbeidsudyktig eller som følge av andre lignende forhold. Tilsvarende bestemmelser for de som faktisk leder virksomheten i kredittinstitusjoner fremgår av Første Bankdirektiv art. 3 nr. 2.

Ved innsendelse av søknaden skal det fremlegges en driftsplan der det særskilt skal angis hvilken type virksomhet som er planlagt og hvordan foretaket skal være organisert, jfr. art. 3 nr. 4. I forbindelse med søknaden skal det også opplyses om identiteten til aksjeeiere eller deltakere som direkte eller indirekte har en kvalifisert eierandel i foretaket, jfr. art. 4. Som kvalifisert eierandel regnes andel som representerer minst 10% av kapitalen eller stemmerettighetene, eller som gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av foretaket, jfr. art. 1 nr. 10. Ved anvendelsen av bestemmelsen skal det tas hensyn til stemmerettigheter som omhandlet i Rådsdirektiv 88/627 art. 7 (meldeplikt og konsolidering). Myndighetene skal for å sikre en god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket, nekte tillatelse dersom de ikke er overbevist om at de nevnte eiere eller deltakere er egnet.

For å sikre egnede eiere/deltakere også *etter* at foretaket er gitt tillatelse, er det gitt regler om meldeplikt ved avhendelse og erverv av større eierandeler. Det er fastsatt at enhver person som har til hensikt direkte eller indirekte å erverve en kvalifisert eierandel i et investeringsforetak, på forhånd skal underrette vedkommende myndigheter om dette og opplyse om eierandelens størrelse, jfr. ISD art. 9. Økning av kvalifiserte eierandeler skal på samme måte meldes til myndighetene dersom andelen når opp til eller overstiger 20, 33 eller 50%, eller økningen medfører at investeringsforetaket blir vedkommendes datterselskap. Tilsvarende skal gjelde for enhver som ved avhendelse reduserer en kvalifisert eierandel i henhold til de samme grensene. Slik meldeplikt påhviler også foretakene. Foretakene skal også årlig gi melding om eierstatus. Myndighetene kan motsette seg et eierskifte etter å ha vurdert de samme kriterier som vurderes ved etablering av foretaket. Tilsvarende regler om eierskifte i kredittinstitusjoner er gitt i Annet Bankdirektiv art. 11.

Det er tillagt hjemstatens myndigheter å utarbeide nærmere tilsynsregler for investeringsforetakene, jf. ISD art. 10. Reglene omfatter både investeringsforetak og kredittinstitusjoner og skal særlig inneholde krav om at institusjonene:

- har gode administrasjons- og regnskapsrutiner, kontroll- og sikkerhetsordninger på edb-området, samt tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som bla. omfatter regler for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ansatte,
- treffer tilfredsstillende tiltak med hensyn til de verdipapirer som tilhører investor, med sikte på å verne deres eiendomsrett, særlig dersom foretaket blir insolvent, og for å forhindre at investeringsforetaket benytter investorenes verdipa-

- pirer for egen regning, med mindre investorene uttrykkelig har gitt sitt samtykke til dette,
- treffer tilfredsstillende tiltak med hensyn til de midler som tilhører investorene, med sikte på å verne deres rettigheter og for å forhindre at investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjoner benytter investorenes midler for egen regning,
 - sørger for at det blir ført en liste over utførte transaksjoner som skal være minst så fyldestgjørende at hjemstatens myndigheter kan kontrollere om de tilsynsregler hvis anvendelse de har ansvar for, er overholdt; slike lister skal oppbevares i det tidsrom vedkommende myndigheter fastsetter,
 - 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. Ved opprettelse av en filial kan likevel organisasjonsmåten ikke være i strid med de regler for god forretningsskikk som vertsstaten har fastsatt med hensyn til interessekonflikter.

Bestemmelsene om foretaks organisering skal ha som formål å begrense risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom. Slike regler skal i medhold av ISD også utarbeides for kredittinstitusjoner som yter investeringstjenester, jfr. art. 2 nr. 1. Det må anses å være en forutsetning for tillatelse til å yte investeringstjenester at foretakene overholder disse regler.

4.3.3.2 Gjensidig anerkjennelse

Tillatelse fra en medlemsstat skal gi adgang til å utføre investeringstjenester i andre medlemsstater, enten ved at det opprettes en filial eller ved at det ytes tjenester, jfr. art. 14. Bestemmelsene i ISD er ikke til hinder for at et foretak som er gitt tillatelse i en annen medlemsstat kan reklamere for sine tjenester gjennom alle kommunikasjonsmidler som er til rådighet i vertsstaten. Det forutsettes at regler om reklamens form og innhold, som er vedtatt av vertsstaten av hensyn til allmennhetens interesser, overholdes, jfr. art. 13.

Medlemsstatene må sørge for at det ikke finnes noen hindring for at virksomhet som kommer inn under bestemmelsene om gjensidig anerkjennelse kan utøves på samme måte som i hjemstaten, forutsatt at den ikke er i strid med gjeldende lover og forskrifter som skal verne allmennhetens interesser i vertsstaten. Medlemsstatene kan således bl.a. ikke gjøre opprettelse av filial eller ytelse av grenseoverskridende tjenester betinget av krav om tillatelse eller kapitalkrav eller andre tiltak med tilsvarende virkning. Medlemsstatene kan likevel stille ytterligere krav til kapital i forbindelse med forhold som ikke omfattes av CAD, jfr. ISD art. 15 nr. 2. Utvalget legger til grunn at det i påvente av en harmonisering av regler om kompensasjonsordninger for investorer, ikke vil være noe til hinder for å stille krav til sikkerhetsstillelse/erstatningsordninger.

Det er som nevnt gitt nærmere regler om innholdet av en søknad om å tilby investeringstjenester og om myndighetenes behandling av søknader. Slike regler gjelder bl.a. for foretak som ønsker å yte tjenester i andre EØS-stater enn hjemstaten. De skal gi hjemstatens myndigheter melding om dette. Hjemstatens myndigheter skal oversende meldingen til vertslandet, som så snart den har mottatt meldingen skal opplyse foretaket om hvilke regler av hensyn til allmennhetens interesser som gjelder i vertsstaten, jfr. art. 17 og 18.

Medlemsstatene kan ikke gi filialer av investeringsforetak med forretningskontor utenfor Fellesskapet gunstigere behandling enn den som gis filialer av investeringsforetak med forretningskontor i en medlemsstat, jfr. art. 5. Denne regelen gjel-

der både for foretak som ønsker å starte virksomhet og foretak som allerede utøver slik virksomhet.

4.3.4 Nærmere om kapitalkrav

Rådsdirektiv 93/6 om investeringsforetaks og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad (CAD) skal i henhold til tilleggsavtale til EØS-avtalen datert 21. mars 1994 vedtas og settes i kraft i norsk rett innen 31. desember 1995.

CAD skal sørge for den nødvendige samordning når det gjelder definisjonen av investeringsforetaks ansvarlige kapital, fastsettelse av startkapitalens størrelse, og fastsettelse av rammen for tilsyn med den risiko investeringsforetakene påtar seg. En slik samordning er blant forutsetningene for den harmonisering som er nødvendig for å sikre gjensidig anerkjennelse innenfor rammen av det indre finansmarked. Kapitalkrav bidrar til å sikre institusjonenes virksomhet og til å verne investorene. Kapitaldekningskrav sikrer i videre forstand også den finansielle stabilitet og tillit til institusjonenes funksjonsdyktighet.

CAD omfatter i hovedsak både investeringsforetak og kredittinstitusjoner. Det har vært et selvstendig mål å sikre lik behandling av investeringsforetak og kredittinstitusjoner da disse foretak er i direkte konkurranse med hverandre i finansmarkedene. Direktivet er således et ledd i samordningen av reglene for disse institusjonene.

For kredittinstitusjoner er det i Rdir. 89/647 om kredittinstitusjoners kapitaldekning fastsatt felles normer for kontroll og tilsyn med den *kredittrisiko* de påtar seg. Gjennom bestemmelser i CAD er dette direktivet gitt anvendelse for investeringsforetak. CAD fastsetter også felles normer for den *markedsrisiko* kredittinstitusjoner og investeringsforetak påtar seg. Dette gjelder først og fremst posisjonsrisiko, oppgjørs- og motpartsrisiko og valutarisiko.

Konsernbasert tilsyn med kredittinstitusjoner reguleres av Rdir. 92/30 og er gjennom bestemmelser i CAD gjort gjeldende også for investeringsforetak. Dette innebærer at rapportering, kontroll, samt beregning av kapitalbasen og kapitalkravene skal skje på konsolidert basis. Videre følger det av CAD art. 5 at Rdir. 91/121 om tilsyn og kontroll med kredittinstitusjoners store engasjementer også skal gjøres gjeldende for investeringsforetak.

Det er i CAD også gitt regler om rapporteringsplikt til myndighetene.

4.3.4.1 Minste startkapital

CADs krav til minste startkapital er gjort avhengig av det omfang av tjenester investeringsforetaket yter. Kravene gjelder ikke kredittinstitusjoner. Krav til minste startkapital for kredittinstitusjoner følger av Annet Bankdirektiv art. 4.

Foretak som forvalter kunders penger og/eller verdipapirer og som formidler eller utfører ordre i forbindelse med finansielle instrumenter skal ifølge direktivets art. 3 nr. 1 ha en startkapital på 125.000 ECU (dvs. ca. 1.050.000 NOK). Disse foretakene kan som hovedregel ikke *handle* for egen regning eller delta som fulltegningsgarantister ved emisjoner. Samme krav til startkapital gjelder for foretak som kan tilby forvaltning av individuelle investeringsporteføljer. For foretak som hverken har tillatelse til å forvalte kunders penger eller verdipapirer, eller til å handle for egen regning eller stille fulltegningsgarantier, kan medlemsstatene redusere kravet til 50.000 ECU (ca. 420.000 NOK), jfr. art. 3 nr. 2.

Andre investeringsforetak enn de som er nevnt ovenfor, skal ifølge CAD art. 3 nr. 3 ha en startkapital på 730.000 ECU (ca. 5.840.000 NOK). Dette startkapitalkrav

er det mest aktuelle for de investeringsforetak som idag driver som fondsmeglere i Norge.

For investeringsforetak som er i drift ved direktivets ikrafttredelse, kan fortsatt drift godkjennes selv om de har mindre ansvarlig kapital enn det som er beskrevet ovenfor, jfr. overgangsregler i CAD art. 3 nr. 5.

Medlemsstatene kan stille strengere krav enn de som fremgår av direktivet overfor foretak som har sin tillatelse fra vedkommende stat.

4.3.4.2 Kapitaldekningskrav

Startkapitalkravene er ikke de mest sentrale i et mer dynamisk perspektiv. Det er derimot kapitaldekningskravene som skal sikre at risikoen ved den løpende virksomhet står i rimelig forhold til den kapital som står bak den. Hjemlandets myndigheter skal i medhold av CAD art. 4 kreve at foretak som yter investeringstjenester, herunder kredittinstitusjoner, har en ansvarlig kapital som til enhver tid er like stor eller større enn summen av nærmere angitte komponenter. Kapitalkravene for posisjonsrisiko (generell og spesifikk risiko), og oppgjørs- og motpartsrisiko beregnes utfra det enkelte foretaks handelsportefølje. Det skal også stilles kapitalkrav for (eventuelle) overskridelser av grensene for største engasjement med enkeltkunde dersom overskridelsene utelukkende skyldes posisjoner i handelsporteføljen, og såfremt myndighetene vil tillate slike overskridelser. Dette innebærer at det er aktiviteten i foretaket selv som bestemmer hvilken kapitaldekning som til enhver tid kreves.

CAD art.2 nr. 6 beskriver hvilke elementer som inngår i foretakets handelsportefølje. Noe forenklet kan man si at i handelsporteføljen inngår alle posisjoner i instrumenter som institusjonen har i sin portefølje og som ikke er av langsiktig karakter, samt uoppgjorte transaksjoner knyttet til verdipapirkjøp/salg. Det som ikke omfattes av en banks handelsportefølje vil omfattes av kapitalkrav etter Rdir 89/647 om kredittinstitusjoners kapitaldekning. Også den delen av investeringsforetaks (som ikke er kredittinstitusjon) virksomhet som ikke inngår i handelsporteføljen (langsiktige eiendeler) vil omfattes av kapitaldekningkravene etter dette direktivet, jfr. CAD art. 4 nr 1 iii). Det skal også svares kapitalkrav for risiko som hverken faller inn under kapitaldekningsdirektivet eller under Rdir. 89/647, men som er av samme type som den risiko som dekkes av disse direktivene. Kapitaldekningskrav for valutarisiko skal beregnes på bakgrunn av foretakets samlede virksomhet.

Uavhengig av størrelsen på kapitalkravene som nevnt, skal foretakenes ansvarlige kapital aldri være lavere enn en fjerdedel av det foregående års faste kostnader, jfr. Vedlegg IV til CAD.

4.3.4.2.1 Posisjonsrisiko

Kapitalkravet for postene i handelsporteføljen skal dekke den såkalte markedsrisikoen. Markedsrisiko kan defineres som risiko for tap på posisjoner i og utenfor balansen som følge av endringer i markedspriser – herunder renter, valutakurser og egenkapitalverdier.

Beregningen av kapitalkrav for posisjonsrisiko for både egenkapital og gjeldsinstrumenter bygger på det såkalte «byggeklossprinsippet». Dette prinsippet forutsetter en totrinnsberegning, hvor det først beregnes et separat kapitalkrav for den *spesifikke* risikoen ved å inneha en posisjon i et gjelds- eller egenkapitalinstrument, for deretter å beregne et separat krav for den *generelle* risikoen ved å inneha instrumentet. Spesifikk risiko er risiko for endringer i verdien på vedkommende instru-

ment som følge av faktorer knyttet til utstederen, eller dersom det dreier seg om et derivat, som følge av faktorer knyttet til utstederen av det underliggende instrument. Enkelte derivater som handles utenom børser (OTC-derivater) er ikke underlagt kapitalkrav for spesifikk risiko, men omfattes av kravet for motpartsrisiko i samsvar med Rdir. 89/647. Generell risiko er risiko for endringer i kursen på instrumentet som følge av endringer i rentenivået (for et omsettelig gjeldsinstrument eller rentederivat) eller som følge av generelle bevegelser i egenkapitalmarkedet som ikke kan tilskrives egenskaper ved det enkelte verdipapir (for et egenkapitalinstrument eller egenkapitalderivat).

Ved beregning av kapitaldekningskrav for generell og spesifikk risiko tillates det å nette (motregne) korte (gjeld) posisjoner for henholdsvis gjelds- og egenkapitalinstrumenter mot lange (fordring) i identiske instrumenter (samme verdipapirnummer). Det samme gjelder enkelte motgående posisjoner mellom derivater og underliggende instrument.

Beregningsgrunnlaget for spesifikk risiko fremkommer ved å summere absoluttverdien av slike nettoposisjoner, idet spesifikk risiko eksisterer uavhengig av om posisjonen er lang eller kort. Kapitalkravet (prosentsatsen) for gjeldsinstrumenter er avhengig av utstederkategori og instrumentenes løpetid. For egenkapitalinstrumenter er kapitalkravet avhengig av hvor likvid og veldiversifisert porteføljen er.

Ved beregning av kravet for generell risiko knyttet til gjeldsinstrumenter (renterisiko), tillates delvis netting av motgående renteposisjoner med ulike løpetider. Netting godtas ikke fullt ut ettersom korte og lange markedsrenter kan endres ulikt. Kapitalkravet varierer, avhengig av bl.a. rentebindingstid.

Beregningsgrunnlaget for generell risiko knyttet til egenkapitalinstrumenter fremkommer ved å summere nettoposisjonen (positiv eller negativ), som nevnt over.

4.3.4.2.2 *Oppgjørs- og motpartsrisiko*

I de tilfelle hvor en verdipapirtransaksjon er uoppgjort etter avtalt oppgjørsdato – dvs. at enten betaling eller levering ikke har funnet sted som avtalt – forutsetter CAD at det stilles krav til kapitaldekning for transaksjonen. Denne type risiko betegnes som oppgjørs-/leveringsrisiko. Det er gitt detaljerte regler for beregningssmåten, jfr. CAD Vedlegg II.

Når et foretak har betalt for verdipapirer før de er mottatt, eller har frigitt verdipapir før de er betalt, oppstår en motpartsrisiko for foretaket. Denne risikoen forutsetter CAD at det også skal stilles krav til kapitaldekning for. Det samme gjelder motpartsrisiko knyttet til gjenkjøpsavtaler, lån av verdipapirer og derivater som handles utenom børser (OTC-derivater).

4.3.4.2.3 *Annen risiko*

Ifølge CAD skal kapitalkravene i Rdir. 89/647 under gitte forutsetninger anvendes på risiko knyttet til kurtasje, provisjoner, renter, dividende og marginer ved børsnoterte futures- eller opsjonskontrakter.

4.3.4.2.4 *Valutarisiko*

I motsetning til for de ovenfor nevnte former for risiko, beregnes kapitaldekningskrav for valutakursrisiko som tidligere nevnt for den samlede virksomhet i det enkelte foretak. For hver enkelt valuta beregnes foretakets nettoposisjon. Disse nettoposisjonene omregnes så til hjemlandets valuta etter gjeldende kurs. Deretter

summeres korte og lange nettoposisjoner i hver enkelt valuta slik at det fremkommer samlede summer for henholdsvis korte og lange nettoposisjoner. Den høyeste av de to summene utgjør institusjonens samlede nettovalutaposisjon.

Dersom den samlede nettovalutaposisjon ikke overstiger 2% av den samlede ansvarlige kapital, kreves det ikke kapitalkrav til dekning av valutakursrisiko. For posisjoner som overstiger 2 % stilles det krav om 8 % kapitaldekning for det overskytende beløp.

4.3.4.2.5 Ansvarlig kapital

Kravet til størrelsen på ansvarlig kapital fremkommer ved å summere kravene for henholdsvis posisjonsrisiko, oppgjørs- og motpartsrisiko (store engasjementer), valutarisiko og kredittrisiko. Det følger av Vedlegg V til CAD at ansvarlig kapital skal defineres i samsvar med Rdir. 89/299 om kredittinstitusjoners ansvarlige kapital. De ulike lands myndigheter kan tillate at det benyttes en alternativ definisjon av ansvarlig kapital, jfr. Vedlegg V pkt. 2. Den ansvarlige kapitalen skal godkjennes av hjemlandets myndigheter.

Dette opplegget betyr at CAD åpner for at ansvarlig lånekapital med løpetid på minst 2 år kan gå inn i den ansvarlige kapital i motsetning til dagens regler for finansinstitusjoner som er at den ansvarlige kapitalen minst må løpe i 5 år. Denne nye typen av ansvarlig lånekapital kan kun nyttes til dekning av kapitalkravene for markedsrisiko (herunder valutarisiko for hele virksomheten) og kan således ikke nyttes til å dekke kapitalkravene for kredittrisiko. Det er også gitt en rekke muligheter for individuell tilpasning i de enkelte land.

4.3.4.3 Tilsyn og kontroll med store engasjementer

Det følger av CAD art. 5 at investeringsforetak skal føre tilsyn og kontroll med sine store engasjementer i samsvar med Rdir. 92/121. Direktivet omhandler kredittinstitusjoners store engasjementer.

I henhold til Rdir. 92/121 art. 3 vil det engasjement et investeringsforetak har påtatt seg overfor en kunde eller en gruppe av kunder med nære forbindelser betraktes som et stort engasjement når verdien utgjør 10% eller mer av kredittinstitusjonens ansvarlige kapital. Ethvert slikt stort engasjement skal rapporteres til tilsynsmyndighetene. Medlemstatene kan velge mellom følgende to rapporteringsrutiner:

- rapportering av alle store engasjementer minst en gang i året, kombinert med fortløpende rapportering av alle store engasjementer og enhver økning med minst 20% i eksisterende store engasjementer sammenlignet med foregående rapportering
- rapportering av alle store engasjementer minst fire ganger i året.

Myndighetene skal i henhold til art. 3 nr. 4 kreve at investeringsforetaket har sunne administrative og regnskapsmessige rutiner og egnede interne kontrollmekanismer for registrering og kontroll med foretakets store engasjementer.

Et investeringsforetak kan i henhold til art. 4 ikke påta seg engasjementer overfor en kunde eller gruppe av kunder med nære forbindelser, som overstiger 25% av kredittinstitusjonens ansvarlige kapital. Samlede store engasjementer kan ikke overstige 800% av foretakets ansvarlige kapital. Medlemstatene kan innføre strengere begrensninger enn de som er nevnt.

Direktivet inneholder bestemmelser om medlemsstatenes adgang til å gi fritak for direktivets krav. Det er dessuten gitt regler om tilsyn på konsolidert og ikke-konsolidert grunnlag.

4.3.4.4 Tilsyn på konsolidert grunnlag

CAD har nærmere regler om tilsyn på konsolidert grunnlag, jfr. art. 7. Rdir. 92/30 om tilsyn med kredittinstitusjoner på konsolidert grunnlag bygger på dagens kapitaldekningsregime som særlig tar hensyn til kredittinstitusjoners kredittrisiko. Rdir. 92/30 er ikke anvendelig på «finansielle» konsern som omfatter ett eller flere investeringsforetak, men ingen kredittinstitusjon. CAD art. 7 innfører derfor regler om konsolidert tilsyn for virksomhet som er utsatt for markedsrisiko og for «finansielle» konsern som inneholder investeringsforetak, men ikke en kredittinstitusjon.

For konsern som omfatter investeringsforetak, men ikke er kredittinstitusjon skal Rdir. 92/30 få anvendelse med enkelte tilpasninger, jfr. CAD art. 7 nr. 3. Rdir. 92/30 har nærmere bestemmelser om konsolideringens form og omfang, medlemsstatenes adgang til å unnta enkelte foretak fra konsolidering samt adgang til å pålegge andre foretak i de aktuelle konsern opplysningsplikt.

Det følger av CAD art. 7 nr. 2 at kapitalkravene fastsatt i art. 4 for kreditt- og markedsrisiko og art. 5 om store engasjementer skal anvendes på konsolidert grunnlag, for:

- institusjoner med datterforetak som er kredittinstitusjoner som definert i direktiv 92/30 EØF, investeringsforetak eller andre finansinstitusjoner, eller som har kapitalinteresser i slike enheter, og
- institusjoner hvis hovedforetak er finansielle holdingsselskaper.

I Rdir. 92/30 defineres en finansinstitusjon som et foretak, som ikke er en kredittinstitusjon, og hvis hovedvirksomhet består i å erverve kapitalinteresser eller i å utøve en eller flere av de aktiviteter, som er anført under pkt. 2-12 i listen i vedlegget til Annet Bankdirektiv. I Rdir. 92/30 er også kapitalinteresser nærmere definert. Med kapitalinteresser forstås det å ha, direkte eller indirekte, 20% eller mer av stemmerettene eller kapitalen i et foretak. Med finansielt holdingselskap forstås en finansinstitusjon med datterforetak som enten utelukkende eller hovedsaklig er kredittinstitusjon, investeringsforetak, eller andre finansinstitusjoner der minst ett datterforetak er en kredittinstitusjon eller et investeringsforetak, jfr. Rdir. 92/30 og CAD art. 7 nr. 3.

Beregningen skal skje etter metoder fastsatt i Rdir. 92/30 og i samsvar med CAD art. 7 nr. 7 – 14. Etter Rdir. 92/30 art. 5 er hovedregelen full konsolidering av datterselskaper, men likevel slik at det åpnes for pro rata konsolidering på visse vilkår. Videre kan myndighetene bestemme at egenkapitalmetoden skal benyttes når det gjelder kapitalinteresser. Det følger av art. 7 nr. 10 at myndighetene ved beregning av kapitalkrav på konsolidert grunnlag for posisjonsrisiko og beregning av store engasjementer, kan tillate at nettoposisjoner i en institusjons handelsportefølje motregnes i posisjoner i en annen institusjons handelsportefølje i samsvar med reglene fastsatt i henholdsvis vedlegg I og vedlegg VI til CAD. I tillegg kan det tillates at valutaposisjoner i en institusjon motregnes i valutaposisjoner i en annen institusjon i samsvar med reglene om kapitalkrav for valutarisiko.

Under visse forutsetninger kan myndighetene unnlate å anvende kravene i art. 4 og art. 5 på konsolidert grunnlag. Medlemstatene kan også i enkelte tilfelle fritta en institusjon fra kapitalkrav på individuelt og del-konsolidert grunnlag når hovedvirksomheten er underlagt tilsyn og kapitalkrav på konsolidert grunnlag. Videre kan i spesielle tilfelle enkelte institusjoner utelates fra konsolidering.

Ved beregning av konsolidert ansvarlig kapital følger det av art. 7 nr. 14 at art. 5 i Rdir. 89/299 om kredittinstitusjoners ansvarlige kapital får anvendelse. Denne bestemmelsen omhandler beregning av ansvarlig kapital på konsolidert grunnlag.

4.4 UTVALGETS VURDERINGER

4.4.1 Innledning

Utvalget legger til grunn at det fortsatt må kreves offentlig tillatelse for å drive formidling av kjøp, tegning og salg av verdipapirer. Fastsettelse av faglige og økonomiske minstekrav til fondsmeglerforetak er også nødvendig for å ivareta investorernes behov for sakkyndig bistand, samt sørge for en ordnet verdipapirhandel der konkurransen på mellommannsleddet kan skje mellom aktører med tilstrekkelig kapital og faglig bakgrunn. Konsesjonssystemet er også en nødvendig forutsetning for et effektivt offentlig tilsyn. Det vises videre til at opprettholdelsen av et autorisasjonssystem er nødvendig etter ISD art. 3 nr. 1, der det er fastsatt at hver medlemsstat skal sørge for at de investeringsforetak den er hjemstat for kun skal kunne utøve investeringstjenester dersom foretaket har fått tillatelse fra myndighetene. Videre er slik tillatelse i samsvar med ISD en forutsetning for at de nasjonale foretak kan yte investeringstjenester i andre EØS-stater.

Direktivets definisjon av investeringstjenester er noe videre enn verdipapirhandellovens definisjon av fondsmegling. Det foreslås derfor en viss utvidelse når det gjelder hvilke tjenester som det heretter vil forutsette konsesjon for å utføre også etter norsk rett.

4.4.2 Definisjon av investeringsforetak

Når det gjelder valg av betegnelse på foretak som opptrer som mellommenn i verdipapirmarkedet, er utvalget som nevnt kommet til at betegnelsen fondsmeglerforetak bør erstattes av betegnelsen «investeringsforetak». For det første er fondsmeglerbetegnelsen lite opplysende i forhold til den omfattende virksomhet som slike foretak alt idag står for, som bl.a. omfatter market making, finansiell rådgivning og tilretteleggelse av emisjoner. Betegnelsen investeringsforetak passer her bedre. I tillegg kommer at dette er den betegnelsen som brukes i ISD og som det derfor vil være lettest å benytte i forbindelse med den felleseuropeiske samhandel.

Utvalget er oppmerksom på at betegnelsen investeringsforetak også benyttes i Rdir. 85/611 om samordning av lover og forskrifter om visse foretak for kollektive investeringer i verdipapirer (investeringsforetak). Investeringsforetak benyttes her som en fellesbetegnelse for foretak for kollektiv investering i verdipapirer, som i henhold til direktivet kan organiseres på tre ulike måter. Etter lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond skal «verdipapirfond» forvaltes av et «forvaltnings-selskap». Den norske loven benytter ikke betegnelsen investeringsforetak annet enn der det vises til foretak med hovedsete i annen EØS-stat. Begrepsbruken for såvidt gjelder norske selskaper bør derfor ikke være til hinder for at fondsmeglerforetak i fremtiden omtales som investeringsforetak. Når det gjelder utenlandske forvaltningsselskaper for verdipapirfond legger utvalget til grunn at det bør vurderes å endre betegnelsen i verdipapirfondloven.

Fondsmegling er en etablert virksomhetsbetegnelse som er benyttet gjennom en årrekke. Utvalget legger til grunn at foretak som yter investeringstjenester fortsatt bør kunne beholde betegnelsen fondsmeglerforetak dersom foretaket ønsker dette. Det vises i denne sammenheng også til "[Krav til utdanning og erfaring](#)" i pkt. 4.4.7.2.2 under, der utvalget foreslår at tittelen «fondsmegler» forbeholdes personer som har gjennomgått en faglig opplæring i fondsmeglerbransjens regi.

Som det fremgår av "[Investeringstjenester](#)" i pkt. 4.4.5.2 under, foreslår utvalget en spesifisering i loven av de ulike investeringstjenester det kreves tillatelse for å yte. Etter utvalgets syn er det ikke naturlig å benytte betegnelsen fondsmeglerforetak på annet enn de foretak som har tillatelse til å drive ordinær formidling av finan-

sielle instrumenter, dvs. foretak som gis tillatelse etter ISD Vedlegget del A punkt (1). Utvalget foreslår på denne bakgrunn at betegnelsen fondsmeglerforetak beskyttes i den forstand at den kun kan benyttes av investeringsforetak som har tillatelse til å drive tradisjonell mellommannsvirksomhet. Dagens fondsmeglerforetak, med unntak av ett nystartet foretak, vil kunne fortsette å benytte denne betegnelsen dersom de viderefører den virksomhet som drives idag.

4.4.3 Konsesjonsplikt også for kredittinstitusjoner

Som «investeringsforetak» regnes i henhold til ISD som nevnt enhver juridisk person som til vanlig utøver et yrke eller en virksomhet som består i å yte en investeringstjeneste overfor tredjemann på forretningsmessig basis.

Som nevnt forutsetter imidlertid ISD art. 2 nr. 1 at også kredittinstitusjoner godkjent iht. Første og Annet Bankdirektiv kan yte investeringstjenester. Den fellesmarkedsrettslige regulering av konsesjonsplikt for slike foretak faller utenfor ISD art. 3. Dette betyr imidlertid ikke at de konsesjonskrav som følger av henholdsvis ISD og bankdirektivene ikke kan samles i en felles nasjonal lov.

Utvalget legger til grunn at det skal kreves særskilt tillatelse i henhold til verdipapirhandelloven for å yte investeringstjenester også der dette gjøres av kredittinstitusjoner – som del av f.eks. bankvirksomhet. Dette vil best sikre et samlet tilsyn med hvilke foretak som yter investeringstjenester, og heller ikke påføre adressatene vesentlige ulemper. Vedkommende kredittinstitusjon må dermed søke særskilt tillatelse for å yte investeringstjenester. Etter lovforslagets terminologi vil kredittinstitusjoner regnes som et investeringsforetak og reguleres av bestemmelsene om investeringsforetak med mindre annet er sagt.

4.4.4 EØS-harmonisering

Ved implementeringen av ISD i norsk rett vil som nevnt investeringsforetak (i tillegg til kredittinstitusjoner) med hovedsete i EØS-land kunne etablere virksomhet i Norge på bakgrunn av tillatelse gitt av hjemlandets tilsynsmyndigheter. Det vil i slike tilfeller ikke kunne stilles krav om særskilt tillatelse også fra norske myndigheter når Norge er vertsstat. ISD fastsetter uttømmende minimumskrav for tillatelse i den forstand at et investeringsforetak som oppfyller kravene i ISD og har fått tillatelse i sin EØS-hjemstat uten videre kan ta opp virksomhet i Norge. Tilgang til regulerte markeder, dvs. medlemskap på Oslo Børs vil fortsatt kunne gjøres avhengig av søknad og særskilt vurdering for andre EØS-foretak på samme måte som for norske investeringsforetak, jfr. ISD art. 15.

I forhold til de investeringsforetak Norge er hjemstat for, kan norsk lovgivning oppstille krav ut over ISDs minimumskrav. Etter å ha vurdert den norske konsesjonsordningen i forhold til de krav som følger av direktivet, er utvalget imidlertid kommet til at man i minst mulig grad bør oppstille slike tilleggskrav. Etter utvalgets syn bør norske fondsmeglerforetak i størst mulig grad underlegges samme krav som utenlandske investeringsforetak som vil ha anledning til å yte investeringstjenester i Norge iht. ISD.

4.4.5 Konsesjonsplikt

Det følger altså av ISD at det skal kreves tillatelse for utøvelse av investeringstjenester, slik disse er definert i vedlegg til direktivet. Kravet til tillatelse omfatter i hovedsak de samme tjenester knyttet til verdipapirer som forutsetter tillatelse etter gjeldende norsk rett, se vphl §4 jfr. § 2 bokstav a) og b) og § 59 jfr. §2j. Rent teknisk

legger imidlertid ISD opp til et annet system ved at det skal kreves konsesjon for hver enkelt av kjernetjenestene under del A i vedlegget. Utvalget finner dette opplegg hensiktsmessig. Ved at konsesjon gis tjeneste for tjeneste unngås at foretakenes rettslig beskyttede rettigheter gis videre utforming enn det er reelt behov for. Dette er viktig for å stimulere til konkurranse og nyetableringer.

Etter direktivets art. 3 kan en tillatelse også omfatte en eller flere av de tilknyttede tjenester som er nevnt i vedleggets del C. Disse tjenester er ikke definert som investeringstjenester og vil i utgangspunktet ikke utgjøre konsesjonspliktig virksomhet. Det er således kun som tilknyttede tjenester disse omfattes av etableringsadgangen og adgangen til tjenesteyting innen EØS-området.

Utvalget vil innen de rammer som følger av ISD gå inn for at konsesjonskravet kun skal gjelde for de tjenester som er omhandlet i Vedlegget til ISD Del A, og at konsesjon skal gis tjeneste for tjeneste. Utvalget vil ikke gå inn for særskilt konsesjonsplikt for de tjenester som er nevnt i Del C, men foreslår at lovteksten gjør klart at investeringsforetak kan yte slike tjenester i tillegg til de konsesjonsbelagte tjenester såfremt et investeringsforetak har fått tillatelse til å yte samtlige tjenester i Del A. Investeringsforetakene må imidlertid melde fra til Kredittilsynet om hvilke tilleggstjenester de til enhver tid tilbyr. Utvalget ser det som en fordel, særlig i et lite land som Norge, at investeringsforetak kan yte et mest mulig fullstendig tjenestespekter overfor kundene i verdipapirmarkedet uten at det skal være nødvendig å søke myndighetenes godkjenning for den enkelte tilknyttede aktivitet, og anser oppregningen i Vedlegget Del C som egnet til å angi hvilke tilknyttede tjenester foretakene står fritt til å ta opp.

Utvalget legger imidlertid til grunn at et foretak som kun har konsesjon til å yte enkelte av tjenestene i Del A, må søke om konsesjon også etter Del C. Når foretaket selv har valgt å begrense sin virksomhet i forhold til Del A, bør også myndighetene vurdere hvilke Del C-tjenester som foretaket bør kunne tilby. Dette kan hensiktsmessig gjøres ved behandlingen av foretakets konsesjonssøknad. Utvalget legger til grunn at det ikke er grunn til å føre en streng praksis i og med at tilleggstjenestene er konsesjonsfri for andre enn investeringsforetak.

4.4.5.1 Verdipapirer

I vphl. § 1 er verdipapirer definert som norske og utenlandske obligasjoner, aksjer, tegningsrettsbevis samt rente og utbyttekuponger og opsjoner/indeksopsjoner som er knyttet til de nevnte verdipapirer. Også lignende verdipapirer som aksjer og tegningsrettsbevis regnes som verdipapirer – eksempelvis andeler i verdipapirfond. Finansdepartementet kan etter bestemmelsens første ledd bokstav g) bestemme at andre verdipapirer eller lignende fondsaktiver som er beregnet på alminnelig omsetning skal omfattes. Formålet med denne adgangen er ifølge bestemmelsens forarbeider å kunne fange opp nye instrumenter etterhvert som det utvikles slike.

ISD har en noe mindre konkret oppregning av de instrumenter som omfattes av direktivet enn verdipapirhandellovens definisjon av verdipapirer. Ifølge Vedlegget del B nr. 1 a) omfattes «omsettelige verdipapirer». Begrepet «verdipapir» er i art. 1 nr. 4 definert som aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på kapitalmarkedet og 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 kontant oppgjør. I innledningen til direktivet er det vist til at det med verdipapirer menes de typer verdipapirer som vanligvis omsettes på kapitalmarkedet, f.eks. statsobligasjoner, aksjer, omsettelige verdipapirer med rett til å erverve aksjer ved tegning eller

ombytting, depotbevis, obligasjoner utstedt i serie, indeks-warrants og verdipapirer med rett til å erverve slike obligasjoner ved tegning.

Etter utvalgets vurdering vil direktivets definisjon av finansielle instrumenter dekke den del av definisjonen som etter gjeldende rett faller under vphl § 1 bokstav a)-d), samt grunnfondsbevis. Dette omfatter altså norske og utenlandske aksjer og obligasjoner, tegningsretter samt andeler i verdipapirfond. Tilsvarende vil de opsjoner og indeksopsjoner som faller under vphl § 1 e) og f) dekkes av definisjonen i ISD-vedleggets Del B nr. 6. Endelig vil ISDs omfattende definisjon i Del B nr. 1 a), jfr. art. 1 nr. 4, antagelig fange opp nye instrumenter som eventuelt måtte bli utviklet, som det pr. i dag forutsettes vedtak fra Finansdepartementet for å anse som verdipapir.

Det praktiske behov for harmonisering av begrepene i ISD og nasjonal rett kan etter dette tale for at ISDs vedlegg Del B erstatter vphl's definisjon av verdipapirer. Utvalget foreslår at det tas inn en definisjon av finansielle instrumenter i lovens kapittel om tillatelse til å yte investeringstjenester. Dette begrepet er gitt innhold gjennom definisjonen i ISDs vedlegg Del B, og omfatter altså bl.a. de verdipapirer som idag er oppregnet i vphl § 1. Dette betyr selvsagt ikke at det ikke kan gjøres unntak eller etableres særordninger for handel med enkelte typer verdipapirer. Utvalget vil komme tilbake til behovet for slike unntak i kommentarene til de enkelte bestemmelser som foreslås.

På bakgrunn av de endringer som foreslås når det gjelder bl.a. definisjonen av finansielle instrumenter og investeringstjenester, er det nødvendig med visse endringer i vphl. § 2 om «andre definisjoner».

Utvalget vil komme tilbake til om det også er grunn til å gjøre endringer i de alminnelige definisjonene i vphl § 1 i sin neste delinnstilling. De alminnelige definisjonene har betydning for bl.a. anvendelsesområdet for lovens alminnelige bestemmelser i *"Innhold og sammendrag"* i kapittel 1. Eventuelle endringer må derfor vurderes etter at lovens alminnelige bestemmelser er gjennomgått. Utvalget legger imidlertid til grunn at det vil være lite hensiktsmessig å ha to definisjoner som i stor grad dekker de samme instrumenter. Verdipapirdefinisjonen i vphl. § 1 foreslås i den nevnte overgangsperiode å gjelde kun i forhold til lovens *"Innhold og sammendrag"* i kap. 1, 2 og 2a. Utvalget viser til at definisjonen av finansielle instrumenter som omfatter «omsettelige verdipapirer» etter dette ikke vil være berørt av definisjonen i § 1.

Forøvrig legger utvalget til grunn at KS-andeler ikke bør omfattes av definisjonen av finansielle instrumenter. Den videre regulering av KS-andeler vil vurderes i delinnstilling II. I påvente av denne vurderingen vil som nevnt vphl. § 1 beholdes uendret. Midlertidig forskrift om lovens anvendelse på handel med KS-andeler fastsatt med hjemmel i vphl. § 1 annet ledd vil dermed fortsatt gjelde.

Utvalgets forslag til definisjon av finansielle instrumenter, utover omsettelige verdipapirer, vil kommenteres i det følgende.

Andeler i verdipapirfond er særskilt nevnt blant de instrumentene ISD omfatter – se Del B nr. 1 bokstav b). Slike andeler omfattes også av vphl. § 1 punkt b). Det anses imidlertid hensiktsmessig at verdipapirfondandeler nevnes særskilt i definisjonen av finansielle instrumenter i tråd med direktivets system. Det nevnes at verdipapirfondloven § 6-7 inneholder en bestemmelse om hvilke foretak som kan forestå salg av nyutstedte verdipapirfondsandeler. I tillegg til fondsmeglerforetak, kredittinstitusjoner og forvaltningsselskaper kan slikt salg forestås av forsikringsselskaper og andre foretak som er gitt tillatelse fra departementet. Utvalget legger til grunn at det i henhold til ISD må kreves særskilt tillatelse for å forestå salg av slike andeler. Dette gjelder imidlertid ikke forvaltningsselskap for verdipapirfond og forsikringsselskap som er unntatt fra direktivet, jf. art. 2 nr. 2 bokstav a) og h). Utvalget

legger til grunn at unntaket medfører at forsikringsselskaper og forvaltningsselskap kan utføre investeringstjenester uten særskilt tillatelse, så lenge dette ligger innenfor den virksomhet selskapene kan drive i henhold til annen lovgivning.

Investeringsforetak og kredittinstitusjoner med tillatelse til å yte investerings-tjenester samt forvaltningsselskap for verdipapirfond og forsikringsselskaper vil på bakgrunn av det som er sagt over kunne forestå salg av andeler i verdipapirfond. Når det gjelder andre foretak som med særskilt tillatelse etter verdipapirfondloven § 6-7 kan forestå salg av fondsandeler, legger utvalget til grunn at departementets skjønnsmyndighet i noen grad vil måtte begrenses som følge av ISD. Etter det utvalget er kjent med er slike tillatelser gitt på vilkår om at foretaket inngår særskilt avtale med hvert forvaltningsselskap det selger andeler på vegne av, og at oppgjør skjer direkte mellom forvaltningsselskapet og andelseierne. Etter utvalgets syn omfattes slike foretak av unntaket i ISD art. 2 nr. 2 g). Dette unntaket gjelder foretak som kun mottar og videreformidler ordre til bestemte motparter uten å sitte med penger eller verdipapirer som tilhører deres kunder, se under "[Unntak fra krav til konsesjon](#)" i pkt. 4.4.5.5 om unntak fra krav til konsesjon. Utvalget finner etter dette ikke grunn til å foreslå endringer i verdipapirfondloven, men viser til at tillatelse etter lovens § 6-7 til å forestå salg av nyutstedte verdipapirfondsandeler må vurderes på bakgrunn av ISD og de endringer som foreslås i verdipapirhandelloven.

ISD omfatter pengemarkedsinstrumenter som i art. 1 nr. 5 er definert som de typer «instrumenter som vanligvis omsettes på pengemarkedet». I innledningen til ISD uttales det i tillegg at slike instrumenter f.eks. kan være statskasseveksler, inn-skuddsbevis og rentebærende markedspapirer. I Norge idag vil det neppe være naturlig å anse dette for instrumenter som vanligvis omsettes på pengemarkedet. I den engelske versjonen av ISD er de nevnte instrumenter beskrevet som «treasury bills, certificates of deposit and commercial paper». Etter utvalgets syn er den norske oversettelsen ikke fullt ut dekkende. En mer naturlig oversettelse av dette ville vært statssertifikater, sertifikater utstedt av finansinstitusjoner (banksertifikat, kredittsertifikat og finanssertifikat) og sertifikater utstedt av private bedrifter (lånesertifikat). Utvalget legger således til grunn at pengemarkedsinstrumenter i første rekke vil være sertifikater. Sertifikater omfattes etter gjeldende rett også av definisjonen av verdipapirer. Utvalget legger til grunn at Norges EØS-forpliktelser krever at tjenester knyttet til pengemarkedsinstrumenter skal omfattes av kravet til tillatelse for å yte investeringstjenester dersom slike pengemarkedsinstrumenter er beregnet på organisert omsetning.

Det følger videre av ISD at tjenester i tilknytning til futures og opsjoner (på instrumenter som omfattes av vedlegget) og tjenester knyttet til tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør, krever tillatelse. Tilsvarende gjelder fremtidige rente-avtaler (FRA), renteswaper, valutaswaper og swaper på aksjer og aksjeindekser. Av de nevnte instrumenter faller opsjoner som er beregnet på alminnelig omsetning inn under vphl's definisjon av verdipapirer – se § 1 bokstav e). Spesielt utformede opsjoner som ikke er beregnet på alminnelig omsetning omfattes ikke av lovens § 1. Futures er i medhold av vphl. § 11 b nærmere regulert i forskrift 8. desember 1994 om handel med opsjoner og terminer. I forarbeidene til verdipapirhandellovens regler om standardiserte opsjoner og terminer er det vist til at terminer er blant de instrumenter som departementet vil kunne bestemme at skal anses som verdipapirer etter § 1 bokstav g).

Rente- og valutaswap samt swap på aksjer og aksjeindeks omfattes ikke av verdipapirhandellovens § 1. Tilsvarende gjelder opsjoner og terminer med valuta som underliggende. Utvalget anser det hensiktsmessig at både opsjoner, futures og de nevnte swaper, når de anses beregnet på alminnelig omsetning, anses som instrumenter som heretter omfattes av konsesjonsplikten. Det vises forøvrig til at Finans-

departementet som nevnt har antatt at utvalget også bør vurdere hvorvidt opsjoner og terminer på råvarer bør reguleres med hjemmel i verdipapirhandelloven. Dette spørsmål vil bli vurdert i utvalgets neste delinnstilling. Tilsvarende gjelder hvorvidt de nevnte instrumentene bør tas med i en alminnelig definisjon i vphl § 1, dvs. med virkning for lovens alminnelige bestemmelser.

4.4.5.2 Investeringstjenester

I henhold til ISD kreves det at Norge har en konsesjonsordning for de investerings-tjenester som er nevnt i del A i vedlegget, når en slik tjeneste ytes overfor tredjemann. Utvalget vil gå inn for at det skal gjelde de samme generelle vilkår for å få tillatelse for de ulike tjenester i Del A. Det vil imidlertid kunne settes lavere krav til startkapital for foretak som ønsker en begrenset tillatelse mht. hvilke tjenester de skal drive, se "[Startkapital](#)" i pkt. 4.4.8.1 under. Ved avgjørelsen om det skal gis tillatelse vil myndighetene også kunne legge vekt på ulik faglig bakgrunn hos foretakets ledelse, avhengig av tjenestens art.

På bakgrunn av direktivets system med gjensidig anerkjennelse av tillatelser, må det spesifiseres i tillatelsen hvilke tjenester den omfatter. Utvalgets forslag medfører at det ikke lenger vil bli sondret mellom fondsmeglerforetak og opsjonshandlerforetak som etter gjeldende regelverk. Utvalget foreslår dessuten at betegnelsen «fondsmeglerforetak» erstattes med «investeringsforetak», som alt nevnt er en mer dekkende betegnelse, bl.a. fordi de tjenester som forutsetter tillatelse ikke er begrenset til tjenester som i norsk regelverk tradisjonelt har vært betegnet som mellommanns-meglervirksomhet.

Følgende tjenester defineres i vedlegget del A som investeringstjenester:

1. Mottak og formidling av ordre på vegne av investor i forbindelse med ett eller flere finansielle instrumenter, samt utførelse av slike ordre for andres regning,
2. Omsetning for egen regning av finansielle instrumenter,
3. Porteføljeforvaltning av kunders investeringer på individuell basis og etter investors instruks,
4. Fulltegningsgarantier i forbindelse med emisjoner og/ eller plassering av emisjoner.

Alminnelig mellommannsvirksomhet som nevnt i punkt (1) faller etter gjeldende rett inn under verdipapirhandellovens definisjon av fondsmegling og omfattes av fondsmeglerforetakenes enerett etter vphl. § 4. Utvalget foreslår her at konsesjonskravet for slik virksomhet videreføres. Det understrekes forøvrig at enhver ervervsmessig formidling av ordre, uavhengig av hva slags type ordre det dreier seg om, vil omfattes av konsesjonskravet. I tillegg til tradisjonelle ordre vedrørende kjøp og salg, vil derfor også ordre som gjelder lån av verdipapirer omfattes. Utvalget viser i denne forbindelse til "[Lån av finansielle instrumenter](#)" i pkt. 5.4.8 om lån av finansielle instrumenter.

Handel for egen regning som nevnt i punkt (2) vil i henhold til direktivet forutsette konsesjon dersom handelen skjer som en tjeneste som ytes overfor tredjemann. Etter utvalgets syn vil egenhandel ikke kunne anses som en tjeneste som ytes overfor tredjemann med mindre selve handelsvirksomheten er et hovedelement i foretakets forretningsidé. Kjøp og salg som utgjør et ledd i normal kapitalforvaltning vil etter utvalgets syn ikke falle inn under den konsesjonspliktige egenhandel. Dette innebærer at foretak som kun driver handel for egen regning og risiko faller utenfor konsesjonsplikten. Det er ikke naturlig å si at det inngår i et slikt selskaps forretningsidé å utføre tjenester til andre aktører på markedet. Dette vil etter den oppfatning utvalget legger til grunn gjelde selv om virksomheten drives i et særskilt sel-

skap som kun driver kapitalforvaltning, se under "*Unntak fra krav til konsesjon*" i pkt. 4.4.5.5 nedenfor. Ervervsmessig egenhandel som utføres av profesjonelle mellommenn i verdipapirmarkedet må derimot omfattes av konsesjonsplikt, og legges under offentlig tilsyn bl.a. pga. den mulige interessekonflikt som kan oppstå mellom foretakets egeninteresse i den enkelte transaksjon og lojaliteten overfor foretakets kunder, se om egenhandel i "*Foretakets adgang til å drive egenhandel*" i pkt. 5.4.5. Slik egenhandel er som nevnt vanlig ved fondsmeglerforetaks omsetning av obligasjoner. I tillegg til egenhandel i form av at foretakene erverver finansielle instrumenter for egen regning for så å videreselge disse i markedene, vil egenhandel i form av market making forutsette tillatelse. Ved market making må foretakene sies å yte en tjeneste overfor tredjemann ved at det har forpliktet seg til å stille kjøps- og salgskurser i de aktuelle finansielle instrumentene.

Utvalget legger til grunn at porteføljeforvaltning av kunders investeringer som nevnt under punkt (3), tilsvarer aktiv forvaltningsservice etter vphl. "*Rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet*" i kap. 5. Det vises til vphl. § 2 bokstav j) der tjenesten er definert som «den virksomhet å motta til forvaltning verdipapirer eller andre midler fra en ubestemt kundekrets for å utføre verdipapirhandel for den enkelte kundes regning». Aktiv forvaltningsservice kan etter norsk rett idag kun forstås av foretak med tillatelse til å drive fondsmeglervirksomhet. Utvalget foreslår at kravet om tillatelse føres videre for denne tjeneste, men i tråd med ISD foreslås også at det skal kunne søkes om tillatelse til å drive slik virksomhet separat. Rent teknisk er forslaget ordnet slik at aktiv porteføljeforvaltning er tatt inn i bestemmelsen om hvilke typer virksomhet som krever tillatelse.

Fulltegningsgarantier i forbindelse med emisjoner på ervervsmessig basis som nevnt over i punkt (4) anses etter gjeldende norsk rett ikke omfattet av fondsmeglerforetakenes enerett etter vphl. § 4. Denne tjeneste er heller ikke på annen måte konsesjonspliktig etter gjeldende regelverk. Ervervsmessig plassering av emisjoner vil imidlertid falle inn under verdipapirhandellovens definisjon av fondsmegling og dermed etter norsk rett være konsesjonspliktig.

Utvalget foreslår at ervervsmessig plassering av emisjoner tas inn i loven som en konsesjonspliktig investeringstjeneste. Det legges til grunn at det kreves tillatelse uavhengig av om foretaket på vegne av utsteder formidler tegning av nyemitterte instrumenter, eller foretaket selv tegner seg i emisjonen for så å videreselge instrumentene i markedet. Begge de nevnte fremgangsmåter benyttes idag.

I henhold til ISD må også ytelse av tjenesten «fulltegningsgaranti i forbindelse med emisjoner» gjøres avhengig av tillatelse. Utførelse av andre tjenester knyttet til fulltegningsgaranti anses imidlertid som slike tilknyttede tjenester investeringsforetaket kan yte i henhold til direktivets vedlegg del C. I motsetning til hva som er tilfellet i endel andre land er det i Norge en tradisjon for at også industriselskaper, privatpersoner m.v. deltar i garantikonsortium. I disse tilfelle har det imidlertid vært fondsmeglerforetak som har ledet tilrettelegging av emisjonen herunder sørget for etablering av et garantikonsortium. Utvalget antar at selskap og personer som ikke er investeringsforetak fortsatt kan delta i slike konsortium uten at dette er å betrakte som ytelser av investeringstjenester. For å gjøre dette klart foreslås det en bestemmelse om at tillatelse til å yte investeringstjenester ikke kreves ved deltakelse for egen regning som garantist i fulltegningsgarantier.

4.4.5.3 Tilknyttede tjenester

Det følger av ISD art. 3 at det i nasjonal rett kan kreves at tilknyttede tjenester i Vedlegget del C omfattes av konsesjonsplikten når de utøves av investeringsforetak. Utvalget legger til grunn at investeringsforetak med tillatelse til å utøve alle tjenes-

ter etter del A også bør ha rett til å drive de tjenestene som omfattes av Vedlegget del C. Det anses ikke nødvendig med konsesjonskrav for disse tjenester. Som nevnt i "[Konsesjonsplikt](#)" i pkt. 4.4.5, vil de samme hensyn imidlertid ikke gjøre seg gjeldende dersom foretaket selv har valgt å yte kun enkelte av tjenestene i Del A. Et slikt foretak må søke om rett også til å yte Del C-tjenester.

Av hensyn til den gjensidige anerkjennelse av tillatelsen til å yte investerings-tjenester, bør det etter utvalgets syn fremgå av konsesjonen hvilke tilleggstjenester foretaket kan yte. Det foreslås derfor at det i søknad om tillatelse til å yte investerings-tjenester skal opplyses hvilke tilleggstjenester foretaket skal yte.

Etter utvalgets syn bør de nevnte tilleggstjenestene også kunne ytes av andre enn investeringsforetak uten at det for disse forutsettes særskilt konsesjon. De konkrete tjenester nevnt i ISD, vedlegget Del C gjennomgås under i kronologisk orden.

(1) Oppbevaring og forvaltning i forbindelse med ett eller flere av instrumentene nevnt i ISDs vedlegg del B.

Oppbevaring og forvaltning av verdipapirer forestås i dag først og fremst av bankenes forvaltningsavdelinger. Tjenesten omfatter oppbevaring av verdipapirer i depot og servicetjenester i forhold til kundene i forbindelse med emisjoner, forvalterregistrering, utbytteutbetalinger, mv. For verdipapirer som er registrert i VPS utføres denne tjenesten av kontofører. Hvilke foretak som kan være kontoførere fremgår av verdipapirsentralloven.

Hensynet til investorene og deres sikkerhet for finansielle instrumenter som oppbevares på vegne av dem, kan tilsi at oppbevaring og forvaltning av verdipapirer underlegges løpende tilsyn samt at de som driver slik virksomhet underlegges visse krav til egnethet m.v. Ettersom hovedvekten av norske finansielle instrumenter er registrert i VPS, vil tjenesten for såvidt gjelder norske instrumenter allerede være undergitt vilkår om tillatelse i henhold til verdipapirsentralloven. Behovet for regler om tillatelse og tilsyn i verdipapirhandeloven oppstår derfor særlig i relasjon til oppbevaring av utenlandske finansielle instrumenter. Som nevnt er det i tillegg til fondsmeglerforetak først og fremst banker som yter slike tjenester i dag. Disse er underlagt konsesjonskrav og kontroll i henhold til kredittilsynsloven og banklovene. Utvalget har ikke registrert spesielle problemer knyttet til eventuelle andre institusjoners utførelse av slike tjenester. Utvalget legger derfor til grunn at det på bakgrunn av den praksis som er etablert i markedet, ikke er behov for å underlegge tjenesten særskilte konsesjons- og tilsynskrav i henhold til verdipapirhandeloven.

(2) Boksutleie

Boksutleie har etter utvalgets syn ingen naturlig sammenheng med norske fondsmeglerforetaks virksomhet idag 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.

(3) Kreditt- og långivning i forbindelse med kjøp av verdipapirer

Når det gjelder kreditt- og långivning i forbindelse med kjøp av verdipapirer vises det til egen drøftelse under "[Kredittgiving](#)" i pkt. 5.4.9 nedenfor. Lån til finansiering av annet enn egen virksomhet faller inn under definisjonen av finansieringsvirksomhet og omfattes av de alminnelige kravene i finansieringsvirksomhetsloven, uavhengig av om lånet benyttes til kjøp av finansielle instrumenter eller til annen virksomhet. Kreditt fra den som selger en vare eller tjeneste anses imidlertid ikke som finansieringsvirksomhet. Slik kreditt fra fondsmeglerforetak i forbindelse med salg av verdipapirer er etter vphl § 25 idag forbudt. Utvalget har kommet til at det bør åpnes for at investeringsforetak kan yte kreditt, men kun etter nærmere regler som kommenteres under.

(4) Rådgivning til foretak med hensyn til kapitalstruktur m.v.

Rådgivning til foretak med hensyn til kapitalmarkedsstrategi, kapitalstruktur, industriell strategi og lignende spørsmål, samt tjenester i forbindelse med fusjon og oppkjøp av foretak krever ikke konsesjon etter dagens regler.

I praksis benytter selskapene ulike typer rådgivere som feks. fondsmeglere, advokater, revisorer og frittstående konsulentfirmaer til denne type tjenester. Utvalget kan ikke se at det er grunnlag for å begrense konkurransen innen dette rådgivningsmarkedet ved å stille krav til særskilt tillatelse. Etter utvalgets syn er denne type rådgivning ikke av en slik art at kunden har behov for beskyttelse gjennom at det stilles konsesjons- og tilsyns krav. Det må bl.a. legges vekt på at rådgivningen i hovedsak utføres overfor næringsdrivende foretak som må antas å kunne ivareta egne interesser.

(5) Tjenester knyttet til fulltegningsgaranti

Tjenester knyttet til fulltegningsgaranti antas å omfatte bl.a. bistand til å innhente de nødvendige garantitilsagn (uten at man selv tar noen finansiell risiko). Utvalget har vurdert om sammenhengen mellom det å stille garanti, plassering av emisjonen og de tilknyttede tjenester tilsier at også tilknyttede tjenester bør forutsette tillatelse. Etter utvalgets syn bør imidlertid rådgivning, kontakt med aktuelle garantister mv. kunne forestås av andre enn investeringsforetak uten at dette bør forutsette konsesjon. Det vises til at slike tjenester kan drives av eksempelvis revisorer, advokater og frittstående konsulenter i dag, samt at emittenten må kunne forutsettes å ha tilstrekkelig kjennskap til de medhjelpere selskapet benytter, slik at det ikke er behov for vern i form av et offentligrettslig konsesjonssystem. Utvalget legger tvertom til grunn at det vil være nyttig om også andre kan yte slike tjenester innenfor sin egen forretningsmessige ramme.

(6) Investeringsrådgivning i forbindelse med verdipapirer

Investeringsrådgivning forestås idag av også andre enn fondsmeglerforetak. Ren rådgivningsvirksomhet vil ikke omfatte formidling av kjøp eller salg av finansielle instrumenter og rådgivere vil dermed ikke forvalte kundenes midler i form av oppbevaring eller overføring av penger eller finansielle instrumenter. På denne bakgrunn foreligger det etter utvalgets syn ikke behov for soliditetskrav for rådgivere. Utvalget har vurdert i hvilken grad hensynet til spesielt private investorer tilsier at det stilles særlige etiske krav til de som driver slik investeringsrådgivning. Etter utvalgets syn bør det være tilstrekkelig at det stilles krav til at virksomheten foretas i samsvar med god forretningsskikk, jf. vphl. § 5. Det anses noe usikkert om § 5 omfatter ren rådgivningsvirksomhet. Utvalget vil på denne bakgrunn foreslå en presisering av § 5 i forbindelse med gjennomgangen av verdipapirhandelens alminnelige bestemmelser i delinnstilling II. Utvalget finner på denne bakgrunn ikke behov for at ren rådgivningsvirksomhet underlegges konsesjonskrav.

(7) Tjenester i tilknytning til valutavirksomhet i forbindelse med ytelse av investeringstjenester

Valutalovgivningingen er ikke til hinder for at et fondsmeglerforetak kan drive valutavirksomhet og tilby tjenester i form av spot- og terminkontrakter i utenlandsk valuta, med unntak av betalingsformidling overfor utlandet og omsetning av utenlandske betalingsmidler. Vphl. § 23 vil imidlertid kunne begrense foretakenes adgang til å drive slik virksomhet, idet det ikke kan drive annen virksomhet uten at dette har rimelig sammenheng med utøvelsen av fondsmeglervirksomheten.

ISD åpner for at investeringsforetak kan yte tjenester i tilknytning til valutavirksomhet i forbindelse med en investeringstjeneste. Det uttales i fortalen til direktivet at bruk av filial bare for å foreta valutatransaksjoner, vil innebære en omgåelse da direktivet kun kan påberopes for å foreta spot- eller terminforretninger i valuta som ledd i (utførelsen av) en investeringstjeneste.

Utvalget ser ingen innvendinger mot at investeringsforetaket gis anledning til å yte tjenester i tilknytning til valutavirksomhet, forutsatt at dette skjer i forbindelse med ytelse av investeringstjenester. Etterhvert som det åpnes for mellomnasjonal handel, blir det viktig at alle deler av en transaksjon kan utføres effektivt på et sted (såkalt one stop shopping). Det vises også til at eventuelle posisjoner i valuta vil medføre krav om kapitaldekning, jfr. CAD Vedlegg III.

Utvalget legger til grunn at spørsmålet om konsesjonskrav for å drive omsetning eller formidling av valuta for andre enn investeringsforetak faller utenfor utvalgets mandat. Det vises i denne forbindelse til at den alminnelige valutareguleringen ble avvirket 1. juli 1990. Det vises dessuten til at Banklovkommisjonen har til behandling forslag til regler om finansmegling. Dette forslaget vil også omfatte valutameglere.

4.4.5.4 *Institusjoner som kan gis konsesjon*

I henhold til bankdirektivene kan kredittinstitusjoner og andre foretak med særskilt tillatelse yte investeringstjenester. Som kredittinstitusjon regnes «et foretak hvis virksomhet består i å motta innskudd og annen kapital fra allmennheten som skal tilbakebetales, og å yte lån for egen regning», jfr. Annet bankdirektiv art. 1. Bestemmelsen er gjennomført i norsk rett ved endringer i finansieringsvirksomhetsloven. Definisjonen omfatter norske spare- og forretningsbanker samt finansieringsforetak med tillatelse etter finansieringsvirksomhetsloven "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kapittel 3 i den grad disse mottar kapital fra allmennheten og yter lån for egen regning. Finansieringsforetak har etter gjeldende norsk regelverk ikke anledning til å drive fondsmeglervirksomhet. I likhet med privatpersoner, industrielskap, forsikringsselskap m.v. kan imidlertid finansieringsforetak eie aksjer i fondsmeglerforetak.

Etter de endringer som har funnet sted på finansmarkedet de senere år er bransjeskillene i finansnæringen ikke lenger like skarpe. Bankene er bl.a. gitt tilsvarende mulighet som visse finansieringsforetak til å finansiere seg i obligasjonsmarkedet. Banker er dessuten gitt adgang til å eie finansieringsforetak, mens flere finansieringsforetak de senere årene har søkt og fått bankkonsesjon.

Idet det også vises til drøftelsen i "*Reguleringspolitiske behov*" i pkt. 2.3, vil utvalget etter dette gå inn for at også finansieringsforetak som faller inn under definisjonen av kredittinstitusjoner etter finansieringsvirksomhetsloven § 1-4, første ledd nr. 4 jfr. § 1-5 nr. 3 gis anledning til å yte investeringstjenester på lik linje med bankene. Dette vil øke konkurransen i verdipapirmarkedet og vil også kunne forhindre negative konkurranseeffekter for norske finansieringsforetak i forhold til andre slike foretak med hovedsete i EØS-land som driver virksomhet i Norge.

4.4.5.5 *Unntak fra krav til konsesjon*

ISD art. 2 inneholder en nærmere avgrensning av den virksomhet og de foretak som omfattes av direktivet. Det fremgår at direktivet ikke gjelder forsikringsselskaper, som definert i art. 1 i Rdir. 73/239 eller art. 1 i Rdir. 79/267, samt foretak som foretar gjenforsikring og retrocesjon som omhandlet i Rdir. 64/225.

Forsikringsselskapers virksomhet reguleres etter norsk rett av lov 10. juni 1988 nr. 39 om forsikringsvirksomhet. Det følger av denne lovens § 7-1 at forsikringsselskap bare kan drive forsikringsvirksomhet og virksomhet som naturlig henger sammen med forsikringsvirksomhet. Fondsmegling har hittil ikke vært ansett å henge naturlig sammen med forsikringsvirksomhet, unntatt salg av nyutstedte verdipapirfondsandeler. Videre har Kredittilsynet lagt til grunn at livsforsikringssel-

skaper i henhold til forsikringsvirksomhetsloven § 7-1 har adgang til å forvalte pensjonskassers midler uten at det kreves spesiell tillatelse etter vphl. § 59. Dersom et forsikringsselskap ønsker å drive fondsmeglervirksomhet, må det etter finansinstitusjonsloven § 2a-3 søke konsesjon til å opprette eller erverve et fondsmeglerforetak.

Utvalget legger til grunn at forsikringsselskapers virksomhet, herunder virksomhet knyttet til verdipapirmarkedet, fortsatt bør reguleres i forsikringsvirksomhetsloven (og finansieringsvirksomhetsloven). Også spørsmålet om i hvilken grad investeringstjenester anses å ha naturlig tilknytning til forsikringsvirksomheten bør løses på bakgrunn av disse lover.

Etter ISD art. 2 skal direktivet heller ikke omfatte foretak for kollektive investeringer, samt depotmottakere og forretningsførere for slike foretak. Det er dessuten gjort unntak for medlemsstatenes sentralbanker og andre lignende nasjonale organer, samt offentlige organer som har ansvar for statsgjeldsforvaltningen, eller som deltar i slik forvaltning. På tilsvarende måte som for forsikringsselskaper bør forvaltningsselskap for verdipapirfond og Norges Bank fortsatt reguleres i henhold til de respektive særlover. Utvalget foreslår på denne bakgrunn et unntak i loven for de selskap som nevnt ovenfor. Dette unntaket er i samsvar med både ISD og gjeldende norsk rett.

ISD omfatter heller ikke foretak som yter en investeringstjeneste bare overfor sitt hovedforetak, sine datterforetak eller et av sitt hovedforetaks andre datterforetak, jfr. art. 2 punkt 2 b). Dette unntak antas å omfatte den porteføljeforvaltning som utøves av institusjonelle investorer når forvaltningen foregår gjennom et eget selskap i et konsern. Investorers (primære) verdipapirhandel omfattes selvsagt ikke av fondsmeglerforetakenes enerett etter vphl. § 4, og utvalget legger til grunn at dette alt etter gjeldende rett gjelder uavhengig av om handelen organiseres i eget selskap i et konsern. Utvalget kan heller ikke se hensyn som tilsier endring i gjeldende rett på dette punktet. Det er tvertom utvalgets syn at kostnadene ved investeringsvirksomheten i konserner ikke bør økes ved at det stilles krav som for investeringsforetak for det forvaltningsselskap som forestår konsernets investeringer. Utvalget foreslår etter dette et unntak i loven i samsvar med ISD art. 2 punkt 2b).

Definisjonen av investeringsforetak i art. 1 punkt 2 omfatter kun juridiske personer som *til vanlig* utøver et yrke eller en virksomhet som består i å yte investeringstjenester. Etter art. 2 punkt 2 c) vil personer som yter en investeringstjeneste, dersom det skjer ved enkelte anledninger som ledd i en yrkesvirksomhet og yrkesvirksomheten omfattes av lover eller forskrifter eller yrkesetiske regler som ikke utelukker at det kan ytes en slik tjeneste, ikke omfattes av direktivet. Utvalget legger til grunn at denne bestemmelse i hovedtrekk samsvarer med vphl. § 4 sjette ledd om at leilighetsvis medvirkning som mellommann ved verdipapirhandel er unntatt fra eneretten, se "[Fondsmegling](#)" i pkt. 4.2.1.1 ovenfor. Det er utvalgets syn at slik virksomhet fortsatt bør unntas fra konsesjonsplikt.

Det følger av ISD art. 2 nr. 2 g) at direktivet ikke omfatter foretak som ikke kan sitte med penger eller verdipapirer som tilhører deres kunder og som derfor ikke på noe tidspunkt risikerer å komme i debet hos sine kunder. Det er en forutsetning at et slikt foretak bare kan yte en investeringstjeneste som går ut på å motta og videreformidle ordre om verdipapirer og andeler i foretak for kollektiv investering. Videre gjelder dette kun videreformidling til enkelte nevnte foretak, bl.a. kredittinstitusjoner, investeringsforetak og fondsforvaltningsselskap.

Idag vil den virksomhet som består i å motta og videreformidle ordre omfattes av fondsmeglerforetaks enerett da slik virksomhet innebærer det å opptre som mellommann ved verdipapirhandel, jf. vphl. § 4. Som nevnt over under "[Verdipapirer](#)" i pkt. 4.4.5.1 kan imidlertid foretak med tillatelse fra departementet etter verdipapir-

fondl. § 6-7 selge andeler i verdipapirfond ved å formidle ordre om kjøp til forvaltningsselskapet. I tillegg er det som nevnt under "*Norske fondsmeglerforetak*" i pkt. 4.2.2.1 antatt at vphl. § 4 ikke er til hinder for at en bank som opptrer som fullmektig for et fondsmeglerforetak formidler kjøp fra eller salg til fondsmeglerforetaket mot godtgjørelse.

Etter utvalgets syn bør rene formidlere av ordre vedrørende kjøp og salg av finansielle instrumenter ikke omfattes av krav til konsesjon. Det foreslås et unntak fra konsesjonskravet for tilfelle der videreformidling kun skjer til foretak som har konsesjon til å yte investeringstjenester, altså kredittinstitusjon eller annet investeringsforetak. I tillegg foreslås det i tråd med direktivet et unntak ved formidling til forvaltningsselskap for verdipapirfond. Utvalget viser forøvrig til at en agent som handler for et annet selskaps regning og risiko vil anses som del av foretaket, jf. ISD art. 1 nr. 2. Det følger av vphl. § 5 tredje ledd at ervervsmessig verdipapirhandel kun kan drives fra fast forretningssted. I NOU 1978:42 Verdipapirhandel er det vist til at denne regelen vil kunne by på visse tolkningsproblemer og at det avgjørende vil være at den alt vesentlige virksomhet drives fra et fast kontor. Utvalget legger til grunn at bestemmelsen ikke er til hinder for at foretakene benytter agenter i rimelig grad. Etter utvalgets syn bør norske foretak på lik linje med utenlandske foretak ha slik adgang. Ettersom utvalget ikke anser vphl. § 5 til hinder for bruk av agenter, foreslås imidlertid ingen endringer i loven på dette punktet.

Etter art. 2 nr. 2 d) skal direktivet ikke omfatte foretak hvis investeringstjenester bare består i å forvalte en ordning for arbeidstakers eierandeler. Utvalget legger til grunn at dette unntaket omfatter f.eks. stiftelser som er opprettet med det formål å forvalte arbeidstakers aksjer i det selskap de arbeider i. Slike stiftelser anses ikke å omfattes av konsesjonskravet i vphl. Utvalget foreslår at rettstilstanden videreføres på dette punkt ved at det tas inn et unntak i loven i samsvar med direktivbestemmelsen.

I henhold til art. 2 nr. 2 bokstav i) skal direktivet ikke omfatte personer som har som sin hovedvirksomhet å handle med råvarer seg imellom eller med produsenter eller profesjonelle brukere av slike varer. Dette under forutsetning av at det kun ytes investeringstjenester til vedkommendes motparter og bare i det omfang som er nødvendig for å kunne utøve vedkommendes hovedvirksomhet. Utvalget er ikke kjent med at det drives slik virksomhet i Norge, men mener at det bør legges til rette for at slik virksomhet kan utføres fra Norge uten at det skal være nødvendig med egen konsesjon. Utvalget legger avgjørende vekt på at det her dreier seg om profesjonelle parter som selv må anses å ha betydelig innsikt i transaksjonens art og de foreliggende risiki. Når ISD ikke har ansett det nødvendig å legge denne virksomheten inn under direktivet, bør dette heller ikke skje på nasjonalt nivå. Unntaket er derfor innført i lovforslaget.

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 marked 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.

4.4.6 Foretaksautorisasjon

Fondsmeglerforetak skal i henhold til verdipapirhandeloven organiseres som aksjeselskap. Selskapets eiere og ledelse vil således ha den bestemmende innflytelse i selskapet. Det er imidlertid bevillingshaver som etter dagens ordning er den faglige ansvarlige for virksomheten. Utviklingen i verdipapirmarkedet de senere år har medført en vekst i foretakenes virksomhet med hensyn til både omfang og tjenestespekter. Avhengig av foretakets størrelse og virksomhet, vil bevillingshaveren lett kunne bli spesialisert bare innenfor en del av foretakets virksomhet, og forøvrig ha en mer begrenset oversikt over den samlede virksomheten. Etter det utvalget har fått opplyst har det dessuten i enkelte tilfeller oppstått problemer ved at bevillingshaver er gitt en plassering i organisasjonen som gjør det vanskelig for vedkommende å utøve det reelle faglige ansvar.

Utvalget har kommet til at dagens system med personlig fondsmeglerbevilling bør erstattes av et system der tillatelse gis til foretaket. Utvalget legger vekt på at et system med foretaksautorisasjon vil være i samsvar med hvordan fondsmeglernæringen er organisert i dag. Etter utvalgets syn vil man ved å knytte tillatelsen til foretaket også gjøre det lettere å sikre at regelverket for virksomheten blir gjort gjeldende med tilstrekkelig effektivitet for foretaket som sådan og ikke minst for foretakets reelle ledelse. Det er videre utvalgets syn at foretaksautorisasjon igjen vil kunne sikre et mer effektivt tilsyn, fordi Kredittilsynet kan forholde seg til selskapets reelle ledelse og i større grad enn idag rette eventuelle sanksjoner mot foretaket. En fordel ved det etablerte system med personlig bevillingshaver har vært at man har hatt en viss sikkerhet for at faglig ekspertise har stått bak virksomheten. Utvalget vil derfor vise til at det også etter det nye system foreslås at det stilles nærmere krav til foretakets ledelse og aksjonærer, se "[Godkjennelse av ledelsen](#)" i pkt. 4.4.7.2 og "[Aksjonærer med kvalifisert eierandel](#)" i 4.4.7.3 nedenfor.

4.4.7 Vilkår for å få konsesjon

Som nevnt innledningsvis i "[Reguleringspolitiske behov](#)" i pkt. 2.3 og over legger utvalget til grunn at det i utgangspunktet bør stilles de samme krav for tillatelse til norske investeringsforetak som dem som følger direkte av ISD. På enkelte punkter har utvalget imidlertid gått inn for å beholde noe strengere krav i tråd med den praksis som alt er etablert i Norge. Dette gjelder kravet til at investeringsforetak må være aksjeselskap samt krav til at foretakets interne rutiner må være noe mer spesifisert enn det som følger av ISD. I og med at det her er tale om å videreføre et innarbeidet system, antar utvalget at disse forslag ikke vil påvirke norske foretaks konkurranse-situasjon særlig negativt. Utvalget vil imidlertid ikke foreslå nye regler som er strengere enn det ISD legger opp til.

Kravene til foretakenes kapital vil bli behandlet særskilt under "[Kapitalkrav](#)" i pkt. 4.4.8. Også når det gjelder krav til minste egenkapital er det foreslått noe stren-

gere bestemmelser enn det som følger av CAD. At kapitalkravene overholdes, er et absolutt vilkår for å drive virksomhet.

4.4.7.1 Selskapsform og forretningssted

Fondsmeglerforetak skal etter gjeldende norsk rett organiseres som aksjeselskap. Banker kan imidlertid drive fondsmeglervirksomhet i egen avdeling i banken – dvs. uten at det opprettes eget datterselskap.

Aksjeselskaper er en organisasjonsform som er underlagt den mest veletablerte og gjennomarbeidede form for regulering i norsk rett. Utvalget har derfor ikke funnet grunn til å foreslå endringer når det gjelder kravet om at investeringsforetak må være organisert som norsk aksjeselskap, selv om ISD også åpner for andre selskapsformer. Kravet til aksjeselskapsform vil kun gjelde investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon. Utvalget viser til at regler om bankers og finansieringsforetakets organisering og selskapsform følger av banklovene og finansieringsvirksomhetsloven. Det vises for øvrig til "[Organisering av virksomheten](#)" i pkt. 4.4.7.4 om organisering av virksomheten.

Når det gjelder kravet til konsesjon ved etablering av avdelingskontor, jfr. vphl. § 16, foreslår utvalget at dette erstattes med en plikt for investeringsforetaket til å gi Kredittilsynet melding om slik etablering. Det bør imidlertid stilles faglige krav også til lederen av avdelingskontoret.

I tråd med ISD foreslås også inntatt en bestemmelse om at et norsk investeringsforetak (aksjeselskap) må ha både hovedkontor og forretningskontor i Norge.

4.4.7.2 Godkjenning av ledelsen

Etter vphl. § 12 utstedes fondsmeglerbrev til personer som:

- har fondsmeglereksamen,
- har minst tre års praktisk utdanning i verdipapirhandel,
- er økonomisk vederheftig,
- har ført en hederligandel, og
- under sitt virke i verdipapirhandelen har iaktatt god meglerskikk.

Det er utvalgets syn at det fortsatt bør stilles krav til faglig leders kvalifikasjoner ogandel, selv om gjeldende regler om personlig fondsmeglerbevilling foreslås opphevet. Utvalget viser til at det også følger av ISD art. 3 nr. 3 at de som faktisk leder investeringsforetakets virksomhet skal oppfylle de nødvendige krav til godandel og erfaring. Det anses viktig av hensyn til både investorene og markedets integritet at det er foretakets ledelse – som vil ha ansvaret for håndhevelsen av etiske og rettslige retningslinjer for foretakets virksomhet – som er underlagt en godkjennelsesordning.

Når det gjelder nærmere utforming av krav til selskapets ledelse, må det tas i betraktning at utvalget i tråd med intensjonene i ISD foreslår at det i større grad skal stilles krav til foretakenes *organisering* av virksomheten og til utforming og overholdelse av interne kontrollrutiner, fremfor detaljerte virksomhetsregler fastsatt i loven.

4.4.7.2.1 Selskapets ledelse

I henhold til ISD art. 3 nr. 3 skal det stilles krav til dem som faktisk leder virksomheten. Det er imidlertid ikke nærmere presisert *hvem* som skal anses som «de som faktisk leder» foretakets virksomhet.

Det følger av direktivet art. 3 nr. 3 annet avsnitt at retningslinjene for foretakets virksomhet skal fastlegges av minst to personer som skal oppfylle kravene til godandel og erfaring. Som nevnt under "*Hjemstatsregulering*" i pkt. 4.3.3.1 kan imidlertid vedkommende myndighet godkjenne også foretak som på grunn av virksomhetens art eller omfang er juridiske personer, og som i samsvar med sine vedtekter og nasjonale lover ledes av en enkelt fysisk person, når en egnet ordning sikrer det tilsvarende resultat, særlig mht. art. 1 nr. 2 tredje ledd siste strekpunkt, som i denne forbindelse stiller krav om at investorene skal være vernet også om lederen dør, blir arbeidsufør e.l.

Utvalget foreslår som nevnt under "*Selskapsform og forretningssted*" i pkt. 4.4.7.1 at kravet til at foretakene organiseres som aksjeselskap opprettholdes. Det følger av aksjeloven § 8-7 at forvaltningen av selskapets anliggender hører under styret, som skal sørge for en tilfredsstillende organisasjon av selskapets virksomhet. Har selskapet administrerende direktør hører forvaltningen under styret og administrerende direktør. Administrerende direktør forestår den daglige ledelse og skal følge de retningslinjer og pålegg styret har gitt. Utvalget legger til grunn at alle investeringsforetak bør ha administrerende direktør. Dette er også vanlig praksis idag. Med utgangspunkt i aksjelovens organisasjonsform mener utvalget at de betingelser ISD oppstiller best kan tilfredsstilles ved krav om at medlemmene av foretakets styre og administrerende direktør må fylle krav til godandel og tilstrekkelig erfaring, idet disse vil være de som har ansvaret for å fastsette retningslinjer for foretakets virksomhet. Utvalget viser i denne forbindelse til at også i Sverige og Danmark er slike krav knyttet til foretakenes styre og direktør.

Som det fremgår av neste punkt, anser utvalget at det ut fra en konkret vurdering kan bli aktuelt å stille krav også til ledere på et lavere nivå i foretakets organisasjon. Videre legger utvalget til grunn at det ikke vil være behov for å stille de samme krav til erfaring for medlemmene av styret som for daglig leder.

Endelig minner utvalget om at ISDs bestemmelser om ledelsen ikke kommer til anvendelse for kredittinstitusjoner. Krav til godkjenning av ledelsen i kredittinstitusjoner følger imidlertid av bankdirektivene. I henhold til Første Bankdirektiv art. 3 nr. 2 skal det ikke gis tillatelse til å drive virksomhet som kredittinstitusjon med mindre det er minst to personer som faktisk bestemmer hovedlinjene for kredittinstitusjonens virksomhet og disse personene har den nødvendige godeandel og tilstrekkelig erfaring for å utøve disse funksjonene. Utvalget legger til grunn at det ikke skal foretas noen ny formell godkjenning av ledelsen i kredittinstitusjoner dersom det søkes om tillatelse til å yte investeringstjenester etter vphl. Også for kredittinstitusjoner foreslås det imidlertid at søknad om tillatelse etter vphl. skal inneholde opplysninger om foretakets ledelse og ledende ansattes erfaring ogandel. Dersom konsesjonsmyndigheten anser at ledelsen ikke har tilstrekkelig erfaring til å kunne utvide virksomheten til også å omfatte ytelse av investeringstjenester, legges det til grunn at det må kunne stilles som vilkår for tillatelsen at ledelsen styrkes med den nødvendige erfaring.

4.4.7.2.2 *Krav til utdanning og erfaring*

Personlig fondsmeglerbevilling forutsetter som nevnt idag fondsmeglereksamen samt 3 års praksis med verdipapirhandel, derav minst 2 år i investeringsforetak. Dette er rent objektive krav.

Det er utvalgets syn at det for fremtiden ikke bør oppstilles formelle krav til en bestemt form for utdanning, da flere typer utdanning vil kunne kvalifisere til en stilling som leder av investeringsforetak. Utvalget viser til at det etter gjeldende regler ikke kreves at avlagt fondsmeglereksamen skal være av nyere dato. Det kan

derfor ikke uten videre legges til grunn at kravet om slik eksamen sikrer tilstrekkelig kjennskap til fondsmeglervirksomhet slik den idag bør drives, herunder kunnskap om gjeldende regelverk for virksomheten. Utvalget mener imidlertid at det vanskelig kan gis en oppregning i loven av hvilken form for utdanning som skal anses nødvendig. Krav til utdanning følger heller ikke av ISD. Utvalget vil heller gå inn for at lederne av virksomheten overfor tilsynet bør dokumentere tilstrekkelig kjennskap til bransjen og til relevant regelverk for virksomheten. Det vil i så fall bli opp til tilsynsmyndigheten i hvilken utstrekning avlagt formell utdanning vil gå inn i den helhetsvurdering tilsynsmyndigheten må foreta av om de faglige krav er oppfylt.

Utvalget vil understreke at forslaget ikke innebærer at fondsmeglerutdannelsen bør opphøre. Idag ligger det faglige ansvar for denne under Finansdepartementet. Denne ordningen vil naturlig bortfalle når fondsmeglereksamen ikke lenger er et lovfestet vilkår for å få tillatelse. Selve fondsmeglerutdanningen kan imidlertid videreføres i privat regi. Utvalget antar at bransjen selv eventuelt bør ha tilsyn med den faglige del av denne opplæring, selv om selve undervisningen forstås av en undervisningsinstitusjon. Utvalget antar at tittelen «fondsmegler» heretter bør benyttes av de som har tatt en slik utdanning, og vil foreslå at vphl § 17 videreføres i en form som gjør dette klart.

For ledelsen i investeringsforetak foreslår utvalget at det stilles krav om praksis fra verdipapiromsetning, samt at denne er av ny dato. Etter utvalgets syn må det vesentlige være at foretaket kan dokumentere at det har en ledelse som samlet oppfyller de kravene til praktisk erfaring som må anses nødvendig i forhold til den virksomhet foretaket konkret skal drive. Denne virksomhet kan som kjent variere i og med at det i fremtiden vil bli lagt opp til at det søkes om tillatelse tjeneste for tjeneste, jfr. "[Konsesjonsplikt](#)" i pkt. 4.4.5 over. Det bør etter utvalgets syn legges til grunn at også eierne vil kunne bidra til den nødvendige erfaring. Det vises i denne forbindelse til at også eiere med kvalifiserte eierandeler skal vurderes mht. egnethet, se "[Aksjonærer med kvalifisert eierandel](#)" i pkt. 4.4.7.3 nedenfor.

Som nevnt foreslår utvalget at det er styret og daglig leder som skal oppfylle kravene til godandel og erfaring, fordi disse har formelt lederansvar etter aksjeloven og også skal fastlegge de interne retningslinjene for foretakets virksomhet. I store foretak med omfattende virksomhet og et bredt tjenestespekter, bør det åpnes for at det stilles krav om mer generell kunnskap om verdipapirområdet hos den øverste ledelse. Det må også ses hen til om daglig leder knytter til seg en ledergruppe som tilsammen innehar den nødvendige kompetanse og erfaring innen alle de tjenester foretaket yter.

I henhold til de retningslinjer som her er angitt, vil utvalget foreslå at den (de) som faktisk leder virksomheten skal ha erfaring fra verdipapirmarkedet to av de siste fem år før vedkommende ansettes som leder av virksomheten. Hvilken erfaring som skal anses relevant, bør som nevnt vurderes på bakgrunn av det aktuelle foretaks tjenestespekter og organisering. Det understrekes imidlertid at det ikke er nødvendig at erfaringen er opparbeidet i et investeringsforetak. Det avgjørende vil være om vedkommende i sitt daglige arbeid har hatt nær og praktisk befatning med verdipapirmarkedet i Norge eller i utlandet.

Kravet til relevant erfaring hos den som faktisk leder investeringstjenestevirksomheten, foreslås fastsatt som et vilkår for tillatelse. Det skal altså foretas en form for godkjenning av lederens kvalifikasjon. Når det gjelder styrets erfaring foreslås det at tillatelse til å yte investeringstjenester kan nektes dersom et medlem av styret ikke oppfyller de nødvendige krav.

4.4.7.2.3 *Krav tilandel*

Verdipapirhandelloven § 12 stiller idag krav om at bevillingshaver skal ha ført en hederlig andel og overholdt kravet til god meglerkikk. I henhold til ISD art. 3 nr. 3 skal det stilles krav til «god andel».

Utvalget foreslår en videreføring av kravet om at ansvarlig leder for virksomheten må ha overholdt kravet til god meglerkikk. Dette anses å ligge innenfor den siterte ordlyd i ISD (jfr. også art. 11), som en praktisk presisering. Det vises forøvrig til at kravet til god meglerkikk foreslås videreført og presisert som et krav til god forretningsskikk.

Utvalget har videre drøftet hvorvidt kravet til andel bør og kan presiseres ved klare retningslinjer. Etter utvalget syn vil det ved en vurdering av god andel nødvendigvis være behov for et visst skjønn. Desto større innslaget av skjønn er, desto større kan usikkerheten omkring tolkningen av bestemmelsen bli. Utvalget vil imidlertid vise til at et avslag på tillatelse til å yte investeringstjenester vil kunne påklages etter de alminnelige reglene i forvaltningsloven. Dette begrenser betenkelighetene ved at konsesjonsmyndigheten tillegges en viss grad av skjønn. Utvalget viser videre til at kravene til god andel etterhvert vil avleire seg i tilsynets praksis, som forutsettes gjort kjent slik at interesserte personer på forhånd kan innrette seg etter de krav som vil bli stillet. Det vises endelig til at det i forbindelse med tilsynsarbeidet mellom EØS-land er igang samtaler med sikte på å nå frem til felles normer for de krav som bør stilles til foretakenes ledelse. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at loven beholder det generelle krav til god andel. På bakgrunn bl.a. av det tilsynssamarbeid som nå pågår, foreslås imidlertid at nærmere spesifiserte krav til andel kan fastsettes i forskrift.

Utvalget legger uansett til grunn at praktiseringen av kravet til god andel og en eventuell forskrift om dette, kun bør ta i betraktning forhold som kan sies å være relevant for virksomheten i et investeringsforetak. Som eksempler på dette kan nevnes overtredelse av regelverket for verdipapirhandel, samt sammenlignbare økonomiske lovbrudd. Hvorvidt ilagt straffereaksjon bør få betydning, må bero på om forholdet tilsier at det foreligger fare for misbruk av stillingen eller vervet eller tap av avgjørende tillit. Det straffbare forholdets art og om det ligger langt tilbake i tid, må videre tillegges betydning ved vurderingen. Mindre alvorlige forhold bør i utgangspunktet ikke tillegges vekt, med mindre antallet overtredelser i seg selv tilsier det.

I tillegg til strafferettslige reaksjoner, bør det også tillegges betydning om en person i sitt tidligere virke har utvist slik adferd at han ikke vil ivareta sin stilling på en forsvarlig måte, selv om adferden ikke har ført til formelle reaksjoner. Det bør tillegges særlig vekt om slik adferd er utvist i virksomhet innen finanssektoren. Som eksempler kan nevnes at vedkommende ikke har utført lovbestemt tilsyn i foretaket, vedvarende har unnlatt å oppfylle offentlige rapporteringskrav, eller har vist manglende aktsomhet mht. forvaltningen av betroede midler. På den annen side foreslås at det absolutte krav til økonomisk vederheftighet i vphl. § 12 oppheves. Etter utvalgets syn er det uklart hva dette krav innebærer (Christiansen og Bjørland s. 188 peker på at dette i prinsippet er et krav om at personlig formue overstiger personlig gjeld, men at noen streng kontroll med dette neppe er gjennomførbart). Det kan f.eks. antas at sterk gjeldsbelastning ikke i seg selv er tilstrekkelig dersom vedkommende er likvid. En gjeldsbelastning som f.eks. medfører personlig konkurs kan nok komme i en annen stilling. Utvalget er uansett av den oppfatning at betydningen av en leders økonomiske forhold vil oppfanges i den utstrekning det er nødvendig gjennom kravet til andel, som er behandlet over. Vandelskravet vil som nevnt oppfange bl.a. klanderverdig adferd i forbindelse med økonomiske disposisjoner, noe som må anses tilstrekkelig.

I denne forbindelse peker utvalget på at lederens privatøkonomiske situasjon vil være helt underordnet i fremtiden. Det er foretakets kapitaldekning og investorbeskyttelsessystem som er av interesse for foretakets kunder.

I samsvar med det som foreslås om ledelsens og styrets erfaring, foreslås det at krav til hederlig vandel for den som faktisk leder virksomheten, settes som et vilkår for tillatelse. Dersom et medlem av investeringsforetakets styre ikke oppfyller de nødvendige krav til hederlig vandel, kan tillatelse nektes.

4.4.7.3 Aksjonærer med kvalifisert eierandel

I henhold til ISD art. 4 skal myndighetene ha melding om identiteten til aksjonærer med eierandel som representerer 10 pst. av aksjekapitalen eller stemmene, eller som gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet, før foretaket gis tillatelse til å starte virksomhet. Tillatelse skal nektes dersom myndighetene, fordi det er nødvendig å sikre en god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket, ikke er overbevist om at aksjonærene er egnede. Verdipapirhandelloven inneholder ikke regler om godkjenning av ledelsen eller krav om tillatelse til å eie aksjer i fondsmeglerforetak, bortsett fra § 14 tredje ledd om utenlandske statsborgeres adgang til å eie aksjer. Denne bestemmelsen er som følge av EØS-forpliktelsene foreslått opphevet i Ot.prp. nr. 17 (1994-95).

På bakgrunn av ISD art. 4 foreslår utvalget en bestemmelse hvor det gis adgang til å nekte tillatelse dersom aksjonærer med kvalifisert eierandel i foretaket ikke anses egnede til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Vurderingen av om en aksjonær anses «egnet» vil, som ved vurderingen av selskapets ledelse og dennes erfaring og vandel, i noen grad måtte bero på et skjønn. På tilsvarende måte som ved kravet til vandel foreslår utvalget også her at man nøyer seg med en generell henvisning til at aksjonæren må anses egnede. Klargjøring vil også her kunne skje gjennom praksis, og rettssikkerhet vil ivaretas gjennom administrativ klagebehandling. Utvalget legger videre til grunn at det også i relasjon til denne bestemmelsen kan forventes utviklet felles normer for tilsynsmyndighetene i EØS-landene, og foreslår at nærmere spesifiserte krav til egnethet skal kunne fastsettes i forskrift.

Utvalget vil imidlertid gi uttrykk for at kun alvorlige forhold bør anses å diskvalifisere fra eierskap i et investeringsforetak. Utvalget har merket seg at i det svenske forslaget til ISD-implementering er det lagt til grunn at kun alvorlige misforhold skal kunne diskvalifisere et erverv av kvalifisert eierandel. Særlig i et lite land som Norge er det av betydning at det legges til rette for nyetablering av investeringsforetak, jfr. *"Reguleringspolitiske behov"* i pkt. 2.3. Dette kan bare skje ved at nye eiere tillates å sette igang slik virksomhet.

Utvalget antar også at kravet til aksjeselskap som selskapsform vil kunne medføre at nektelse av tillatelse på bakgrunn av «uegnede» aksjonærer med kvalifisert eierandel neppe vil bli særlig utbredt. Det er ikke behov for strenge krav til egnethet for å være eier i et aksjeselskap hvor det er styret som er ansvarlig for forvaltning og organisering av virksomheten. Det vises i denne forbindelse til utvalgets forslag om at tillatelse kan nektes dersom medlemmene av styret ikke tilfredsstiller krav til hederlig vandel og tilstrekkelig erfaring. Det vil først være som aksjeeiere med betydelig innflytelse hvor det at man er «uegnede» kan sette en god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket i fare.

ISD stiller også krav til løpende underretning til myndighetene om planer om erverv og avhendelse av kvalifiserte eierandeler, jfr. art. 9. Fra dagen for underretningen skal myndighetene ha en frist på høyst tre måneder til å motsette seg erverv av andel dersom de, fordi det er nødvendig for å sikre en god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket, ikke er overbevist om at erververen er egnede. Utvalget

legger til grunn at den samme egnethetsvurderingen som ved tillatelse til å starte virksomhet, skal anvendes ved senere endringer i aksjeinnehav. For øvrig foreslår utvalget at bestemmelser om aksjonærers meldeplikt fastsettes i loven. Bestemmelser om investeringsforetakenes plikt til å gi melding om aksjeeierens identitet foreslås fastsatt av Kredittilsynet i forskrift.

Det fremgår av art. 9 nr. 5 at dersom personer med kvalifisert eierandel i et investeringsforetak gjør sin innflytelse gjeldende på en måte som kan skade en god og fornuftig forvaltning av foretaket, skal myndighetene treffe passende tiltak for å bringe denne situasjonen til opphør. Slike tiltak kan etter bestemmelsen omfatte påbud, sanksjoner overfor ledelsen eller suspensjon av de stemmerettigheter som er knyttet til vedkommende aksjer. Utvalget foreslår at Kredittilsynet gis kompetanse til å gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves eller gi pålegg om salg av aksjene, se den nærmere drøftelsen under "[Pålegg om retting mv.](#)" i pkt. 7.4.3.3.1.

4.4.7.4 Organisering av virksomheten

Det følger idag av vphl. § 23 at Finansdepartementet kan treffe vedtak om organiseringen av den delen av et fondsmeglerforetaks virksomhet som ikke er fondsmegling, herunder bestemme at slik virksomhet skal organiseres i eget selskap. I lovens § 15 er det fastsatt at bankers fondsmegling skal drives i egen fondsavdeling og at avdelingen og dens forretninger skal holdes adskilt fra bankers øvrige virksomhet etter departementets godkjennelse. Kredittilsynet har fastsatt retningslinjer for organiseringen av bankers fondsmeglervirksomhet. Kongen kan treffe vedtak om at fondsmeglervirksomhet skal organiseres i eget selskap. Det følger for øvrig av § 29 at taushetsplikten for de ansatte i fondsavdelingen gjelder også i forhold til bankens øvrige avdelinger. Utover de nevnte bestemmelser fastsetter ikke verdipapirhandelloven nærmere krav til organisering av virksomheten utover det alminnelige kravet om god meglerskikk i § 18.

I henhold til ISD art. 10 skal norske myndigheter utarbeide tilsynsregler for investeringsforetak hjemmehørende i Norge. Reglene skal bl.a. inneholde krav om at foretak skal være organisert på en måte som begrenser risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom til et minimum. Disse reglene skal også gjelde for kredittinstitusjoner som yter investerings-tjenester.

Etter utvalgets syn vil det være et viktig fremskritt å få hjemmel i norsk rett for organisasjonsregler som begrenser interessekonflikter og klargjør grensene mellom foretakenes egeninteresser og forpliktelser i forhold til sine kunder. Utvalget legger til grunn at det kan være behov for krav om at f.eks. foretakenes egenhandel drives adskilt fra foretakenes handel på vegne av kunder. Foretakets organisering må uansett sikre en betryggende håndtering av fortrolig informasjon. Slike regler vil være et nødvendig motstykke til den liberalisering av adgangen til egenhandel og kredittgiving som utvalget vil foreslå.

Adskillelsesspørsmålet generelt vil imidlertid også måtte vurderes særskilt på bakgrunn av arten av de finansielle instrumentene. Utvalget legger til grunn at adskillelse av ulike typer virksomhet vil kunne ha større betydning ved tjenester knyttet til aksjer enn ved tjenester knyttet til obligasjoner.

Utvalget viser for øvrig til ISD art. 10 tredje strekpunkt om at investeringsforetaket skal treffe tilfredsstillende tiltak med hensyn til de midler som tilhører investorer, med sikte på å verne deres rettigheter samt hindre at investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon benytter investorenes midler for egen regning. Bestemmelsen må antas å gi grunnlag for en videreføring av vphl. § 25 første ledd annet punkt

om at fondsmeglerforetak skal holde klientmidler adskilt fra foretakets egne midler. Kredittilsynet har lagt til grunn at det med adskilt menes fysisk adskilt. Kun regnskapsmessig adskillelse anses heller ikke for tilstrekkelig etter direktivbestemmelsen.

Utvalget er mer i tvil om hensiktsmessigheten av å stille spesifikke krav til utskillelsen av ulike typer virksomhet i loven. Når det gjelder bankene, kan det etter utvalgets syn tenkes mulige interessekonflikter også mellom ulike typer banktjenester som f.eks. mellom kredittgivning og bankens investeringsvirksomhet. Etter utvalgets syn bør krav til adskillelse og organisering av virksomhet derfor vurderes konkret på bakgrunn av den virksomhet det enkelte foretak driver. Utvalget legger til grunn at ansvaret for en forsvarlig organisering av virksomheten i størst mulig grad bør påhvile foretakene selv. Det vises i denne forbindelse til at ISD krever at retningslinjer for foretakets virksomhet skal fastsettes av to av dem som faktisk leder virksomheten. Myndighetenes ansvar er å påse at så skjer, og ha hjemmel til å gripe inn mot overtredelser og andre mislige forhold.

Utvalget foreslår etter dette en generell bestemmelse om at investeringsforetak, herunder kredittinstitusjonen som yter investeringstjenester, skal innrette sin virksomhet slik at de er organisert og har interne rutiner i samsvar med de krav som er fastsatt i ISD art. 10. Dette er i samsvar med bl.a. lovgivningen i England, Nederland og de øvrige nordiske land. Ingen av disse land har konkrete krav i lov eller forskrift til organisering av fondsmeglerforetaks virksomhet eller til bankers fondsmeglervirksomhet. Rent teknisk foreslås at myndighetenes kontroll vil skje i forbindelse med behandling av søknad om oppstart og ved senere tilsyn med foretaket. Innvilgelse av og avslag på søknad, samt tilsynspålegg vil være enkeltvedtak. Det foreslås således at utkast til interne rutiner og organisering skal vedlegges søknaden om tillatelse til å yte investeringstjenester og at tilfredsstillende interne rutiner således vil være en forutsetning for tillatelsen.

Utvalget vil ikke foreslå en egen plikt til å gi melding om endringer av rutinene etter at tillatelse er gitt. Utvalget legger i denne forbindelse vekt på at ansvaret for rutinene til enhver tid bør påligge foretakets ledelse og at unødig rapportering som kan innebære en form for ansvarsfraskrivelse fra foretakets ledelse bør unngås. Det er også viktig å legge til rette for fleksibilitet og tilpassing utfra foretakets eget behov. Kredittilsynet vil imidlertid kunne innhente informasjon etter behov, og også reagere mot overtredelser som avdekkes ved kontrollen. I praksis antas at standard retningslinjer for organisering og rutiner vil kunne utarbeides av bransjen selv, og at det utfra disse foretas konkrete tilpasninger i det enkelte foretak.

Selv om foretaket har ansvaret for organiseringen av virksomheten, legger utvalget til grunn at det kan være behov for en adgang for myndighetene til å gripe inn mot uforsvarlige forhold og selv treffe vedtak om organiseringen av foretakets virksomhet. Det foreslår derfor en tilpasning av vphl. § 23 til de behov ISD betoner, som er omtalt over. Bestemmelsen slik den lyder i dag begrenses som kjent til å treffe vedtak om organiseringen av virksomhet som *ikke* er fondsmegling. Etter utvalgets syn bør det også kunne treffes vedtak om organiseringen av investerings-tjenestevirksomheten i den grad foretakets organisasjonsstruktur eller interne rutiner rent generelt ikke anses tilfredsstillende.

Slikt vedtak bør etter utvalgets syn kunne treffes av Kredittilsynet. Ettersom krav til organisering som forklart over bør fastsettes konkret ut fra foretakenes virksomhet, anser utvalget det lite hensiktsmessig at slike krav som idag fastsettes også i forskrift. Også Kredittilsynet må være forpliktet til i et slikt tilfelle å gå konkret inn i det enkelte foretaks situasjon. Det foreslås derfor at Kredittilsynet kan treffe enkeltvedtak om foretakets organisering dersom foretakets interne rutiner etter sitt innhold er eller håndheves i strid med de prinsipper som fremgår av ISD art. 10.

Kredittilsynets vedtak vil kunne påklages til Finansdepartementet etter alminnelige forvaltningsrettslige regler.

I tillegg til de ovenfor nevnte bestemmelser om organisering av virksomheten foreslår utvalget at foretaket skal ha interne instruksjoner for de ansattes adgang til å være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap i andre foretak, eller ha innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2. Dette blir nærmere kommentert i under "[Ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet m.m.](#)" i pkt. 5.4.4.

4.4.8 Kapitalkrav

4.4.8.1 Startkapital

Det følger av kapitaldekningsdirektivet (CAD) at kravene til minste startkapital må settes høyere enn aksjelovens krav til minste aksjekapital. Bestemmelsen om startkapital gjelder for investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon. Kravene til minstekapital bør etter utvalgets syn settes likt direktivets hovedregel, dvs. 730.000 ECU (ca. 6.132.000 NOK).

I henhold til direktivet kan det settes lavere krav i tilfeller der foretaket ikke kan handle for egen regning eller delta i fulltegningsgarantier, eller forvalte kunders penger eller verdipapirer. Utvalget anser det hensiktsmessig at loven gir uttrykk for direktivets hovedregel, men at det gis hjemmel for å gjøre unntak fra kravet i konkrete tilfeller, dersom foretaket oppfyller forutsetningene som muliggjør adgang til å ha lavere kapital i henhold til direktivet. Det foreslås ikke adgang til å gi dispensasjon til lavere kapital enn 125.000 ECU. CADs minstekrav på 50.000 ECU anses lite aktuelt ved fremtidige etableringer. Utvalget antar at det ikke bør føres noen streng praksis for unntak, forutsatt at kravene etter ISD er oppfylt. Det vises for øvrig til at forslaget til fastsatt minimumskrav i loven samsvarer med tilsvarende reguleringsform for banker og kredittforetak.

Når det gjelder innholdet i begrepet minste startkapital, har CAD art. 2 nr. 24 en henvisning til de komponenter som er omhandlet i Rådsdirektiv 89/299 om kredittinstitusjoners ansvarlige kapital art. 2 nr. 1 punkt 1) og 2). I disse bestemmelsene er det inntil videre henvist til Rådsdirektiv 86/635 om bankers og andre finansinstitusjoners årsregnskaper og konsoliderte regnskaper art. 22 og 23. Det fremgår her at det som kan inngå i startkapitalen er det som etter nasjonal lovgivning regnes som innbetalt egenkapital samt visse reserver.

Etter det utvalget har brakt på det rene, oppfyller alle de norske fondsmeglerforetakene det krav til minste egenkapital som er angitt ovenfor. Utvalget finner ikke grunn til å sette kravet høyere enn det som fremgår som hovedregelen etter direktivet. Det vises i denne sammenheng til at kravet til minstekapital kommer til anvendelse uavhengig av hvilken type virksomhet og i hvilket omfang virksomheten drives. Risiko som er knyttet til foretakets virksomhet dekkes imidlertid gjennom kapitaldekningskravene som behandles i neste underpunkt.

Etter utvalgets oppfatning skal foretakenes egenkapital til enhver tid tilsvare kravet til minste startkapital. Dette er et noe strengere krav enn hva som følger av CAD art. 3 nr. 8 om at det er foretakets ansvarlige kapital som ikke må falle under dette nivå. Etter utvalgets syn vil det imidlertid fremstå som et kvalitetstegn at norske investeringsforetak generelt tilfredsstiller det kapitalkrav som følger av utgangspunktet for CADs hovedregel.

4.4.8.2 Kapitaldekning

Det følger av EØS-forpliktelsene at det må innføres kapitaldekningsregler i tråd med CAD. Utvalget legger til grunn at slike regler burde vedtas uavhengig av om

det følger av EØS-forpliktelsene, idet det gjeldende norske systemet med garantistillelse etter utvalgets syn har endel klare svakheter. Kravene til sikkerhetsstillelse er f.eks. i liten grad differensiert i forhold til de enkelte foretaks aktivitetsnivå. Mindre eller nyoppstartede foretak kan idag i særlige tilfeller få dispensasjon fra det generelle kravet på 50 millioner kroner. Men forøvrig er kapitalkravet ikke differensiert i relasjon til virksomhetens omfang. Forsåvidt gjelder arten av virksomhet har man også i noen grad differensiert ved at det stilles tilleggskrav for bla. aktiv forvaltningsservice og opsjonshandel. Alt i alt er det likevel etter utvalgets syn ikke tvilsomt at denne begrensede form for differensiering ikke er i samsvar med tidens krav. I tillegg kommer at det lovbestemte prosessuelle systemet for å få dekning under sikkerhetsstillelsen, etter utvalgets syn er for tungvint og tidkrevende. Dette medfører bl.a. at det nåværende sikkerhetsregime i praksis sannsynligvis først vil få virkning etter at foretaket allerede har alvorlige økonomiske problemer.

Norges Fondsmeglerforbund foretok i juni 1991 en undersøkelse av hvordan CAD ville slå ut i praksis for etablerte norske fondsmeglerforetak. Undersøkelsen er basert på det direktivforslag som da forelå. Utvalget vil påpeke at undersøkelsen ligger tilbake i tid (1991) og bygger på det forslag til kapitaldekningsdirektiv som da forelå. Det er Kredittilsynets erfaring at risikobilde for foretakene har endret seg siden undersøkelsen ble foretatt. En rekke av resultatene fra undersøkelsen beskriver derfor ikke dagens situasjon. Med disse reservasjoner vil utvalget likevel gi en kort omtale av undersøkelsen.

Hovedkonklusjonen etter undersøkelsen var at alle foretak oppfylte kapitaldekningskravene i det utkast til CAD som den gang forelå. For enkelte vil egenkapitalen øke ved anvendelse av EFs definisjon av egenkapital, mens andre igjen vil erfare en svekkelse av egenkapitalen. Fondsmeglerforbundet viste i denne sammenheng til at det er to elementer ved EUs definisjon av egenkapital som skiller seg spesielt ut i forhold til den definisjon som idag brukes av Kredittilsynet: Det første er at ansvarlig lånekapital etter det da foreliggende forslag til CAD innenfor visse rammer kan tas med i egenkapitalen. På den annen side skal det gjøres fradrag i tellende egenkapital for alle illikvide aktiva.

Fondsmeglerforbundets undersøkelse viste bl.a. at plasseringer i illikvide aktiva vil være med på å påvirke beregningen av egenkapitalen, når den regnes ut på basis av EUs retningslinjer. Man fant imidlertid ikke noe entydig svar på hvor mye slike fradrag vil være med på å påvirke den tellende egenkapitalen. For noen av foretakenes vedkommende fremkommer det at man ikke har illikvide aktiva, mens andre derimot vil få betydelige fradrag i den tellende egenkapitalen. For et foretak falt tellende egenkapitalen til 16 pst. av tidligere nivå (dvs. Kredittilsynets gjeldende definisjon), hvis man tok i bruk CAD-forslagets definisjon av egenkapital. Hvor mange andre foretak som vil erfare en svekkelse er det ikke mulig å si på basis av undersøkelsen. En svekkelse av den tellende egenkapitalen innenfor rimelighetens grenser, vil imidlertid ikke slå særlig hardt ut for foretakene fordi den oppveies av de relativt liberale kapitaldekningskrav for denne type risiko som er nedfelt i CAD-forslaget. Den vil dessuten delvis oppveies av at også beregningsgrunnlaget reduseres. Fondsmeglerforbundet satt imidlertid spørsmålsteget ved i hvilken grad norske fondsmeglerforetak ville ha behov for å få liberalisert de regler som setter mengde-baserte grenser for egenhandelen i og med den beskjedne utnyttelsesgrad man ser i dag. Når det gjelder de enkelte risikoklausulers betydning for kapitaldekningskravenes størrelse, konkluderte Fondsmeglerforbundet som følger:

Posisjonsrisiko

På basis av foreliggende materiale synes det klart at egenhandelomfanget blant norske fondsmeglerforetak er meget begrenset. Risiko på egne posisjoner er videre begrenset til børsnoterte aksjer og gjeldsinstrumenter. Det

er sannsynligvis veldig få foretak som beveger seg på grensen av tillatt egenhandel, uansett hvilken egenkapitaldefinisjon man måtte velge å legge til grunn.

EFs retningslinjer for egenhandel som utvilsomt er mer liberale enn de norske, vil derfor neppe få noen umiddelbar praktisk betydning.

Det forhold at det ikke er noen av de rapporterende foretak som har oppgitt noen posisjonsrisiko for opsjoner kan tyde på at de som er aktive i dette markedet har unnlatt å svare på skjemaet.

Oppgjørsrisiko

Oppgjørsrisiko var det bare ett av foretakene som var eksponert overfor, og risikoeksponeringen var i dette tilfelle av en heller beskjeden karakter.

Valutarisiko

I henhold til rapporteringsskjemaene er det ingen av de rapporterende foretak som er utsatt for denne type risiko.

Annen risiko

Dette er den komponenten som utgjør størsteparten av kapitaldekningsbehovene for de fleste foretak, faktisk ca 95 prosent for ett foretaks vedkommende. Det er blitt påpekt i undersøkelsen at kapitaldekningen for denne type risiko er for høy.»

Også Kredittilsynet har gjennomført beregninger som viser at alle norske fondsmeglerforetak vil ha tilstrekkelig egenkapital i forhold til kravene i CAD med utgangspunkt i den egenhandel foretakene driver pr. idag. Dersom foretakene øker sin egenhandel, vil kravene i CAD imidlertid medføre at de må øke sin egenkapital på et tidligere tidspunkt enn det som vil være tilfellet etter gjeldende norsk forskrift om foretakenes handel for egen regning.

Utvalget legger til grunn at det bør fastsettes kapitaldekningsregler for norske foretak tilsvarende de som følger av CAD. Norge er forpliktet til å gjennomføre disse krav i intern rett, og utvalget anser uansett regelverket i CAD som bedre enn det vi idag har. Det vises i denne forbindelse til at Kredittilsynet har utarbeidet forslag til midlertidig forskrift om fondsmeglerforetaks egenhandel. Forslaget bygger på prinsippene i CAD, men tilfredsstiller ikke detaljkravene i direktivet. Forslaget har vært på høring og er til behandling i Finansdepartementet.

Kapitaldekningskrav bidrar til å sikre den finansielle stabilitet ved at det enkelte foretak får en kapitalbase som gjør at foretaket kan tåle påregnelige tap knyttet til de ulike typer av risiko som foretaket utsettes for i sin virksomhet. Det primære med regelverket er ikke nødvendigvis å hindre at det enkelte foretak må innstille sin virksomhet som følge av økonomiske problemer, men å redusere systemrisikoen til et nivå der det er lite sannsynlig at problemer i et foretak vil spre seg og føre til at markedene og foretakene hindres i å utføre sine oppgaver ved kapitalformidling. Kapitaldekningskrav bidrar dermed til å skape tillit til et effektivt fungerende marked. Kapitaldekningskrav har også en rekke andre fordeler i forhold til dagens sikkerhetsregime. Blant annet tar kapitaldekningreglene hensyn til at det eksisterer ulike former for risiko og til omfanget av slik risiko. Kapitaldekningsreglene er fleksible. Dette er viktig, særlig i forhold til utviklingen av nye finansielle instrumenter. Beregningsmåten og kapitalkravet vedrørende posisjonsrisiko, oppgjørs- og motpartsrisiko og valutarisiko er forankret i økonomisk teori og empiri. Kapitaldekningskrav kan dermed i større grad motivere til risikostyring.

Innføring av kapitaldekningsregler forutsetter at foretakene har interne systemer for kontroll med de ulike typer risiko. Slike systemer er i seg selv viktig for å sikre pålitelig måling av størrelsen på risikoen. Derfor må disse systemene også underlegges selvstendig tilsyn. Dette er forpliktelser som følger av CAD art. 4 nr. 4 og 5.

For å beregne egne posisjoner vil det bli nødvendig for foretakene å installere nye EDB-system, noe som vil medføre økte kostnader for foretakene. Utvalget vil i denne forbindelse vise til de unntak som følger av CAD art. 4, nr. 6 for foretak med liten handelsportefølje. I disse tilfelle kan myndighetene tillate foretakene å beregne kapitalkravene for sine handelsporteføljer i samsvar med Rdir. 89/647 som dekker kredittrisiko, istedet for etter de mer kompliserte reglene i CAD som dekker markedsrisiko.

Utvalget har av kapasitetsmessige hensyn ikke selv kunnet gjennomgå direktivets bestemmelser i detalj. Utvalget vil derfor ikke utelukke at det bør stilles strengere krav enn det som følger av direktivet, men slike krav må i tilfelle begrunnes i eventuelle konkret påviste behov som antas å gjelde for norske foretak. Utvalget legger til grunn at det ikke bør innføres strengere krav enn direktivets dersom det er fare for at slike tilleggskrav vil forrykke konkurranseforholdet mellom investeringsforetak i Norge og andre EØS-land, jf. drøftelsen under "[Reguleringspolitiske behov](#)" i pkt. 2.3.

Den nærmere vurderingen av nivået på kapitaldekningen i relasjon til de ulike arter av risiko, samt utforming av kravene, er av en så teknisk karakter at den bør foretas i form av forskriftsregler. Kredittilsynet og Norges Bank har satt ned en arbeidsgruppe som ser på utforming av kravene. Utvalget foreslår derfor at det i loven gis hjemmel for fastsettelse av forskrifter.

4.4.8.3 *Kontroll med store engasjementer*

Det følger av CAD art. 5 at investeringsforetak skal føre tilsyn og kontroll med sine store engasjementer i samsvar med Rdir. 92/121. Direktivet omfatter også kredittinstitusjoner.

Reglene om tilsyn og kontroll med store engasjementer er begrunnet i at en for stor konsentrasjon av engasjementer overfor en kunde eller overfor en gruppe av kunder med nære forbindelser, kan innebære en uakseptabel tapsrisiko. De nærmere regler om hva som betraktes som et stort engasjement og foretakenes plikt til å rapportere til tilsynsmyndighetene, er beskrevet i "[Tilsyn og kontroll med store engasjementer](#)" i pkt. 4.3.4.3 foran.

Rdir. 92/121 skal i henhold til EØS-avtalen gjøres gjeldende for norske kredittinstitusjoner fra 1. januar 1995. Utkast til forskrift om tilsyn og kontroll med finansinstitusjoners store engasjementer har vært på høring. Utkastet er for tiden til behandling i Finansdepartementet.

Utvalget legger til grunn at kredittinstitusjoner og investeringsforetak i samsvar med CAD bør underlegges like krav til kontroll og tilsyn med store engasjementer. På bakgrunn av det forskriftsarbeide som pågår i Finansdepartementet, anses det lite hensiktsmessig å gå nærmere inn på en vurdering av hvilke konkrete krav som eventuelt bør stilles utover det som følger av våre internasjonale forpliktelser. Utvalget foreslår derfor en lovbestemmelse likelydende med finansieringsvirksomhetsloven § 2-10 om finansinstitusjoners høyeste engasjement med enkeltkunde. Et investeringsforetak vil etter dette ikke kunne ha høyere samlet engasjement med en enkeltkunde enn det som til enhver tid er forsvarlig. Departementet kan fastsette forskrift om høyeste samlede engasjement med en enkelt kunde, herunder om beregningsmåte for engasjement i og utenfor balansen og andre forhold vedrørende gjennom-

føringen av kravet. Departementet vil videre kunne 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.

4.4.8.4 Konsolideringsregler

Det følger av CAD art. 7 at art. 4 om kapitalkrav for kreditt- og markedsrisiko og art. 5 om store engasjementer skal anvendes på konsolidert grunnlag for foretak som inngår i nærmere bestemte «finansielle» konsern. Dette gjelder både kredittinstitusjoner og investeringsforetak. Videre gis Rdir. 92/30 om tilsyn med kredittinstitusjoner på konsolidert grunnlag, med visse tilpasninger, også anvendelse for investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon, jfr. CAD art. 7 nr. 2.

Når det gjelder tilsyn på konsolidert grunnlag viser utvalget til at det følger av tilsynsloven § 1 annet ledd at når foretak under tilsyn inngår i konsern skal det føres tilsyn etter loven også med andre selskaper i konsernet. I det følgende vil utvalget kun behandle anvendelsen av reglene om kapitalkrav og høyeste engasjement med enkeltkunde på konsolidert grunnlag.

Kapitaldekning på konsolidert basis sikrer at konsernets ansvarlige kapital står i tilfredsstillende forhold til konsernets risikoeksponering. Beregning og begrensnings av store engasjementer på konsolidert grunnlag sikrer at konsernets konsentrasjon av engasjementer overfor en kunde eller en gruppe av kunder med nære forbindelser ikke innebærer en uakseptabel risiko for konsernet. Konsolideringsregler er viktig for å hindre spredning av økonomiske problemer i en del til en annen del av konsernet, enten fordi konsernselskapene har nære økonomiske forbindelser eller fordi et morselskap eller holdingselskap i praksis vil måtte tre støttende til, selv om det ikke foreligger en formell forpliktelse.

For norske finansinstitusjoner følger konsolideringsregler ved anvendelse av kapitaldekningskrav av finansieringsvirksomhetsloven § 2a-9. Det er videre gitt forskrift 25. mars 1991 om anvendelse av kapitaldekningsregler på konsolidert grunnlag. Rdir. 92/30 er ikke tilpasset dette regelverk og det foreligger heller ingen konkrete forslag om slik tilpasning. Direktivet har som hovedregel full konsolidering i motsetning til hovedregelen i norsk regelverk som er forholdsmessig konsolidering.

Bestemmelsene i CAD innebærer en utvidelse av regelverket om konsolidering også med hensyn til hvilke institusjoner som omfattes. Blant annet vil de tilfelle der et investeringsforetak som ikke er en kredittinstitusjon er et morselskap i konsern, eller der et «finansielt» holdingselskap har som datterforetak et investeringsforetak men ingen finansinstitusjon som omfattes av finansieringsvirksomhetsloven § 1-4, ikke omfattes av den nevnte § 2a-9 om konsolidering. Dette gjør det nødvendig å innarbeide de nødvendige bestemmelsene fra CAD art. 7 samt Rdir. 92/30 i det norske regelverk.

Utvalget legger til grunn at kapitalkravene i art. 4 for kreditt- og markedsrisiko og art. 5 om store engasjementer skal anvendes på konsolidert grunnlag for de konsern og foretaksgrupper som omfattes av CAD art. 7, se "[Tilsyn på konsolidert grunnlag](#)" i pkt. 4.3.4.4 foran, og foreslår at dette tas inn i loven. Det foreslås at departementet kan fastsette de nærmere regler for konsolidering i samsvar med CAD art. 7 og Rdir. 92/30.

4.4.8.5 Sikkerhetsstillelse

Etter utvalgets syn vil kapitaldekningskrav alene ikke nødvendigvis gi tilfredsstillende sikkerhet. Hvor stor grad av sikkerhet som det er ønskelig å pålegge foretakene å ha, bør bl.a. vurderes på bakgrunn av hvem som er foretakets typiske kunder, dvs. investorstrukturen.

Den typiske forbruker er idag i mindre grad enn tidligere en direkte deltaker i verdipapirmarkedet. Store deler av forbrukernes verdipapirsparing kanaliseres nå gjennom verdipapirfondene. Dette kunne ha tilsagt at forbrukerhensyn ikke bør tillegges avgjørende vekt ved utforming av sikkerhetsordninger for fondsmeglerforetakene. På den annen side må private investorers aktivitet i verdipapirmarkedet antas å variere på bakgrunn av bl.a. den generelle økonomiske utviklingen i samfunnet. Etter utvalgets syn bør det derfor fortsatt legges vekt på å sikre alle typer investorer ved avgjørelsen av om og i hvilken grad det bør etableres særskilte krav til sikkerhetsstillelse i tillegg til kapitaldekningskrav. Det vises i denne forbindelse til Europakommisjonens forslag til rådsdirektiv om investorkompensasjonsordninger (COM(93)381 Final) der det foreslås regler om at investeringsforetak og kredittinstitusjoner som hovedregel skal være med i en garantiordning.

Europa-kommisjonens forslag til investorkompensasjonsordninger omfatter investorer (kunder) av investeringsforetak i hele EØS-området. Medlemslandene kan bestemme at visse kategorier investorer i henhold til direktivets vedlegg skal utelates fra ordningen. Dette gjelder i hovedsak såkalte profesjonelle investorer. I direktivforslaget er det lagt til rette for en slik sonndring ved at det legges opp til en minimumsdekning – begrenset til beløp. Det foreslås at garantiordningen skal gi dekning for et beløp på minimum 20 000 ECU (ca. 168 000 NOK) pr. investor. Medlemslandene kan fastsette prosentvis dekning av kravene. Det må i tilfelle gis dekning av minst 90 pst. av kravene inntil minimums-beløpet på 20 000 ECU er nådd. Medlemsstatene skal videre sørge for at investorers krav dekkes av garantiordningen senest tre måneder etter at det er konstatert at selskapet ikke kan gjøre opp for seg. Forslaget holder åpent hvordan en erstatningsordning forøvrig skal organiseres. Det vil kunne etableres ordninger i form av fond, felles eller individuelle forsikringer eller annen sikkerhetsstillelse f.eks. etter mønster av verdipapirhandeloven "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i Kap. 3 del III. Arbeidet med direktivutkastet har etter det utvalget er kjent med stoppet opp. Den manglende fremdriften i arbeidet antas å kunne ses i sammenheng med at Tyskland har brakt det vedtatte direktivet om innskytergarantiordningen for kredittinstitusjoner inn for EU-domstolen. Det anses på denne bakgrunn uklart om og eventuelt når direktivutkastet kan forventes fastsatt.

I 1991 foretok Norges Fondsmeglerforbund en undersøkelse av erstatningsordninger i en del OECD-land. Et spørreskjema ble sendt til 26 børser som enten er medlem av eller assosiert medlem av Federation Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV). I de fleste tilfeller hvor det var flere børser i det samme land ble skjemaet sendt til samtlige. Det var i alt 19 OECD-land med i undersøkelsen. Fondsmeglerforbundet mottok svar fra 16 børser, lokalisert i 14 forskjellige land. Det ble ikke mottatt svar fra børsene i København og Stockholm, men ved senere undersøkelser er det fremkommet at det ikke finnes separate erstatningsordninger i disse to markedene. Erstatningsordningene i de mest sentrale landene slik det ble opplyst om i undersøkelsen, så i korthet slik ut:

England

I England finnes det to erstatningsordninger. Ordningene har det til felles at utbetaling forutsetter at erstatningsordningens administrasjon har erklært det aktuelle

foretak insolvent. Ordningene fungerer således kun som et siste sikkerhetsnett for investorene. Begge ordningene er organisert som kollektive fond. Dekningsbetingelsene er noe ulike. Hovedordningen dekker betalingsudyktighet pga. konkurs og insolvens. Hvis det under avviklingen av foretaket blir klart at foretaket er solvent, men at utlodning vil ta lang tid, vil administrasjonen kunne foreta utbetalinger på vegne av boet. Dette innebærer imidlertid at ordningen overtar investorenes krav mot boet. Den andre ordningen antas også å gi dekning ved illikviditet.

Hovedordningen dekker aktiviteter som er regulert under the Financial Services Act. Ordningen dekker etter de svar som ble gitt, tap pådratt ved verdipapirmegling, rådgivning, forvaltning, egenhandel og fulltegnings-garantier.

Dekningen pr. investor er maksimalt 48.000 pund uavhengig av antall krav og om tapet relaterer seg til penger eller verdipapirer. Denne grensen gjelder for begge ordningene. Dekning pr. fondsmeglerforetak er ubegrenset inntil en øvre grense som for hovedordningen er 100 mill. pund pr. år. For den andre ordningen er dekingen pr. år maksimalt 4 mill. pund pluss 4 pst. av den del av medlemsforetakenes brutto inntekter som relaterer seg til private investorer.

USA

Fondsmeglerforbundets beskrivelse av erstatningsordningen i det amerikanske marked er kun basert på de ordninger som gjelder for The American Stock Exchange (Amex).

Erstatningsordningen ved Amex er fortrinnsvis ment som sikkerhet for investorer dersom fondsmeglerforetak går konkurs. Oppgjørslisiko er i det amerikanske marked i hovedsak sikret gjennom bruk av clearing-sentraler.

Erstatningsordningen består av en kombinasjon av et kollektivt fond – the Securities Investor Protection Corporation (SIPC) – individuelle forsikringer for hvert foretak og kapitaldekningsregler.

Det er en betingelse for dekning at fondsmeglerforetaket er insolvent eller illikvid. SIPC dekker kun tap relatert til kontanter og verdipapirer som et fondsmeglerforetak oppbevarer på vegne av kunder. Øvre grense pr. investor er 500.000 US dollar, herunder 100.000 US dollar for kontanter.

Belgia

I Belgia er det etablert en erstatningsordning organisert som et kollektivt fond. Dekning under ordningen gis ved konkurs eller insolvens. Ordningen dekker krav knyttet til verdipapirmegling, forvaltning, fulltegningsgarantier og andre garantier.

Det er en øvre grense på 250 mill. belgiske franc (BEF) på utbetalinger fra fondet pr. år. Videre er det en tilsvarende grense pr. fondsmeglerforetak på 200 mill. BEF. Når det gjelder investordekningen er denne begrenset til 2,5 mill. BEF pr. investor, hvorav tap av kontanter maksimalt kan utgjøre 500.000 BEF. I maksimalbeløpet inngår alle fordringene investor har på fondsmeglerforetaket.

Finland

Sikkerhetsordningen i det finske markedet består av en kombinasjon av individuelle ansvarsforsikringer og et krav til aksjekapital på 1 mill. finske mark (FIM).

Betingelsene for dekning under ansvarsforsikringen er at det er oppstått et tap som følge av meglingstjenester, hvor fondsmeglerforetaket er ansvarlig i henhold til finsk lov. Det gis dekning for krav knyttet til verdipapirmegling og investeringsrådgivning, samt forvaltning i den utstrekning forvaltningen er et ledd i verdipapir-

meglingen. Den øvre grense for dekning pr. investor er 2 mill. FIM pr. år, uavhengig av om det dreier seg om verdipapirer eller kontanter.

Sveits

Erstatningsordningen for foretak som er medlem av Zürich-børsen består av en kombinasjon av kollektive og individuelle fond, samt kapitaldekningskrav for bankenes vedkommende (de fleste av børsens medlemmer er banker). Det gis dekning under fondene ved konkurs, insolvens eller illikviditet.

All skade som følger av at børsmedlemmet ikke er i stand til å innfri sine økonomiske forpliktelser, kan dekkes. Den øvre grense for erstatningsordningen pr. fondsmeglerforetak er 330.000 sveitser franc (SFR) pluss et solidaritetsfond på maksimum 2 mill. SFR. Til de enkelte investorer foretas en pro rata fordeling innenfor de rammene som er satt pr. fondsmeglerforetak.

Det fremgår etter dette av Fondsmeglerforbundets undersøkelse at de erstatningsordninger som er etablert i OECD-landene har tre felles hovedtrekk; ordningene er etablert som kollektive fond, det gis dekning ved konkurs eller insolvens og det er fastsatt øvre grenser for dekning pr. investor. Den øvre grensen for dekning varierer mellom ca. NOK 500.000,- og 3.500.000, dvs. at grensene er satt betydelig høyere enn det som er foreslått i direktivet om investorkompensasjonsordninger.

Som nevnt innledningsvis legger utvalget til grunn at kapitaldekningskrav alene ikke nødvendigvis vil gi investorene tilfresstillende sikkerhet. Utvalget har på denne bakgrunn vurdert å foreslå en erstatningsordning bygget på det refererte utkastet til EU-direktiv samt erstatningsordninger i andre land. Ettersom det er uklart når et eventuelt EU-direktiv vil bli vedtatt, samt at Banklovkommisjonen for tiden vurderer endringer i innskytergarantiordningen for banker, har imidlertid utvalget kommet til at det foreløpig ikke bør foreslås en slik erstatningsordning. Etter utvalgets syn bør en erstatningsordning vurderes på bakgrunn av Banklovkommisjonens utredning. Det vises i denne sammenheng til at erstatningsordningen for henholdsvis innskudd og investeringstjenester krever en stor grad av samordning. Det dreier seg i begge tilfeller om tap oppstått i forbindelse med overlatelse av private plasseringer til institusjoner i finansmarkedet, der både konkurransehensyn og hensyn til sammenheng mellom de ulike deler av kapitalmarkedet gjør det nødvendig å vurdere temaet under ett.

Utvalget foreslår at vphl. "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kapittel 3 del III om sikkerhetsstillelse oppheves. Det legges til grunn at de foreslåtte kapitaldekningsregler i tilstrekkelig grad vil ivareta hensynet til foretakenes soliditet og investorbeskyttelse i påvente av en nærmere utredning av innskytergaranti- og investorkompensasjonsordninger. Særskilte sikkerhets- og garantiordninger vil forøvrig kunne opprettholdes eller etableres på frivillig basis. Utvalget viser til at dette etter omstendighetene vil kunne anses som et konkurransefortrinn. Det vises dessuten til at det iht. ISD skal opplyses om det foreligger erstatningsordninger før det eventuelt ytes investeringstjenester i annen EØS-stat.

4.4.9 Utenlandske foretaks etablering i Norge

Investeringsforetak med hovedsete i EØS-land vil i henhold til ISD ha adgang til det norske verdipapirmarkedet enten ved etablering av filial eller ved såkalt grenseoverskridende tjenesteytende virksomhet. Direktivet inneholder nærmere regler om melding om slik virksomhet fra hjemstatens myndigheter til vertsstatens myndigheter.

Etter utvalgets syn bør det i forbindelse med den liberalisering som følger av EØS-forpliktelsene, vurderes å åpne for etableringer også fra land utenfor EØS-området. Utvalget er kjent med at det i OECD-sammenheng er signalisert at man vil gå inn for adgang til etablering av filialer fra tredjeland på vilkår som ikke er diskriminerende i forhold til EØS-stater. Det vises for øvrig til at forsikringsvirksomhetslovens allerede åpner for filialetablering av utenlandske forsikringsselskap med hovedsete utenfor EØS-området. Etter utvalget syn tilsier hensynet til like rammevilkår på finanssektoren at det åpnes for slik filialetablering også for foretak fra tredjeland. Ikke minst gjelder dette når kredittinstitusjoner kan yte investeringstjenester på lik linje med investeringsforetak. Vilkåret må imidlertid være at det åpnes for gjensidig etablering, og at slike foretak ikke behandles gunstigere enn EØS-foretak, jfr. ISD art. 5 og 7.

EØS-avtalens regler om fri etableringsrett bygger på en harmonisering av deltakerlandenes regler om tillatelse for å yte investeringstjenester, de rene virksomhetsregler og tilsynsregler. Slik harmonisering vil ikke foreligge i samme grad i forhold til tredjeland. En forutsetning for etablering av filial av foretak fra tredjeland bør derfor være at det aktuelle foretak er underlagt et tilsyn i sitt hjemland som svarer til det som gjelder i EØS-landene, samt at virksomheten er underlagt konsesjonskrav i hjemlandet tilsvarende de som følger av ISD. Et naturlig element ved konsesjonsbehandlingen vil også være om Kredittilsynet har inngått samarbeidsavtale med tilsynsmyndigheten i hjemlandet. Det bør dessuten stilles resiprositetskrav, dvs. et krav om at norske foretak skal ha tilsvarende adgang til å etablere seg i den aktuelle staten. Utvalget legger til grunn at det kan stilles slike krav uten at det fremgår uttrykkelig av loven. Kredittilsynet bør uavhengig av hjemlandets tilsynsmyndigheter, også i større grad enn i forhold til EØS-selskaper, føre tilsyn med foretakenes soliditet.

Utvalget foreslår etter dette at investeringsforetak med hovedsete utenfor EØS-området kan gis tillatelse av Kredittilsynet til å etablere filial i Norge på de vilkår som er nevnt. Utvalget legger imidlertid til grunn at det som hovedregel ikke bør åpnes for såkalt grenseoverskridende virksomhet for foretak fra tredjeland, fordi man ikke fra norsk side lett vil kunne føre tilsyn med slik tjenesteyting. Foretak fra tredjestater driver alt idag i noen grad fondsmeglervirksomhet mot det norske markedet. Det synes å være knyttet noe usikkerhet til i hvilke tilfeller slik virksomhet må anses som konsesjonspliktig etter verdipapirhandelloven. Utvalget antar at det vil utvikles en internasjonal praksis, både innen EØS-området og mellom EU og USA og Japan mht. den nærmere avgrensning av hva som anses som grenseoverskridende virksomhet. Av denne grunn ønsker utvalget å holde begge former for virksomhet åpen.

Det foreslås at departementet kan gi nærmere bestemmelser om de krav som kan stilles ved tillatelser og om saksbehandlingen.

Norge er gitt en overgangsordning til 1. januar 1995 når det gjelder EØS-borgers adgang til å foreta direkte investeringer i Norge. Som nevnt er begrensningen i utenlandsk statsborgers adgang til å eie aksjer i norske fondsmeglerforetak foreslått opphevet i Ot.prp. nr. 17 (1994-95). I forhold til EØS-borgere er denne endringen nødvendig som følge av EØS-avtalen.

Utvalget slutter seg til at eierbegrensningsreglene bør oppheves også i forhold til tredjeland. I og med at Kredittilsynet etter de nye regler skal vurdere eieres egnethet, er det ikke grunn til å diskriminere pga. nasjonalitet. Utvalget understreker for øvrig at etablering av datterselskaper i Norge ikke omfattes av retten til å yte investeringstjenester på bakgrunn av tillatelse i «eierstaten». Norske selskap må ha tillatelse til å yte investeringstjenester etter verdipapirhandelloven uavhengig av eiernes nasjonalitet.

4.4.10 Norske foretaks etablering av virksomhet i utlandet

Norske investeringsforetak vil i henhold til ISD kunne etablere virksomhet i andre EØS-stater. Det følger av direktivets art. 17 at medlemsstatene skal kreve at investeringsforetak som ønsker å etablere filial i annen medlemsstat skal gi hjemstatens myndigheter melding om dette. Tilsvarende gjelder første gang et investeringsforetak ønsker å drive grenseoverskridende virksomhet, jfr. art. 18. Utvalget legger til grunn at tilsynshensyn er tilstrekkelig ivarettatt ved at det stilles tilsvarende krav til melding til tilsynsmyndigheten som det som følger av ISD. De nærmere krav til melding er omtalt under "[Melding om utenlandsetablering](#)" i pkt. 4.4.11. Det fremgår av ISD art. 18 at tilsynsmyndighetene skal oversende melding om grenseoverskridende virksomhet til vedkommende myndigheter i vertslandet. ISD har ikke bestemmelser om at norske myndigheter kan stanse slik virksomhetsetablering. Dette står i motsetning til hva som gjelder ved etablering av filial i annen EØS-stat, der det i art. 17 fremgår at hjemstatsmyndigheten kan nekte å oversende etableringsmelding til vertslandets myndigheter dersom myndighetene finner grunn til å betvile at foretakets administrative struktur eller økonomiske stilling er god nok på bakgrunn av den virksomhet som er planlagt.

Utvalget foreslår regler i samsvar med ISD art. 17 og 18 ved norske investeringsforetaks etablering av virksomhet i annen EØS-stat.

Ved etablering av virksomhet i stat utenfor EØS-området legger utvalget til grunn at det fortsatt bør kreves tillatelse i samsvar med vphl. § 14 annet ledd. Ved søknad om konsesjon til å drive virksomhet utenfor EØS-området vil myndighetene stå friere i sin vurdering. Utvalget legger til grunn at det bl.a. må ses hen til norske myndigheters behov for tilsyn med foretakets samlede virksomhet. Dersom det blir lett for foretak fra andre EØS-land å etablere seg utenfor fellesskapet, minner imidlertid utvalget om at Norge ikke bør praktisere tyngende særbegrensninger for norske foretak.

Utkast til bestemmelser om norske investeringsforetaks etablering av filial i utlandet foreslås ikke gjort gjeldende for kredittinstitusjoner som yter investerings-tjenester. For kredittinstitusjoner følger slike regler av banklovene og finansiering-virksomhetsloven.

4.4.11 Melding om utenlandsetablering

Utvalget foreslår at reglene som følger av direktivets art. 17 om melding ved etablering av filial i annen medlemsstat og art. 18 om melding ved oppstart av grenseoverskridende virksomhet fastsettes i loven. Bestemmelsene om meldeplikt vil regulere hvilke opplysninger et foretak som ønsker å drive virksomhet i annet EØS-land skal gi hjemlandsmyndighetene, samt hjemlandsmyndighetenes plikt til å videre-sende opplysninger til vertslandet.

Norske foretak må gi melding til Kredittilsynet dersom de ønsker å starte virksomhet i andre EØS-land. Meldingen skal inneholde en virksomhetsplan der det særlig angis hvilke investeringstjenester som skal ytes. Norske myndigheter skal innen en fastsatt frist fra mottakelse av meldingen sende denne til vertsstaten. Når melding er sendt vertsstaten, kan investeringsforetaket starte sin virksomhet.

Når det gjelder utenlandske foretaks etablering av virksomhet i Norge, skal det i henhold til ISD fastsettes at Kredittilsynet innen to måneder etter å ha mottatt melding fra annet EØS-land om filialetablering skal opplyse om regler om god forretningsskikk og andre regler som av hensyn til almenhetens interesser skal gjelde for utøvelsen av virksomheten i Norge. Slike opplysninger skal også gis så snart norske myndigheter har mottatt melding om at et EØS-foretak ønsker å utøve virksomhet i Norge etter reglene om adgangen til å yte tjenester.

4.4.12 Overgangsregler

Ikrafttredelsesdato fastsettes i tråd med ISDs og CADs frister til 31. desember 1995. Dette er siste frist for gjennomføring og ikrafttredelse av direktivbestemmelsene i norsk rett.

Det følger av ISD art. 30 nr. 2 at investeringsforetak som allerede utøver sin virksomhet 31. desember 1995, kan fortsette sin virksomhet forutsatt at de innen 31. desember 1996 får tillatelse etter hjemstatens bestemmelser til å fortsette virksomheten i samsvar med de bestemmelser som vedtas i henhold til direktivet. Det foreslås i tråd med dette at foretak med tillatelse etter gjeldende bestemmelser kan fortsette sin virksomhet etter gjeldende regler inntil 31. desember 1996.

For å legge tilrette for at foretakene skal kunne ha ny tillatelse på plass ved lovens ikrafttredelse, foreslås det en hjemmel for Kongen til å fastsette at enkelte av lovens bestemmelser skal tre i kraft på det tidligere tidspunkt. De aktuelle bestemmelsene vil typisk være reglene om søknad om tillatelse. Utvalget legger til grunn at norske fondsmeglerforetak i egen interesse vil sende inn søknad så snart det er anledning til det. Utvalget legger videre til grunn at søknadene vil bli behandlet så hurtig at det ikke oppstår noen overgangsperiode der utenlandske og norske foretak driver virksomhet under ulike rammebetingelser. Det foreslås videre at Kongen kan gi nærmere overgangsregler, herunder bestemme at forskrifter gitt med hjemmel i gjeldende bestemmelser fortsatt skal gjelde. Utvalget går ut fra at det kan være behov for at enkelte forskrifter videreføres inntil nye forskrifter etter lovforslaget er fastsatt.

KAPITTEL 5

Rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet**5.1 INNLEDNING**

I norsk rett behandles konsesjonsvilkårene og rammebetingelsene for den løpende virksomhet adskilt fra hverandre. Logisk sett vil det være en viss overlapping her, da overholdelse av konsesjonsvilkårene selvsagt er en forutsetning for løpende drift. Med denne reservasjon har utvalget likevel funnet det hensiktsmessig å benytte denne tradisjonelle oppdeling i innstillingen. I dette kapittel behandles de forretningsmetoder og de næringsbegrensninger som bør gjelde for investeringsforetak i fremtiden.

5.2 GJELDENDE RETT**5.2.1 God meglerskikk og etiske krav**

Det følger av vphl. § 18 at et fondsmeglerforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god meglerskikk. Den nærmere standard for god meglerskikk har i praksis fått sitt innhold gjennom uttalelser fra Kredittilsynet, basert på gjeldende regelverk og markedsaktørenes praksis.

Kredittilsynet har ved flere anledninger presisert kravet til god meglerskikk i forbindelse med handel i børsnoterte verdipapirer. I rundskriv 35/88 er det lagt til grunn at det strider mot god meglerskikk å medvirke til kjøp og salg av børsnoterte aksjer til fiktive kurser, da disse må anses som skatte- eller regnskapsmessig motiverte. Kredittilsynet har i den senere praksis anført at formidling av gjenkjøpsavtaler ved/over årsskifte til avvikende kurser er forretninger som er av en slik art at det normalt vil være brudd på god meglerskikk å formidle slike.

Kredittilsynet har også reagert mot at enkelte foretak har beregnet seg en uforholdsmessig stor fortjeneste ved verdipapirhandel. Videre har Kredittilsynet uttalt at det som hovedregel vil være i strid med § 18 at fondsmeglerforetak ved en handel beregner seg fortjeneste i form av både spread og kurtasje.

I et likelydende brev til fondsmeglerforetakene av 2. juni 1993 påpeker Kredittilsynet at det å stille kjøps- og salgskurser i et verdipapir uten å ha oppdragsgiver kan virke villedende og uheldig i forhold til verdipapirmarkedet og må anses i strid med god meglerskikk med mindre foretaket er marked maker. Ved gjentatte ganger å stille kjøpskurser uten å ha kjøpsoppdrag bidro megleren i den konkrete sak, som var bakgrunn for Kredittilsynets brev, til en kursfastsettelse som ikke var grunnet i et reelt ønske om å skape omsetning.

I rundskriv 21/91 om ad hoc-opsjoner uttaler Kredittilsynet at fondsmegleres medvirkning ved avtaler som strider mot lov eller har preg av illojal omgåelse av lov vil representere brudd på god meglerskikk. Kredittilsynet har senere blitt oppmerksom på at det er blitt utstedt ad hoc-opsjoner til utenlandske kunder med lav innlønnskurs, høy opsjonspremie og innlønningsdato tidlig i 1995, i bundne norske aksjer. På denne bakgrunn fant Kredittilsynet det nødvendig å presisere fondsmeglerforetaks forpliktelse til å avklare hvorvidt handler kan være konsesjonspiktig, jfr. likelydende brev til fondsmeglerforetakene av 12. august 1994.

Videre har Kredittilsynet i forbindelse med et stedlig tilsyn i et foretak, uttalt i tilsynsmerknadene at det anses som et brudd på kravet til god meglerskikk at ansatte i et fondsmeglerforetak gjennom opprettelse av et aksjeselskap utfører kortsiktig

verdipapirhandel. Dette var å anse for å være en illojal omgåelse av forbudet mot kortsiktig verdipapirhandel i vphl. § 22.

Kredittilsynet har også lagt til grunn i merknader etter stedlig tilsyn at et tilfelle hvor fondsmeglerforetak ved fordeling av verdipapirposter gjennomgående gir de samme kunder de beste kurser på bekostning av foretakets øvrige kunder, er i strid med god meglerskikk.

Kravet til god meglerskikk er antatt å medføre at fondsmeglerforetak ikke kan foreta (eller formidle) såkalt short salg, dvs. salg der selger ikke disponerer de aktuelle verdipapirene på avtaletidspunktet. I NOU 1978: 42 Verdipapirhandelen s. 45 omtales short-salg som en type spekulasjonsforretning som ikke er forenelig med norsk børs- og fondsmeglerlovgivning. Når det gjelder lån av verdipapirer har Kredittilsynet lagt til grunn at det ikke vil stride mot god meglerskikk å låne inn verdipapirer i den hensikt å hindre mislighold overfor kjøpende kunde i tilfeller hvor selger viser seg å ikke kunne levere. Kredittilsynet har forutsatt at verdipapirlånet må være regulert av skriftlig avtale og at innlånet må være nødvendig for å kunne foreta rettidig levering av verdipapirene. Norges Fondsmeglerforbund har utarbeidet en standardkontrakt for fondsmeglerforetaks lån av verdipapirer i misligholdssituasjoner. Forbundets medlemmer er anbefalt å benytte avtalen. Finansdepartementet har forøvrig gitt uttrykk for at det ikke har merknader til en nærmere spesifisert låneordning for markedet makere i opsjoner og terminer.

En presisering av kravet til god meglerskikk følger av lovens § 27 som fastsetter at et fondsmeglerforetak ikke kan formidle omsetning av verdipapirer som er suspendert fra notering på børsen.

I tillegg til kravet om god meglerskikk følger det av lovens § 5 at god forretningsskikk skal iakttas ved enhver henvendelse som har til formål å fremme verdipapirhandel. Bestemmelsen gjelder enhver som opptrer i verdipapirmarkedet.

Norges Fondsmeglerforbund har fastsatt Ethiske Normer for fondsmeglerforetak. Normene ble fastsatt av forbundets styre 24. mars 1987. Etter vedtektsendring, vedtatt 30. mai 1987, er medlemmene forpliktet til å følge de etiske normer og respektere avgjørelser fattet av etisk råd. Normene baserer seg på EU-kommisjonens henstilling om europeiske etiske regler vedrørende handel med verdipapirer (77/534/EØF). Det er alminnelig at de enkelte fondsmeglerforetaks interne instruksjoner pålegger de ansatte å følge normene og avgjørelser fattet med hjemmel i disse. Normene gir utfyllende regler bl.a. om forholdet til kunder, meglernes upartiske rolle, egenhandel og foretakenes drift.

Det er oppnevnt et etisk råd med fire medlemmer. Det etiske rådet behandler årlig 4 – 5 klagesaker herunder både klagesaker mellom medlemmer og klager fra kunder rettet mot medlemmer. Rådet avgir også enkeltuttalelser som ikke er knyttet til klager. De etiske normene er under revisjon. I denne forbindelse søkes bl.a. etablert et system for autorisasjon av ansatte i fondsmeglerforetak.

5.2.2 Foretakenes egenhandel

Fondsmeglerforetaks verdipapirhandel for egen regning er regulert i vphl. §§ 20 og 21 samt i forskrift 24. mars 1987 om fondsmeglerforetaks egenhandel. Egenhandel kan i henhold til loven kun skje som ledd i fondsmeglervirksomheten og for å lette denne. Det er fastsatt maksimalgrenser for hvor stor beholdning av verdipapirer et fondsmeglerforetak kan ha i forhold til foretakets bokførte egenkapital. Avtaler og handel for egen regning skal som hovedregel foretas gjennom eget foretak og med annet fondsmeglerforetak som motpart. Dette gjelder også ved handel som foretas på vegne av selskaper innen samme konsern som fondsmeglerforetaket, eller personer med slik innflytelse i fondsmeglerforetaket som nevnt i aksjeloven § 1-2. Kravet

til bruk av motmegler gjelder ikke for handel i obligasjoner eller handler som utgjør mindre enn en børspost. Det er dessuten gjort unntak fra kravet til bruk av motmegler der foretaket har sendt melding til Kredittilsynet om at det er market maker i vedkommende verdipapir. I slike tilfeller er det også fastsatt høyere grenser for størrelsen av beholdningen foretaket kan ha.

Forskriften om fondsmeglerforetaks egenhandel omhandler norske aksjer og obligasjoner. Kredittilsynet har i sin praksis lagt til grunn at det ikke er tillatt å egenhandle i utenlandske verdipapirer. I Kredittilsynets forslag til ny forskrift om fondsmeglerforetaks egenhandel er det foreslått at det også skal kunne handles i utenlandske verdipapirer. Forslaget har som nevnt vært på høring og er til behandling i Finansdepartementet.

Før et fondsmeglerforetak påtar seg oppdrag eller utfører verdipapirhandel i et tilfelle hvor foretakets egne interesser eller andre særlige grunner er egnet til å skape tvil om foretakets upartiskhet, skal oppdragsgiveren eller andre interesserte parter gis de nødvendige opplysninger om forholdet, jfr. vphl. § 19.

Låneformidlerforetak som etter forskrift 27. oktober 1988 er gitt tillatelse til å opptre som mellommann ved omsetning av sertifikater, kan ikke kjøpe, selge eller tegne sertifikater for egen regning, jfr. egenhandelforskriften av 24. mars 1987 § 6.

Nærmere regler om fondsmeglerforetaks adgang til å delta i fulltegningsgarantier ved emisjon av verdipapirer er gitt ved forskrift 6. februar 1990. Det kan ikke stilles garantier som kan medføre at foretaket blir forpliktet til å overta en større beholdning verdipapirer enn det foretaket kan inneha etter egenhandelforskriften. Garanti for en enkelt emisjon kan ikke utgjøre mer enn halvparten av beholdningsgrensen. Verdipapirer ervervet i henhold til garantier skal avhendes senest ett år etter overtakelsen.

5.2.3 Fondsmegleres personlige egenhandel

Fondsmegleres personlige verdipapirhandel er regulert i vphl. § 22. En fondsmegler kan kun erverve verdipapirer for egen regning for langsiktig plassering av egne midler. Det vises til definisjonen av verdipapirer i vphl. § 1 som bl.a. omfatter aksjer, tegningsretter, obligasjoner og opsjoner beregnet på alminnelig omsetning. Verdipapirene kan omsettes tidligst to år etter anskaffelsen, med mindre Finansdepartementet tillater salg på et tidligere tidspunkt. Finansdepartementets kompetanse er delegert til Kredittilsynet. I rundskriv 7/1987 har Kredittilsynet gitt uttrykk for at dispensasjonsadgangen vil bli praktisert stramt. Det er gitt nærmere opplysninger om hvilke forhold det vil bli lagt vekt på ved vurderingen av om det foreligger særlige grunner slik at dispensasjon kan gis.

Megleres handel for egen regning skal skje gjennom det fondsmeglerforetaket vedkommende er ansatt i, og med annet fondsmeglerforetak som motpart.

Etter forskrift 26. mai 1992 om handel med opsjoner og terminer § 17 har ansatte i opsjonshandlerforetak ikke kunnet kjøpe eller selge opsjoner for egen regning. I den nye opsjonsforskriften av 8. desember 1994 er bestemmelsen tatt ut. Utvalget viser imidlertid til at vphl. § 22 kommer til anvendelse.

Vphl. § 22 er ikke gitt anvendelse på andeler i kommandittselskaper. Slike andeler vil derfor kunne handles av ansatte i fondsmeglerforetak.

5.2.4 Adgangen til å drive annen næringsvirksomhet

Det følger av vphl. § 23 at et fondsmeglerforetak ikke kan drive annen næringsvirksomhet uten at dette har rimelig sammenheng med utøvelsen av fondsmeglervirksomheten. Kredittilsynet har lagt til grunn at låne- og garantiformidling, virksomhet

knyttet til kommandittselskaper og rådgivningsvirksomhet, har den nødvendige sammenheng med fondsmegling. Som eksempel på virksomhet som Kredittilsynet ikke har funnet at kan tillates etter vphl. § 23, kan nevnes megling av future på råvarer.

Videre følger det av vphl. § 23 annet ledd at foretaket bare kan delta som ansvarlig deltager eller medeier i driften av annen næringsvirksomhet eller besitte slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2 i annet selskap, dersom dette ikke svekker fondsmeglerforetakets uavhengige stilling.

Regler som tar sikte på å ivareta fondsmegleres uavhengige stilling er også gitt i lovens § 24. En fondsmegler må ikke være medlem av styrende organer i foretak med børsnoterte verdipapirer, eller i forvaltningsselskap for verdipapirfond. Vedkommende kan heller ikke ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2 i slikt selskap. I andre selskaper kan en fondsmegler ha slik innflytelse dersom dette ikke svekker hans uavhengige stilling. Bestemmelsene gjelder tilsvarende for ansatte i fondsmeglerforetak som normalt har innsyn i eller tilknytning til foretakets verdipapirforretninger og for styremedlem i fondsmeglerforetaket som har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2.

5.2.5 Kredittgivningsforbud

Fondsmeglerforetak kan ikke yte lån, kreditt eller stille garanti for lån til innkjøp av verdipapirer, og heller ikke medvirke til at lån eller garanti for lån ytes av andre, jfr. vphl. § 25. I Ot.prp.nr. 68 (1984-85) ble det lagt til grunn at det neppe kan være behov for kreditt- eller garantigivning som ikke kan ivaretas av banker og de ordinære kredittinstitusjoner. Det ble dessuten antatt at kreditt eller garanti fra fondsmeglerforetak ville kunne bidra til usunne spekulasjoner. Forbudet mot å medvirke til at kreditt eller garanti ytes av andre, er begrunnet med at hovedbestemmelsen ikke bør kunne omgås ved at fondsmeglerforetak inngår avtaler med finansinstitusjoner om å yte lån eller stille garanti til foretakets kunder.

Det følger av § 25 annet ledd at et fondsmeglerforetak kan stille garanti for et begrenset beløp ved emisjon av verdipapirer. Finansdepartementet har fastsatt forskrift 6. februar 1990 nr. 145 om fondsmeglerforetaks adgang til å delta i fulltappingsgarantier ved emisjon av verdipapirer.

5.2.6 Oppgaveplikt

I og med at fondsmeglerforetak etter gjeldende rett må være aksjeselskap, gjelder aksjelovens regnskapsbestemmelser på vanlig måte. Årsoppgjøret vil som for andre aksjeselskaper være offentlig tilgjengelige.

Vphl. § 26 fastsetter videre at fondsmeglerforetak plikter å føre journaler over mottatte og utførte oppdrag og andre bøker som gir full oversikt over dets forretningsførsel etter forskrifter fastsatt av Finansdepartementet. Slike forskrifter er ikke fastsatt, men Reglement for fonds- og aktiemeglere fastsatt 1. mars 1962 med hjemmel i midlertidig lov om fonds- og aktiemeglere av 14. august 1918, gjelder fortsatt. Departementet bestemte i forbindelse med ikrafttreddelsen av vphl. at Reglementet skulle gjelde inntil reglene ble avløst av nye forskrifter.

Reglementet har bestemmelser om både oppdragsjournal og omsetningsjournal. I oppdragsjournalen skal oppdragene registreres kronologisk, og for hvert oppdrag skal dato og klokkeslett for mottagelsen, oppdragsgiverens navn og adresse, verdipapirenes betegnelse, det beløp og den kurs oppdraget gjelder, fristen for oppdragets gyldighet, samt eventuell avtale om oppgjørsfrist angis. Når det gjelder omsetningsjournalen følger det av Reglementet at denne skal føres etter rubrikksys-

tem hvor dato; sluttseddelnummer; verdipapirenes betegnelse, antall og kurs; selger/kjøpers navn og adresse; omsetningsbeløp m.v. anføres ved hver omsetning. Journaler skal av kontrollhensyn oppbevares hos foretaket i minst 10 år.

5.2.7 Taushetsplikt

Ansatte, tillitsmenn og andre personer med bestemmende innflytelse i fondsmeglerforetak har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold, med mindre noe annet er bestemt i lov eller forskrift, jfr. vphl 29. For banks fondsavdeling gjelder taushetsplikten også i forhold til bankens øvrige avdelinger.

Taushetsplikten etter vphl. § 29 gjelder kunnskap om andres forhold. Slike forhold kan være både av privat og forretningsmessig art.

5.2.8 Spesielt om opsjonshandel

Handel med standardiserte opsjoner og terminer er regulert i lovens "[Bakgrunnen for lovreformen](#)" i kapittel 2a samt i forskrift 26. mai 1992 som blir avløst av en ny forskrift av 8. desember 1994 fra 1. januar 1995. Det følger av loven at Kongen fastsetter hvilke opsjoner eller indeksopsjoner som til enhver tid vil være gjenstand for omsetning. Fullmakten er delegert til Finansdepartementet. Finansdepartementet kan også gi nærmere regler om i hvilken utstrekning det kan foregå terminhandel.

Offentlig kursnotering av handel med opsjoner skal ikke kunne forestås av andre enn norsk børs, jfr. vphl. § 11 a, annet ledd. Børs skal organisere systemene for handel med opsjoner, herunder registrere og fordele ordre. Alle kontrakter med slike opsjoner skal skje under medvirkning av en opsjonssentral. En opsjonssentral må ha konsesjon av Kongen. Opsjonssentralen skal enten være part i transaksjonene eller garantere for oppfyllelsen av de inngåtte kontraktene. Norges eneste opsjonssentral pr. idag er Norsk Opsjonssentral AS, som har valgt å tre inn som part i alle transaksjoner.

Det fremgår av opsjonsforskriften av 26. mai 1992 at opsjons- og terminhandel kun kan foregå med opsjoner og terminer som nevnt i forskriftens § 2. Forskriften inneholder nærmere regler om sikkerhetsstillelse for oppfyllelse av kontrakter, krav til opsjons- og terminavtale, kursnotering, suspensjon/strykning av det underliggende verdipapiret og registrering i VPS. Det er dessuten gitt regler om opsjonssentralen og opsjonshandlerforetak. Nærmere regler om handelsvilkårene er gitt i standardvilkår fastsatt av børsstyret og godkjent av Finansdepartementet 26. mai 1992. Finansdepartementet har i forbindelse med fastsettelsen av ny opsjonsforskrift 8. desember 1994, forutsatt at børsstyret fastsetter nye standardvilkår innen 1. januar 1995.

I tillegg til aktiviteten i det regulerte markedet for standardiserte opsjoner, formidler fondsmeglerforetak såkalte ad hoc-opsjoner. Dette er individuelt tilpassede opsjoner som ikke er beregnet på alminnelig omsetning. For slike opsjoner vil det være opp til partene å avgjøre i hvilken grad det skal stilles sikkerhet for oppgjør mv. Kredittilsynet har i rundskriv 12. juli 1991 lagt til grunn at vphls regler om de underliggende verdipapirene også gjelder slike derivater så langt de passer. Bestemmelsene om god meglerskikk, opplysningsplikt, taushetsplikt mv., får således anvendelse også der foretakene medvirker til utstedelse av ad hoc-opsjoner. Videre legger Kredittilsynet til grunn at det skal stilles sikkerhet også for ikke-standardiserte derivater ved at de underliggende verdipapirer båndlegges når kjøpsopsjoner utstedes. I det samme rundskrivet er det dessuten understreket at fondsmegleres medvirkning ved avtaler som strider mot lov eller har preg av illojal omgåelse av lov, vil representere brudd på reglene om god meglerskikk. Kredittilsynet viser til

at omfanget av ad hoc-opsjoner bl.a. vil kunne ha betydning for strukturen i verdipapirmarkedet. Det ble anmodet om at fondsmeglerforetak som direkte eller indirekte medvirker ved utstedelse, omsetning eller innløsning av ad hoc-opsjoner, innrapporterer opplysninger om opsjoner med børsnoteerte verdipapirer som underliggende til Oslo Børs. Dette bl.a. på bakgrunn av slike opsjoners betydning for prisingen av de underliggende verdipapirer. Basert på innrapporteringen til Oslo Børs har Oslo Børs opplyst at det samlede handelsbeløp (opsjonspremier) ved utstedelse av aksjeopsjoner utgjorde nærmere kr 290 mill. pr. 26. oktober 1994. Markedsverdien av de underliggende aksjer utgjorde på samme tidspunkt i overkant av kr 650 mill. Ad hoc-opsjonene knytter seg ifølge Oslo Børs i meget begrenset grad til de aksjer som det handles standardiserte opsjoner på over Oslo Børs. Ad hoc-opsjoner på obligasjoner er i det alt vesentlige knyttet til statsobligasjoner (S-lån).

5.2.9 Anvendelse av lovens bestemmelser på utenlandske foretak som driver virksomhet i Norge

Det følger av forskrift 2. mai 1994 om virksomhet drevet av filial av banker og andre kredittinstitusjoner med hovedsete i EØS-stat § 6, at vphl. "[Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet](#)" i kap. 3 Del II om fondsmeglerforetaks virksomhet m.m, også gjelder for slik filial etablert i Norge. Etter forskrift 7. juli 1994 om grenseoverskridende tjenesteyting forstått av banker og andre kredittinstitusjoner med hovedsete i EØS-stat § 5 er enkelte av bestemmelsene i vphl. "[Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet](#)" i kap. 3 Del II gjort gjeldende for slike foretaks virksomhet. Dette gjelder blant annet bestemmelsene om god meglerskikk, opplysningsplikt, fondsmegleres adgang til å drive næringsvirksomhet og kredittgivning. Tilsvarende gjelder for utenlandske investeringsforetak i henhold til forskrift 27. september 1994 om utenlandske investeringsforetaks adgang til å drive grenseoverskridende virksomhet i Norge.

5.3 EØS-REGELVERKET

5.3.1 Regler om god forretningsskikk mv.

ISD krever at medlemsstatene utarbeider regler for god forretningsskikk, se art. 11 (nr. 1 jfr. nr. 2) som skal gjelde for all virksomhet på deres territorium.

Bestemmelsen angir endel prinsipper som utgjør minstekrav til hva reglene skal gjennomføre. Etter disse prinsippene skal investeringsforetakene for å ivareta kundenes interesser og markedets integritet så godt som mulig, opptre redelig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet, utvise den nødvendige kompetanse, omhu og interesse i sin opptreden og overholde alle bestemmelser som gjelder for utøvelsen av dets virksomhet. Videre skal foretakene ha og effektivt benytte de ressurser og de fremgangsmåter som er nødvendige for å kunne utøve virksomheten på en god måte. De skal sørge for å få opplysninger om kundenes økonomiske stilling, investeringserfaring og målsetting for de ønskede tjenester, og på egnet måte gi de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder. Foretaket skal bestrebe seg på å unngå interessekonflikter, og når det ikke lar seg gjøre, sørge for at dets kunder får en rimelig behandling. Det er den medlemsstat der tjenesten ytes som har ansvar for iverksettelsen av reglene om god forretningsskikk og kontrollen med at de overholdes, jfr. art. 11 nr. 2.

Ved anvendelsen av reglene om god forretningsskikk skal det tas hensyn til arten av yrket til den som *mottar* tjenesten. Når et investeringsforetak utfører en ordre, skal kriteriet for arten av investors yrke vurderes i forhold til den investor

som er opphavsmann til ordren, uansett om den plasseres direkte av investoren selv eller indirekte gjennom et investeringsforetak, jfr. art. 11 nr. 3.

Det følger av ISD art. 12 at foretaket før det gjør forretninger med investorer skal opplyse dem om hvilken erstatningsordning eller hvilket tilsvarende vern som gjelder for de aktuelle transaksjoner, hvilken dekning som gis etter disse ordninger, eller om at det ikke finnes slike ordninger eller slik erstatning. Art. 11 og 12 gjelder også kredittinstitusjoner.

5.3.2 Tilgang til regulerte markeder, avregnings- og oppgjørsordninger for utenlandske foretak med hovedsete i EØS-land.

ISD art. 14 fastslår prinsippet om etableringsadgang og retten til å yte tjenester. Medlemsstatene kan kreve at transaksjoner skal foretas på et regulert marked, dersom investor har sitt vanlige bosted eller er etablert i medlemsstaten og transaksjonen gjelder et instrument som omsettes på et regulert marked, jfr. art. 14 nr. 3. Som regulert marked regnes i hht. ISD art. 1 nr. 13:

- «Et marked for finansielle instrumenter omhandlet i del B i vedlegget
- som er oppført på listen omhandlet i artikkel 16, satt opp av den medlemsstat som etter artikkel 1 nr. 6 bokstav c) er hjemstaten;
 - som fungerer regelmessig;
 - som karakteriseres ved at det finnes bestemmelser som vedkommende myndigheter har gitt eller godkjent og som fastlegger vilkårene for hvordan markedet skal virke, vilkårene for adgang til markedet samt, når direktiv 79/279 EØF får anvendelse, de vilkår for opptak til notering som der er fastsatt, og når nevnte direktiv ikke får anvendelse, de vilkår et finansielt instrument skal oppfylle for at det faktisk kan omsettes på markedet;
 - der det kreves at alle krav om rapportering og åpenhet fastlagt etter artikkel 20 og 21 blir oppfylt.»

Investorer som har sitt vanlige bosted eller er etablert i medlemsstater, skal gis rett til å unnlate å oppfylle en eventuell plikt til å foreta transaksjoner på regulert marked. Medlemsstatene kan bestemme at en slik rett kan utøves bare når det foreligger en uttrykkelig tillatelse, idet det tas hensyn til at investorene ikke har de samme behov for vern, og særlig til at de profesjonelle og institusjonelle investorer må gis mulighet til å ivareta sine interesser så godt som mulig. Slik tillatelse skal under alle omstendigheter kunne gis på vilkår som ikke er til hinder for at investors ordre utføres umiddelbart.

Etter art. 15 skal vertsstaten sørge for at investeringsforetak med tillatelse fra hjemstaten, også kan bli medlem av eller få adgang til de regulerte markeder i vertsstaten og de avregnings- og oppgjørsordninger som stilles til rådighet for medlemmer av slike regulerte markeder. Foretakene kan også få adgang til regulerte markeder som ikke har krav om fysisk tilstedeværelse, uten å være etablert i vertsstaten, jfr. art. 15 nr. 4. Medlemskap kan imidlertid fortsatt gjøres betinget av at foretaket etter søknad oppfyller de krav den regulerte markedsplassen på ikke-diskriminerende basis stiller for medlemskap, jfr. art. 15 nr. 2.

5.3.3 Virksomhetsregler

5.3.3.1 ISD

ISD tar sikte på å sikre den grunnleggende harmonisering som anses nødvendig og tilstrekkelig for å kunne åpne for gjensidig anerkjennelse av tillatelser og tilsynsordninger for investeringsforetak. Direktivet legger således i liten grad begrensning på investeringsforetak når det gjelder hvilken virksomhet de kan drive, og er ikke til hinder for at medlemslandene i nasjonal lovgivning fastsetter regler om dette. Annen virksomhet enn nevnt i ISD vedlegg del A vil imidlertid ikke omfattes av den adgang til etablering og tjenesteyting som følger av ISD.

Av ISD art. 3 følger som tidligere nevnt at den tillatelsen et investeringsforetak gis, også kan omfatte en eller flere av de tilknyttede tjenester i Del C i Vedlegget til ISD. I den grad tillatelsen omfatter tilknyttede tjenester, vil også disse omfattes av etableringsadgangen og adgangen til å yte tjenester i andre EØS-land, jfr. art. 14 nr. 1. De tilknyttede tjenester i del C i vedlegget omfatter bl.a. kreditt- eller långivning til en investor i forbindelse med en investeringstjeneste, når foretaket som yter kreditt eller lån selv deltar i transaksjonen.

5.3.3.2 Kapitaldekningsdirektivet

Virksomhet som omfattes av ISD må utføres innen de rammer som følger av CAD, se nærmere omtale i "[Kapitalkrav](#)" i pkt. 4.4.8. Foretakenes ansvarlige kapital vil således sette begrensning for omfanget av foretakenes virksomhet. For annen virksomhet følger det av art. 4 nr. 2 i CAD at vedkommende myndigheter skal kunne kreve at institusjoner dekker risiko forbundet med virksomhet som verken faller inn under dette direktivet eller Rdir. 89/647 EØF, men som er av samme type risiko som dekkes av disse, med tilstrekkelig ansvarlig kapital.

I hvilket omfang den enkelte virksomhet kan drives, vil også avhenge av graden av eksponering i andre risikotyper i og med at det er summen av de kapitalkrav som stilles for eksponering i de enkelte risikotyper, som utgjør størrelsen på kravet til den ansvarlige kapital.

5.4 UTVALGETS VURDERINGER

5.4.1 Innledning

Vphls regler om at fondsmeglerforetak er undergitt bestemte rammebetingelser er i stor grad begrunnet i at en megler skal opptre som uavhengig rådgiver og mellommann for at verdipapirmarkedet skal fungere. På bakgrunn av den økte konkurranse som kan forventes fra foretak med hovedsete i EØS-land, legger utvalget som nevnt i "[Reguleringspolitiske behov](#)" i pkt. 2.3 jfr. 2.2 til grunn at vernet om mellommannsfunksjonen bør skje ved at de regler som på dette punkt følger av ISD, og som det må forventes at EØS-foretak opererer under, tas inn i norsk rett. Det vises forøvrig til at fondsmeglerforetakenes virksomhet har endret seg i en slik grad at det ikke lenger kan anses naturlig i enhver henseende å bygge på forutsetningen om meglers stilling som uavhengig rådgiver. Utvalget har søkt løsninger basert på etiske krav og regler om opplysningsplikt overfor investorene, fremfor å utforme detaljerte regler om hvilken virksomhet foretakene kan utøve og på hvilken måte virksomheten skal foregå. Den siste reguleringsteknikk ville også være mindre fleksibel, og i for stor grad bygge på en urealistisk forutsetning om at myndighetene kan forutse hvilke nye behov som vil oppstå i markedet.

5.4.2 God forretningsskikk og etiske krav

Utvalget har vurdert den gjeldende bestemmelse om «god meglerskikk» på bakgrunn av Kredittilsynets praksis etter gjeldende lov, samt på bakgrunn av de krav ISD stiller til regler om god forretningsskikk mv.

Paragraf 18 om god meglerskikk er en rettslig standard, som i praksis har fått sitt innhold gjennom uttalelser fra Kredittilsynet, basert på gjeldende regelverk og markedsaktørenes praksis. Utvalget legger til grunn at det fortsatt vil være behov for en rettslig standard på verdipapirområdet på lik linje med det som gjelder innen en rekke andre bransjer. Utvalget noterer imidlertid at tidligere praksis undertiden har ført til uttalelser om god meglerskikk som har kommet noe overraskende på markedsaktørene. For å bedre forutberegneligheten, bør det etter utvalgets syn derfor fremgå noe mer spesifisert av loven hvilke forhold det skal legges vekt på ved vurderingen av hva som er god meglerskikk. En slik nærmere angivelse vil ikke føre til at regelen mister den fleksibilitet den må ha for å kunne følge utviklingen av nye handelsformer, nye instrumenter mv. i markedet.

Utvalget viser forøvrig til at vphl. § 18 i enkelte tilfelle har vært anvendt til å regulere utvikling og etablering av marked for nye verdipapirinstrumenter o.l., herunder i noen grad benyttet som en næringsbegrensning. Slike begrensninger har vært relatert til virksomhet som anses å falle inn under definisjonen av fondsmedling. Adgangen til å drive annen næringsvirksomhet er som nevnt regulert i vphl. § 23. Utvalget ser riktignok behovet for å påse at «ny virksomhet» ikke startes før den er tilfredsstillende regulert. Etter utvalgets syn bør imidlertid et forbud mot å ta opp virksomhet uten tilstrekkelig regulering heller gis i forbindelse med tilsynet med foretakene. Det vises derfor til "*Tilsyn, sanksjoner mv.*" i kapittel 7 om tilsyn, der det foreslås at myndighetene i konkrete tilfelle kan forby visse typer virksomhet. Dersom det er snakk om å forby en ny virksomhet helt generelt, bør dette anses som en lovgiveroppgave.

Det følger også av ISD art. 11 at myndighetene skal utarbeide regler om god forretningsskikk som skal gjennomføre nærmere angitte prinsipper.

God forretningsskikk-standarder i henhold til ISD art. 11 nr. 1 skal minst gjennomføre følgende prinsipper:

1. Foretakene skal «opptre ryddig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet, slik at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas så godt som mulig». Her betones altså at det må være klare linjer for hvordan foretakene opptrer: Konflikt mellom egeninteresse og kundenes interesser, samt motstridende representasjonsforhold (f.eks. at man opptrer på vegne av to kunder med motsatte interesser) eller to konkurrenter i samme handel, må i ethvert tilfelle opplyses klart, jfr. også bokstav f) under.
2. Foretaket skal «utvise den nødvendige kompetanse, omhu og interesse i sin opptreden, slik at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas så godt som mulig». Her legges det vekt på faglig forsvarlig utførelse av de oppdrag det betales for.
3. Foretaket skal «ha og effektivt benytte de ressurser og de fremgangsmåter som er nødvendige for å kunne utøve virksomheten på en god måte». Dette er i samfunnets interesse, men selvsagt også til gunst for investorene.
4. Foretaket skal «sørge for å få opplysninger om kundenes økonomiske stilling, investeringserfaring og målsetting for de ønskede tjenester». Foretakene har en undersøkelsesplikt, som står i forhold til kundens stilling.
5. Foretaket skal «på egnet måte gi de nødvendige opplysninger under forhandlinger med sine kunder». Det må legges til grunn at også denne opplysningsplikten må sees i forhold til den enkelte kundes situasjon, jf. bokstav d) tilsvarende.
6. Foretaket skal «bestrebe seg på å unngå interessekonflikter, og når det ikke lar

- seg gjøre, sørge for at dets kunder får en rimelig behandling». Denne forpliktelsen må sees i sammenheng med plikten til å opptre ryddig, jfr. bokstav a). Det legges til grunn at foretaket for å ivareta sine forpliktelser bl.a. må opplyse om økonomiske interesser i selskap som foretaket har utarbeidet analyser av. Tilsvarende informasjonsplikt antas også å gjelde ved utforming av prospekt.
7. Foretaket skal «overholde alle bestemmelser som gjelder for utøvelsen av dets virksomhet, slik at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas så godt som mulig».

I tillegg til disse prinsippene er det fastsatt at et investeringsforetak når det utfører en ordre, skal ta hensyn til arten av kundens yrke.

Utvalget foreslår at disse prinsippene tas direkte inn i loven som retningslinjer for hva som faller inn under kravet til god meglerskikk. Selv om også disse formuleringer åpner for skjønn, vil retningen for den skjønnsmessige overveielse være gitt. Dette kan foretakene i større utstrekning innrette seg etter. I tillegg kommer at det etterhvert vil utvikles en felles praksis i EØS-landene når det gjelder innholdet i prinsippene. Kredittilsynet og norske domstoler, vil ha en plikt til å se hen til denne praksis i sine egne tolkninger. Utvikling av anerkjente internasjonale standarder og like rammebetingelser vil få stor betydning i et marked der handel over landegrensene utgjør en stadig større andel av omsetningen.

Alt i alt anser utvalget det hensiktsmessig å gjengi prinsippene i loven, men med enkelte språklige forenklinger. Prinsippene om god forretningsskikk må også ses på bakgrunn av de regler som foreslås om organisering av investeringsforetaks virksomhet, og ledelsens ansvar for å utarbeide betryggende interne retningslinjer, se "[Organisering av virksomheten](#)" i pkt. 4.4.7.4 foran.

Utvalget ønsker å videreføre innholdet i vphl. § 18. Det foreslås derfor at prinsippene om god forretningsskikk gis tilsvarende anvendelse for investeringsforetakets tjeneste- og tillitsmenn og for personer og foretak som har slik innflytelse i investeringsforetaket som nevnt i aksjeloven § 1-2.

Utvalget er ikke kjent med at andre land har mer spesifiserte lovregler om god forretningsskikk enn de som følger av ISD. Særlige reguleringer knyttet til ulik type virksomhet som f.eks. egenhandel kan imidlertid i et større bilde også ses som en del av god meglerskikk-standard, noe utvalget kommer tilbake til.

Utvalget har valgt å benytte uttrykket «forretningsskikk» som i ISD. I delinstilling II vil utvalget foreslå at vphl. § 5 som idag bruker uttrykket «forretningsskikk», endres for ikke å skape uklarhet i forhold til det krav som stilles til investeringsforetakene. Etter utvalgets syn er vphl. § 5 i realiteten rent innholdsmessig et forbud mot urimelige forretningsmetoder, som retter seg til alle aktørene i verdipapirhandelen. Dersom bestemmelsen føres videre, bør dette også gå frem av både lovteksten og overskriften. Betegnelsen god forretningsskikk passer på sin side langt bedre for den rettslige standard som retter seg direkte mot de foretak som driver virksomhet i form av å opptre som profesjonelle formidlere i verdipapirmarkedet. Idag benyttes betegnelsen «meglerskikk» på denne standard. Dette er altså ikke i samsvar med ISDs terminologi, og heller ikke særlig opplysende i forhold til den virksomhet disse foretak driver. Utvalgets forslag vil føre til bedre samsvar mellom reglenes betegnelse og reelle innhold.

Det vil påligge tilsynsmyndigheten å påse at kravet til god forretningsskikk overholdes. Utvalget legger til grunn at det fortsatt vil være behov for at Kredittilsynet avgir uttalelser om konkrete forhold som anses i strid med kravet til god forretningsskikk. Dette vil bidra til at markedet for øvrig er kjent med hvilke rammer investeringsforetakene må holde seg innenfor. Videre er det viktig å få en ordning for autoritativ fastsettelse av standardens innhold og utvikling. En slik uttalelse fra

Kredittilsynet vil ikke være et enkeltvedtak i forvaltningslovens forstand. Den vil derfor ikke kunne påklages etter forvaltningslovens regler. Etter utvalgets syn vil imidlertid en uttalelse fra Kredittilsynet om et navngitt foretak kunne ha slike konsekvenser for foretaket at det bør ha mulighet til å få prøvet tilsynets forståelse. Utvalget foreslår derfor at uttalelser fra Kredittilsynet om at forhold i konkrete fondsmeglerforetak anses i strid med god forretningsskikk, kan påklages til departementet. Denne klagerett vil ikke bortfalle selv om uttalelsen er gitt en generell form, så lenge det er klart at foranledningen er slike konkrete forhold. En slik klage vil imidlertid ikke ha oppsettende virkning med mindre tilsynet eller departementet bestemmer det; prinsippet i fvl. § 42 foreslås gitt tilsvarende anvendelse.

For øvrig viser utvalget til at Kredittilsynet, i medhold av vphl. § 34 tredje ledd (som foreslås videreført) og kredittilsynsloven § 4 nr. 9 kan pålegge foretakene å rette på forholdet dersom foretakets organer har handlet eller forsømt seg i strid med sine plikter etter lovgivningen. Praktiseringen av disse bestemmelsene vil måtte ta hensyn til det system for overprøvelse som er foreslått over.

Utvalget har her behandlet det generelle etiske krav om god forretningsskikk. I tillegg vil utvalget foreslå at det i regelverket tas inn enkelte konkrete krav knyttet til bl.a. foretakenes egenhandel. Disse etiske kravene vil bli omtalt under de respektive virksomhetsregler i det følgende.

5.4.3 Investeringsforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet

Det følger av vphl. § 23 første ledd at et fondsmeglerforetak ikke kan drive annen næringsvirksomhet uten at dette har rimelig sammenheng med utøvelsen av fondsmeglervirksomheten. Prosjektmegling og kapitalmegling er som nevnt under "*Adgangen til å drive annen næringsvirksomhet*" i pkt. 5.2.4 ansett å falle inn under den virksomhet som kan drives. Tilsvarende kan fondsmeglere opptre som tillitsmenn for obligasjonslån.

Det følger videre av vphl. § 23 annet ledd at et fondsmeglerforetak bare kan delta som ansvarlig deltaker eller medeier i driften av annen næringsvirksomhet eller ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2 i et annet selskap, i den utstrekning dette ikke svekker fondsmeglerforetakets uavhengige stilling.

Forbudet i § 23 må ses på bakgrunn av de krav som tradisjonelt er stillet til megleres uavhengighet. Forbudene er dessuten antatt å hindre at meglerforetak blir involvert i risikofylt virksomhet, som kan true foretakets økonomiske stilling. Den sikkerhet som foretaket er forpliktet til å stille gjelder i utgangspunktet bare for selve fondsmeglingen.

ISDs oppregning av hvilke tilknyttede tjenester en tillatelse til å yte investeringstjenester kan omfatte, må anses som uttømmende når det gjelder hvilke tjenester som kan ytes i EØS-statene på bakgrunn av tillatelse fra hjemstatens myndigheter. Utvalget anser det imidlertid tvilsomt om ISDs oppregning må anses uttømmende i den forstand at hjemlandsmyndighetene ikke kan gi foretakene tillatelse til å yte andre tilleggstjenester innen sitt territorium. Uavhengig av hvordan direktivet er å forstå på dette punkt anser imidlertid utvalget det naturlig å opprettholde en slik virksomhetsbegrensning som nevnt i vphl. § 23. Tilsvarende virksomhetsbegrensninger gjelder for finansinstitusjoner, herunder for banker som kan yte investerings-tjenester, jf. forretningsbankloven § 9.

Når det gjelder hvilken type virksomhet som bør være tillatt fordi den anses å ha rimelig sammenheng med utøvelsen av investeringsvirksomheten, legger utvalget til grunn at det bør vurderes i hvilken grad den aktuelle virksomhet ivaretar formålet om optimal utnyttelse av den kompetanse et investeringsforetak innehar. Utvalget er kjent med at det foregår arbeid i forbindelse med organisering av mar-

kedet for varederivater, og antar at formidling av handel i slike derivater i ordnede former er et typisk eksempel på en tjeneste som kan antas å ha tilknytning til investeringstjenestevirksomheten. Utvalget viser særlig til at den økonomiske risiko ved slik virksomhet i tilfelle vil bli oppfanget av kravene til kapitaldekning i CAD. Det vises til CAD art. 4 nr. 2 der det fremgår at risiko forbundet med virksomhet som ikke faller inn under direktivet, men som er av samme type som den risiko som dekkes av direktivet, skal dekkes av tilstrekkelig ansvarlig kapital. I art. 13 er det dessuten fastsatt at Europa Rådet skal treffe beslutning om forslag til kapitalkrav knyttet til råvarehandel, råvarebaserte derivater og andeler i kollektive investeringsforetak senest 6 måneder før datoen for iverksettelsen av CAD.

Eventuelle interessekonflikter i forbindelse med tilknyttet virksomhet foreslås regulert gjennom krav til foretakenes organisering og interne rutiner, samt krav til at virksomheten utføres i samsvar med god forretningsskikk.

Utvalget foreslår etter dette at vphl. § 23 videreføres. Det foreslås imidlertid at Kredittilsynet kan gi tillatelse til at foretakene driver virksomhet som ikke anses å ha rimelig sammenheng med utøvelse av investeringstjenestevirksomheten, når det foreligger særlige grunner. Dette gjør regelverket mer fleksibelt. Slik dispensasjonshjemmel foreslås imidlertid ikke i relasjon til bestemmelsen om å delta som medeier i driften av annen næringsvirksomhet. Slik deltakelse kan foreligge i den grad det ikke svekker foretakets uavhengige stilling.

5.4.4 Ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet m.m.

Som nevnt under "*Adgangen til å drive annen næringsvirksomhet*" i pkt. 5.2.4 kan en fondsmegler ikke være medlem av styrende organer i foretak med børsnoterte verdipapirer eller forvaltningsselskap for verdipapirfond, jfr. vphl. § 24. Vedkommende kan heller ikke ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2 i slikt selskap. Ellers kan fondsmegler ha slik innflytelse i andre selskaper kun i den utstrekning det ikke svekker hans uavhengige stilling. Bestemmelsen gjelder tilsvarende for ansatte i fondsmeglerforetak som normalt har innsyn i eller tilknytning til foretakets verdipapirforretninger og for styremedlem i fondsmeglerforetaket som har slik innflytelse som nevnt i aksjelovens § 1-2.

Etter utvalgets syn burde det i utgangspunktet ikke være nødvendig med lovregler om adgangen til å være medlem av styrende organer eller ha bestemmende innflytelse i børsnoterte foretak. Det vises i denne forbindelse til reglene om forbud mot innsidehandel og rådgivning samt klareringsplikten i vphl. §§ 6 og 6 a og forbudet mot handel i visse perioder i § 6b. Det vises dessuten til forslaget til regler om god forretningsskikk.

Utvalget finner det på den annen side klart at ansatte i investeringsforetak som normalt har innsyn i eller tilknytning til foretakets verdipapirforretninger, ikke skal kunne være involvert i styrende organer eller ha dominerende eierinteresser i foretak med børsnoterte verdipapirer. Selv om utvalget er av den oppfatning at bransjen selv vil være interessert i å påse at slike situasjoner ikke oppstår slik at lovforbud ikke bør være nødvendig, foreslås likevel at vphl. § 24 opprettholdes på dette punktet for å unngå enhver tvil. Det foreslås også en videreføring av adgangen til å gjøre unntak fra bestemmelsen om medlemskap i styrende organer i særlige tilfeller. Der som det gis dispensasjon, foreslås det at foretakene må ha interne rutiner for hvordan eventuelle interessekonflikter og selskapsinformasjon skal håndteres.

Når det gjelder de nevnte ansattes adgang til å være medlem av styrende organer eller ha dominerende innflytelse i andre foretak enn de med børsnoterte verdipapirer, foreslås at det i bestemmelsen om organisering av foretaket stilles krav om at foretaket har interne instruksjoner om dette. Tilsvarende krav foreslås for den adgang

ansatte som ikke har innsyn i eller tilknytning til foretakets verdipapirforretninger, skal ha til å være medlem av styrende organer eller ha dominerende innflytelse i foretak generelt.

Etter vphl. § 24 kan en fondsmegler heller ikke være medlem av styrende organer i forvaltningsselskap for aksjefond. Utvalget legger til grunn at investeringsforetakene skal ha interne instruksjoner også for slik deltagelse slik at lovens forbud kan oppheves. Utvalget finner imidlertid grunn til å påpeke de betenkeligheter slik deltagelse kan ha. Et forvaltningsselskap for verdipapirfond inngår blant de større aktører i verdipapirmarkedet som betjenes av investeringsforetakene. Det må sikres at den kunnskap en megler får om forvaltningsselskapets investeringsstrategi på vegne av de ulike fondene, ikke benyttes på utilbørlig måte overfor foretakets kunder eller markedet forøvrig. Det har vært fremført som et argument for at fondsmeglere bør kunne delta i styrende organer i forvaltningsselskaper, at deres ekspertise kan være et nyttig tilskudd i de aktuelle organer. Utvalget antar at dette argumentet også vil kunne gjøres gjeldende i forhold til børsnoterte selskaper, men har altså latt hensynet til investeringsforetakets kunder her veie tyngre. Utvalget viser forøvrig til at andeler i verdipapirfond i liten grad formidles av investeringsforetak og at betenkelighetene ved meglers deltagelse i forvaltningsselskaper derfor i første rekke knytter seg til forhold relatert til forvaltningsselskapets rolle som storinvestor. Dette hensynet bør det altså være opp til de interne rutiner å ivareta. Blanding av roller vil også kunne være i strid med bestemmelsen om god forretningsskikk.

Bestemmelsene som foreslås vil gjelde for enhver ansatt i investeringsforetak, herunder ansatte i kredittinstitusjoner, når disse normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets investeringstjenester.

5.4.5 Foretakets adgang til å drive egenhandel

5.4.5.1 Generelt

Det følger av vphl. § 20 at fondsmeglerforetak kun kan kjøpe selge eller tegne verdipapirer for egen regning i den grad dette gjøres for å lette handelen. I tillegg er det i forskrift gitt posisjonsbegrensninger beregnet på bakgrunn av foretakets egenkapital. Ved egenhandel i aksjer må foretaket foreta handelen gjennom annet foretak (motmegler) medmindre foretaket har meldt fra til Kredittilsynet at det er market maker i den aktuelle aksje. Bank som har fondsavdeling skal utføre verdipapirhandel for bankens regning gjennom egen fondsavdeling. De nevnte regler om bruk av motmegler gjelder også for bankers handel for egen regning.

Etter utvalgets syn fungerer ikke dagens regler om fondsmeglerforetaks egenhandel hensiktsmessig. Utvalget har brakt i erfaring at posisjonsbegrensningene i stor grad blir sett på som maksimalgrenser for foretakenes egenhandel, uavhengig av om handelen er vurdert å være nødvendig for å lette fondsmeglervirksomheten. Når det gjelder aksjer, har dessuten utvalget det inntrykk at meglerforetakene melder seg som market makere for å unngå å måtte bruke motmegler ved sin egenhandel, uten at det følger noen forpliktelser av å la seg registrere som market maker.

Utvalget er oppmerksom på de interessekonflikter foretakets egenhandel kan medføre i forhold til kundene. Etter utvalgets syn kan slike konflikter avhjelpes ved etiske regler for hvordan egenhandel kan organiseres. Utvalget minner om at det kan være forskjeller mellom formen for konflikter ved megling av aksjer og obligasjoner, og at etiske regler må være så fleksible at disse særtrekk hensyntas. Utvalget viser forøvrig til vphl. § 39, som fastsetter at fondsmeglerforetaket skal ivareta oppdragsgivers tarv og utføre det mottatte oppdrag med tilbørlig omhu og hurtighet. Når særskilt kurs ikke er angitt i oppdraget, skal oppdraget utføres til en kurs som

etter markedets stilling er rimelig. Utvalget legger til grunn at denne bestemmelsen bør opprettholdes og inngå som del av bestemmelsen om god forretningsskikk.

Utvalget foreslår videre at vphl. § 19 om opplysningsplikt i fondsmegling videreføres. Utvalget går inn for at bestemmelsen også skal gjelde for foretakets ansatte, tillitsvalgte og personer og foretak som har slik innflytelse i foretaket som nevnt i aksjelovens § 1-2. Det følger av vphl. § 19 at før fondsmeglerforetaket påtar seg oppdrag eller utfører verdipapirhandel i tilfelle hvor foretakets egne interesser eller andre særlige grunner er egnet til å skape tvil om foretakets upartiskhet, skal oppdragiver eller andre interesserte parter gis de nødvendige opplysninger om forholdet. Utvalget viser i denne forbindelse til at det fremgår av ISD art. 11 at foretakene skal bestrebe seg på å unngå interessekonflikter, og når dette ikke lar seg gjøre, sørge for at dets kunder får en rimelig behandling.

I tillegg til en videreføring av vphl. § 19 om opplysningsplikt foreslår utvalget at god forretningsskikk-standarder presiseres med en regel om at foretaket ikke kan slutte handel for egen regning i finansielle instrumenter det foreligger åpne kundeordre på. I likhet med de generelle prinsippene om god forretningsskikk foreslås bestemmelsen gjort gjeldende både for kredittinstitusjon og andre investeringsforetak.

Utvalget legger til grunn at det hverken for kredittinstitusjoner eller andre investeringsforetak, er praktisk mulig å overholde et absolutt forbud mot å handle for egen regning i instrumenter det foreligger kundeordre på. Dette gjelder ved marked making og annen egenhandel som foretas som ledd i investeringstjenestevirksomheten, jf. *"Egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomheten"* i pkt. 5.4.5.2 nedenfor. Utvalget foreslår derfor at forbudet mot å slutte handel for egen regning i finansielle instrumenter det foreligger kundeordre på, begrenses til egenhandel foretatt som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning. Ved slik egenhandel foreslås det at forbudet skal gjelde med mindre vedkommende som utfører egenhandelen på foretakets vegne ikke kjente til eller burde kjent til at det forelå kundeordre. En slik regel ivaretar etter utvalgets syn hensynet til investorene i tilstrekkelig grad. Det vises til at formålet er å forebygge interessekonflikter og forhindre at foretaket tilegner seg fordeler på vegne av foretakets kunder. Dersom utførende megler hverken kjente til eller burde kjent til at det forelå kundeordre, vil det etter utvalgets syn heller ikke kunne sies at foretaket handler i strid med kundenes interesser. Vurderingen av om megler burde kjent til at det forelå kundeordre må foretas på bakgrunn av foretakets interne rutiner for organiseringen av virksomheten samt de generelle reglene om god forretningsskikk.

Utvalget foreslår videre at kunden skal ha den beste pris som til enhver tid er tilgjengelig. Utvalget finner det avgjørende at kundene skal kunne undersøke at de har fått riktig pris, og at ikke f.eks. foretakets egne handler er foretatt på bedre priser. Utvalget finner allikevel grunn til å vise til at det alltid vil knytte seg noe usikkerhet til det prissammenligningsgrunnlaget kunden får. Det vil være prisen i sammenlignbare tilfeller som skal tillegges betydning. Volum og kundeforhold vil i det enkelte tilfelle kunne medføre begrunnede forskjeller. Utvalget viser forøvrig til det som er sagt over om meglers aktsomhet relatert til om det foreligger kundeordre. Etter utvalgets syn bør det heller ikke når det gjelder priser på kundeordre, legges til grunn noen streng undersøkelsesplikt for foretaket. Det legges til grunn at det vil være tilstrekkelig at kunden gis den beste pris foretaket anser det kan oppnå på bakgrunn av tilgjengelig kursinformasjon. I tilfeller der kunden selv fastsetter prisen, bør det etter utvalgets syn ikke foreligge noen absolutt plikt til å gi kunden den beste pris som til enhver tid er tilgjengelig. I slike situasjoner vil prisen måtte vurderes på bakgrunn av kundens situasjon både med hensyn til kjennskap til verdipapirmarkedet og hvor raskt ordren ønskes utført. Utvalget foreslår på denne bakgrunn et unn-

tak fra plikten til å gi beste tilgjengelig pris i tilfeller der kunden forlanger at foretaket stiller en bestemt kurs eller vedkommende aksepterer en bestemt kurs når oppdraget gis. Det vises imidlertid til foretakets alminnelige plikt til å ivareta kundens tarv. Dersom kunden fastsetter en pris som etter foretakets vurdering er lite i samsvar med markedsprisen, vil foretaket etter utvalgets syn ha plikt til å informere kunden om dette samt gi råd forsåvidt gjelder hvilken pris som kan oppnås. Som en ytterligere presisering av plikten til å gi kunden den beste pris foretaket kan oppnå, foreslår utvalget en særskilt bestemmelse om investeringsforetakets adgang til å tre inn i avtalen med oppdragsgiver. Det foreslås at investeringsforetaket ikke kan tre inn i avtalen med oppdragsgiveren dersom investeringsforetaket kan oppnå bedre betingelser for kunden ved kjøp eller salg i markedet for det angjeldende finansielle instrument på tidspunktet for behandling av oppdraget. Dersom foretaket trer inn i avtalen, foreslås det at oppdragsgiveren gjennom sluttseddel eller på annen måte skal opplyses om dette.

Når det gjelder etiske regler ved investeringsforetakenes selvinntrede, viser utvalget til "[Innbyrdesforretninger](#)" i pkt. 6.3.3.1.

Utvalget finner det i det følgende hensiktsmessig å dele inn sin vurdering av handel for egen regning i egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomheten, market making og annen egenhandel.

5.4.5.2 Egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomheten

Foretakenes adgang til egenhandel innebærer bl.a. adgang til å ha en viss egenportefølje av finansielle instrumenter for f.eks. å håndtere kjøpsordre når det ikke finnes andre selgere og også for å jevne ut odde poster når ikke rett antall instrumenter kan skaffes. Også oppsamling av finansielle instrumenter i forbindelse med en stor kjøpsordre fra kunde eller en kundes selskapsoppkjøp må kunne anses å lette virksomheten. Videre må tegning av verdipapirer ved emisjon, for videreplassering i markedet, kunne anses å lette fondsmeglervirksomheten.

Utvalget viser til at omsetning av finansielle instrumenter for egen regning vil være konsesjonspliktig i den grad det ses som en ytelse overfor tredjemann på forretningsmessig basis. På den bakgrunn anser utvalget det ikke lenger hensiktsmessig å knytte adgangen til å egenhandle til de tilfeller der egenhandel letter fondsmeglervirksomheten. Utvalget foreslår en generell regel om at egenhandel kan foretas som ledd i investeringstjenestevirksomheten.

5.4.5.3 Market making

En såkalt market maker stiller forpliktende kjøps- og salgskurser på bestemte verdipapirer. Market maker bidrar til å skape likviditet i markedet. Utvalget legger til grunn at det i et såpass lite marked som det norske, er av betydning å ha en velfungerende market maker-funksjon.

Det norske verdipapirhandelregelverket inneholder ikke idag særskilte regler for market makere, eksempelvis mht. hvilken spread market maker kan ta mellom kjøps- og salgskurs, eller under hvilke forutsetninger market maker kan fritas fra å stille forpliktende kurser. Når det gjelder kredittforetaksobligasjoner og statsobligasjoner, er det etablert ulike market maker systemer i dagens marked. Flere fondsmeglerforetak har inngått avtale med kredittforetakene om å stille kurser på deres obligasjoner. Kursene stilles på børsen og distribueres til investorene etter avtale med Reuter og andre informasjonssystemer.

Når det gjelder statsobligasjoner, har Norges Fondsmeglerforbund utarbeidet en avtale for market making. Avtalen har fått tilslutning fra 18 fondsmeglerforetak.

I henhold til denne avtale har fondsmeglerforetakene plikt til å stille forpliktende kjøps- og salgskurser i angitte statsobligasjoner i børsens åpningstid. Kursene stilles i Oslo Børs' handelssystem og distribueres til egne «sider» i elektroniske informasjonssystemer, f.eks. Reuter.

Idag inngår Norges Bank avtale med et meglerforetak for tre måneder av gangen om stilling av priser på vegne av Norges Bank i et utvalg av norske statsobligasjoner. Norges Bank har imidlertid planer om innføring av et såkalt primærhandler-system i statsobligasjoner.

For øvrig er de fleste meglerforetak registrert hos Kredittilsynet og Børsen som market makere i en rekke aksjer. Det er imidlertid (som hovedregel) ikke etablert avtaler med utstederselskapene eller børsen som innebærer forpliktelser for foretakene til å stille kurser. Utvalget vil i denne forbindelse vise til Ot.prp. nr. 36 (1993-94) om ny aksjelov som innebærer at et aksjeselskap gis adgang til å erverve egne aksjer for inntil 10% av aksjekapitalen. Dette vil kunne medføre at særlig børsnoterte foretak for å bedre likviditeten i aksjen, vil ønske å støtte opp under en markedspleieordning for selskapet. Den mulighet de nå vil kunne få til å eie egne aksjer vil kunne gjøre det mulig for foretaket å låne ut disse til market makere, tilsvarende de avtaler kredittforetak har med market makere om lån av obligasjoner, se "[Lån av finansielle instrumenter](#)" i pkt. 5.4.8 nedenfor.

Utvalget legger som nevnt til grunn at det bør legges til rette for en velfungerende market maker-funksjon. Utvalget mener imidlertid at dette ikke bør skje gjennom detaljerte lovregler i vphl. Etter utvalgets syn bør foretakene i forhold til vphl. stå fritt til å drive market making i den grad de har økonomisk evne (soliditet) til det. Utvalget finner grunn til å understreke betydningen av at det legges til rette for at det blir etablert et forpliktende market maker-system i det organiserte norske marked.

Utvalget legger til grunn at market making anses å foretas som ledd i investeringstjenestevirksomheten og dermed faller inn under den generelle bestemmelsen som foreslått i "[Egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomheten](#)" i pkt. 5.4.5.2 foran.

5.4.5.4 *Annen egenhandel*

På bakgrunn av de etiske regler som foreslås, legger utvalget til grunn at foretakene også bør kunne drive egenhandel som ikke foretas som ledd i en market maker forpliktelse, og som heller ikke foretas som ledd i investeringstjenestevirksomheten forøvrig.

Etter utvalgets syn bør også investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon gis adgang til å handle finansielle instrumenter som ledd i foretakets alminnelig kapitalforvaltning. For å i størst mulig grad unngå usikkerhet mht. foretakets egenhandel i forhold til kundeordre, foreslås det at handel som ledd i en alminnelig kapitalforvaltning kun kan foretas i finansielle instrumenter som er notert på offisiell markedsplass. Denne begrensningen foreslås imidlertid ikke å gjelde ved langsiktig plassering av egne midler.

Utvalget viser til at soliditetsrisikoen ved foretakenes egenhandel vil ivaretas av kapitaldekningsregler. Risikoen for interessekonflikter bør i stor grad kunne ivaretas av de etiske regler som er omtalt under "[Generelt](#)" i pkt. 5.4.5.1 foran. Utvalget anser det av betydning for at foretaket skal kunne betjene sine kunder på en tilfredsstillende måte og for at verdipapirhandelen skal kunne foregå på en sikker og ordnet måte, at investeringsforetakene ikke har egeninteresse av betydning i markedet. Når det gjelder kredittinstitusjoner som har tillatelse til å yte investeringstjenester, vil foretaket imidlertid alltid måtte ha en egeninteresse i markedet som en konsekvens

av sin alminnelige kapitalforvaltning. Når det gjelder investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon vil interessen i markedet kunne begrenses idet kapitalforvaltning tilsvarende den som forestås av bankene, ikke inngår i foretakets virksomhet. Som nevnt bør imidlertid mulighetene for egeninteresse i markedet ikke forhindre at investeringsforetakene kan handle finansielle instrumenter som ledd i forvaltningen av egne midler. I tillegg til de etiske reglene som i stor grad antas å ville redusere interessekonflikter som følge av egeninteresse i markedet, vises det til de foreslåtte regler om begrensninger i investeringsforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet, herunder eie mer enn 50% av aksjene i andre selskaper, jfr. *"Investeringsforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet"* i pkt. 5.4.3. I tillegg til de nevnte bestemmelser foreslår utvalget at egenhandel foretatt som ledd i investeringsforetakets forvaltning av egne midler skal meldes til Kredittilsynet. Foretaket vil ha plikt til å opplyse kunder om sin egeninteresse i markedet der dette kan ha betydning for kundeforholdet. Utvalget foreslår dessuten regler om interne rutiner der det bl.a. fremgår at foretaket skal bestrebe seg på å unngå interessekonflikter og på egnet måte gi de nødvendige opplysninger under forhandlinger med sine kunder.

Plikten til å melde fra til Kredittilsynet om egenhandel foretatt som ledd i foretakets forvaltning av egne midler foreslås ikke gjort gjeldende for kredittinstitusjoner. Utvalget forutsetter at det for kredittinstitusjoner stilles de nødvendige krav til interne rutiner når det gjelder organiseringen av investeringstjenestevirksomheten og kredittinstitusjonens alminnelige kapitalforvaltning.

Etter vphl. § 20 kan Kongen fastsette forskrifter for den samlede anskaffelsesverdi av den beholdning av verdipapirer et fondsmeglerforetak til enhver tid kan ha. Utvalget kan på bakgrunn av de regler som foreslås ikke se at det vil være behov for hjemmel til nærmere regulering av egenhandelen i forskrifter. Det vises til at hensynet til foretakenes soliditet må anses ivaretatt gjennom kapitaldekningsreglene og at foretakenes egeninteresse i markedet må anses ivaretatt gjennom forslaget til en videreføring av bestemmelsen om at et investeringsforetak bare kan ha avgjørende innflytelse i annet selskap i den utstrekning det ikke svekker foretakets uavhengige stilling. Det vises dessuten til utvalgets forslag til etiske regler, samt reglene om største engasjement med en enkelt kunde.

5.4.5.5 *Garantistillelse ved emisjoner*

Regler om fondsmeglerforetaks adgang til å delta i fulltegningsgarantier ved emisjon av verdipapirer er gitt ved forskrift 6. februar 1990. Slik garantistillelse er konsesjonspliktig i henhold til ISD. Utvalget anser det viktig at investeringsforetak kan delta i slike garantikonsortier, for å bringe nye finansielle instrumenter i omsetning. Ved at tidligere særreguleringer sløyfes, vil det være kapitaldekningsreglene som angir den høyeste grense for adgangen til slik garantistillelse. Garantistillelse ved emisjoner består i første rekke i å stille fulltegningsgaranti, dvs. garanti for at selskapet får inn den kapital den har besluttet å legge ut i markedet. I tillegg stiller enkelte foretak garanti for andre tegneres kredittverdighet. Etter det utvalget har forstått gis slik garanti normalt kun for et mindre beløp av emisjonen, og er for aksjeemisjoners vedkommende begrunnet i at selskapet skal unngå forsinkelse i registreringen av at kapitalforhøyelsen er fullt innbetalt i Foretaksegisteret og VPS. Etter det nye forslag vil investeringsforetak kunne stille begge typer garanti.

5.4.5.6 *Bruk av motmegler*

Fondsmeglerforetaks egenhandel skal etter gjeldende regelverk som hovedregel foretas gjennom annet investeringsforetak – såkalt krav om bruk av motmegler. Utvalget legger til grunn at hensynet til foretakets medkontrahent i fremtiden bedre vil kunne ivaretas gjennom de etiske regler som nevnt under "*Generelt*" i pkt. 5.4.5.1. Det følger av forslaget til etiske regler at oppdragsgiver skal gis opplysninger om foretakets egeninteresse i en handel. Kravet til motmegler foreslås derfor opphevet.

Utvalget er forøvrig oppmerksom på finansieringsvirksomhetsloven § 2a-8 siste ledd om at meglerforetak som inngår i finanskonsern kan utføre oppdrag for et annet foretak i konsernet om ikke annet følger av konsesjonsvilkårene. I tilfeller hvor slik megling utføres, skal foretaket sørge for at motmegler benyttes med mindre konsesjonsvilkårene angir at dette ikke er nødvendig. Ettersom det foreslås en opphevelse av kravet til bruk av motmegler ved investeringsforetaks egenhandel, bør bestemmelsen vurderes på ny i relasjon til investeringsforetak som inngår i finanskonsern. Utvalget antar at Banklovkommisjonen vil se på dette spesialproblemet.

5.4.6 **Ansattes verdipapirhandel**

En fondsmegler kan i henhold til vphl. § 22 ikke erverve verdipapirer for egen regning annet enn for langsiktig plassering av egne midler. Bestemmelsen gjelder tilsvarende for ansatte i fondsmeglerforetak som ikke er fondsmeglere dersom de normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets verdipapirforretninger.

Utvalget legger til grunn at gjeldende egenhandelsbestemmelser bør vurderes på nytt. Utvalget kan ikke se at det lenger er hensiktsmessig å begrense adgangen for ansatte i investeringsforetak til å egenhandle i samme grad som etter gjeldende rett. På den annen side ser utvalget betenkeligheter ved at en megler går inn i kortsiktige posisjoner med det formål å innhente gevinster på sine plasseringer. Ved kortsiktige plasseringer vil fristelsen til misbruk av fortrolig informasjon også kunne være særlig sterk.

Tradisjonelt har fondsmegleres adgang til å handle verdipapirer for egen regning vært vurdert på bakgrunn av de eventuelle interessekonflikter som kan oppstå i forhold til kundene. Utvalget viser derfor til at det også kan oppstå interessekonflikter i forhold mellom ansatte og foretaket. Dette gjelder både i forhold til foretakets egenhandel og i forhold til foretakets interesse i god kundebehandling. Foretaket må derfor antas å ha en sterk interesse i at slik egenhandel skjer i ordnede former, og må kunne forventes å regulere dette i form av interne instruksjoner.

Utvalget foreslår etter dette at ansatte i investeringsforetak som normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets investeringstjenester skal kunne erverve finansielle instrumenter for egen regning som ledd i sin forvaltning av egne midler. På bakgrunn av meglers spesielle stilling forsåvidt gjelder markedskunnskap, finner utvalget det imidlertid nødvendig å foreslå en viss bindingstid forsåvidt gjelder kjøp av omsettelige verdipapirer og pengemarkedsinstrumenter. Bindingstiden for slike instrumenter foreslås skjønnsmessig fastsatt til 3 måneder. Utvalget legger til grunn at innfrielse av obligasjoner ikke skal anses som avhendelse i henhold til lovutkastet. Bestemmelsen vil derfor ikke være til hinder for at ansatte i investeringsforetak erverver obligasjoner med kortere gjenværende løpetid enn tre måneder. Det foreslås ingen bindingstid ved kjøp av andeler i verdipapirfond.

Som etter vphl. § 22 foreslås det at det kan gis tillatelse til salg før 3-måneders fristens utløp, når særlige grunner taler for det. Kompetansen til å gi slik tillatelse foreslås tillagt Kredittilsynet. Etter dagens regler er kompetansen tillagt Finansde-

partementet. Utvalget legger til grunn at dagens dispensasjonspraksis videreføres. Dispensasjon vil være aktuelt f.eks. i forbindelse med generelle kjøpstilbud til aksjonærene, fusjon, offentlig pålegg m.v.

En handelsrestriksjon på aksjer, obligasjoner m.v. vil kunne omgås gjennom handel i opsjonsmarkedet. Opsjoner vil etter utvalgets syn også kunne gi en så sterk interesse i kursutviklingen på den underliggende aksje, at det vil kunne skape interessekonflikter i forhold til foretakets kunder. Etter utvalgets syn bør megler ikke kunne investere i opsjoner på norske aksjer. Det samme gjelder andre derivater.

Utvalget foreslår etter dette en generell regel om at megler kan handle for egen regning i finansielle instrumenter som nevnt i § 3-2 annet ledd bokstav a-c med de begrensninger som er nevnt.

Begrunnelsen for å åpne for øket adgang til egenhandel er som nevnt at det ikke bør være urimelig sterke begrensninger på de ansattes plasseringer av sine midler. Utvalget foreslår at ansatte ikke kan finansiere kjøp av finansielle instrumenter ved lån opptatt med sikkerhet i egne finansielle instrumenter. Det foreslås videre at det fremgår av bestemmelsen om god forretningsskikk at megler i likhet med investeringsforetak ikke kan handle for egen regning i finansielle instrumenter vedkommende allerede har mottatt kundeoppdrag på. Det vises forøvrig til forslag til regler i samsvar med ISD art. 10 og 11. I tillegg til kravene til interne rutiner for organisering av virksomheten og prinsippene om god forretningsskikk foreslås det at de ansattes egenhandel, i likhet med investeringsforetakets egenhandel, skal meldes til Kredittilsynet etter nærmere regler fastsatt av Kredittilsynet.

Det foregår kontinuerlig en utvikling av nye instrumenter i verdipapirmarkedet. Utvalget legger til grunn at det vil kunne være behov for å begrense adgangen til egenhandel i nye instrumenter på lik linje med f.eks. opsjoner og terminer også når disse definisjonsmessig faller inn under de finansielle instrumenter det kan foretas egenhandel i. Det foreslås derfor at departementet kan gi nærmere regler om begrensninger av egenhandelsbestemmelsene i forskrift.

5.4.7 Short-salg

Private parter står etter norsk rett fritt til å inngå avtaler om salg av verdipapirer man ikke eier/disponerer (short salg). Det er imidlertid antatt å være i strid med god meglerskikk dersom en fondsmegler medvirker til short salg, eller selv foretar slikt salg. Som nevnt under "[Foretakenes egenhandel](#)" i pkt. 5.2.2 har Kredittilsynet lagt til grunn at det ikke vil stride mot god meglerskikk å låne inn verdipapirer i den hensikt å hindre mislighold i tilfeller hvor selger viser seg å ikke kunne levere. Finansdepartementet har dessuten nylig åpnet for låneordninger i forbindelse med market making i opsjoner. Låneordninger er nærmere kommentert under "[Lån av finansielle instrumenter](#)" i pkt. 5.4.8 nedenfor. Opsjons- og terminhandel kan også ses som varianter av short-salg, som er underlagt særskilt regulering. Det følger av opsjons-handelregelverket at det bl.a. skal stilles tilstrekkelig sikkerhet for oppgjør av kontraktene.

Utvalget kan i utgangspunktet ikke se at kravet til god forretningsskikk i fremtiden burde være til hinder for andre regulerte former for short-salg enn de som er nevnt, dersom det foreligger markedsmessige behov for slike ordninger. Et argument for å tillate short-salg er at det kan bidra til spredning av vesentlig informasjon for prisingen av verdipapiret. Kursendringer skjer i hovedsak som følge av investors forskjellige forventninger til den aktuelle utsteder. Et short-salg basert på en investors forventning vil kunne være én av flere muligheter til å få fortjeneste på et verdipapir vedkommende anser overpriset. Short-salg er videre antatt å bidra til bedret likviditet i markedet, under henvisning til at det å selge verdipapirer man på

salgstidspunktet ikke eier, kan bidra til å utjevne en midlertidig mangel på verdipapirer når etterspørselen er større enn tilbudet. Ved å tillate short-salg, kan man derfor bidra til å redusere kursstigninger som følge av midlertidig mangel på verdipapirer.

Det har vært hevdet at short-salg kan ha negative effekter ved at det kan fremme et nedadgående prisbilde ved å «undergrave» alle kjøpstilbud på den allerede foreliggende kurs, noe som kan lede til en nedadgående prisspiral. Om dette er en holdbar antagelse, er imidlertid omstridt.

Det kan også anføres at short-salg er egnet til å favorisere den velinformerte investor på bekostning av andre. Dette er imidlertid en forutsetning for markedets effektivitet. Fordeler for velinformerte investorer foreligger således ved enhver handel. Utilbørlige forhold vil hindres av forbudet mot innsidehandel, samt kravet til å opptre i samsvar med god forretningsskikk.

Som nevnt under "[Market making](#)" i pkt. 5.4.5.3 legger utvalget til grunn at det har stor betydning for det norske markedet å ha en velutviklet market maker funksjon. En forutsetning for dette vil etter utvalgets syn være at en market maker ikke til enhver tid må være forpliktet til å sitte med en beholdning av finansielle instrumenter som er tilstrekkelig til å dekke vedkommendes forpliktelser. Dette tilsier at det bør åpnes for at meglerforetak som er market makere kan inngå salgsavtaler i tråd med sine market maker forpliktelser, for så selv å anskaffe de aktuelle finansielle instrumenter senere, dvs. innen leveringstidspunktet.

I tillegg til behovet for short salg for market makere antar utvalget at f.eks. storinvestorer som ønsker å styre risikoen i sin portefølje, bør ha anledning til å gjøre dette også ved å bruke meglerapparatet. Utvalget peker på at slikt salg kan skje både som ledd i en sikring av investors portefølje, og på bakgrunn av forventninger til kursutviklingen i perioden fra avtaletidspunktet til levering. Etter utvalgets syn bør det overlates til markedsaktørene selv å vurdere i hvilken grad de vil inngå eller medvirke til avtaler om short-salg. I stedet for dagens forbud mot at slik handel kan inngås gjennom meglerapparatet, vil utvalget derfor foreslå rammevilkår for å sikre investeringsforetakene mot den *risiko* som er forbundet med short-salg.

Etter utvalgets syn bør det heller ikke legges begrensninger på investeringsforetakenes adgang til å foreta short-salg der foretaket ikke opptrer som market maker. Som det fremgår nedenfor, foreslås det kun åpnet for såkalt dekket short-salg. Leveringsrisikoen er derfor begrenset. Utvalget antar at short-salg vil kunne inngå som ledd i en fornuftig kapitalforvaltning. Det vises dessuten til at det ikke uten videre kan legges til grunn at egeninteressen i kursutviklingen er større ved korte enn lange posisjoner.

Short-salg omfatter både salg av finansielle instrumenter selger disponerer f.eks. gjennom låneordninger, og salg av finansielle instrumenter selger ikke disponerer på salgstidspunktet. Utvalget har kommet til at det kun bør åpnes for at investeringsforetak selger eller formidler salg av finansielle instrumenter som disponeres på salgstidspunktet. Det legges vekt på den leveringsrisiko investeringsforetakene utsettes for ved såkalt udekket salg. Etter utvalgets syn vil kapitaldekningsregler ikke i tilstrekkelig grad ivareta hensynet til leveringsrisiko i slike situasjoner. Utvalget viser for øvrig til at udekket short-salg vil kunne medføre praktiske problemer i megleroppgjøret og verdipapirregistreringen, herunder kunne utløse problemer i relasjon til stemmerett, utbyttedelingen mv.

Utvalget legger til grunn at det ikke bør åpnes for at ansatte i investeringsforetak kan foreta short salg. Det vises til at de ansattes behov for å plassere egne midler må anses ivaretatt gjennom de foreslåtte regler om ansattes egenhandel som er omtalt i "[Ansattes verdipapirhandel](#)" i pkt. 5.4.6 foran. Utvalget ser som der nevnt betenke-

ligheter ved at en megler går inn i kortsiktige posisjoner med det formål å innhente gevinster på sine plasseringer.

Ved short-salg på vegne av kunder, legger utvalget til grunn at investeringsforetaket må påse at kunden disponerer de finansielle instrumentene.

Etter det utvalget har forstått kan en megler idag kontrollere at kunden har et tilstrekkelig antall av finansielle instrumenter registrert på sin VPS-konto før en handel inngås. Megler kan også se om finansielle instrumenter er på vei inn på kundens konto, dvs. om det vil være dekning for salget på oppgjørsdagen. Dersom megler ikke skulle foreta denne kontrollen, vil vedkommende få beskjed fra VPS dagen etter at handelen er meldt inn (første mellomliggende dag) om det er dekning. Utvalget legger etter dette til grunn at megler uten praktiske problemer vil kunne oppfylle et krav om at formidling av short salg ikke kan foretas med mindre foretaket gjennom kundens disponering av instrumentene på avtaletidspunktet er sikret rettidig levering. Utvalget viser forøvrig til det ansvar som påligger foretaket når det gjelder utarbeidelse av rutiner i henhold til forslaget til § 5-1 om organisering av virksomheten og § 5-2 om god forretningsskikk. Det vises dessuten til at motpartsrisiko inngår blant de forhold det kreves kapitaldekning for etter CAD.

Den foreslåtte bestemmelse om formidling av short salg foreslås gjort gjeldende også overfor investeringsforetak med hovedsete i annet EØS-land som yter tjenester i Norge. Krav til interne rutiner vil for slike foretak følge hjemlandets regler.

Gjeldende regelverk fastsetter oppgjørsfristen for aksjehandler til maksimalt sju dager. Oppgjørsfristen for obligasjoner kan avtales lenger. Den alminnelige oppgjørsfristen i VPS er fire dager. Dersom det avtales mer enn fire dagers oppgjør, har dette i praksis resultert i at handelen ikke meldes inn i VPS før fire dager før oppgjørsdag. Utvalget er imidlertid kjent med at VPS er i ferd med å endre sine rutiner forsåvidt gjelder obligasjonshandel. Etter utvalgets syn er den elektroniske registreringen av verdipapirtransaksjoner i VPS en viktig forutsetning for et velfungerende og ryddig verdipapirmarked. Også short-salg av finansielle instrumenter bør på lik linje med andre handler registreres i VPS på avtaletidspunktet. Utvalget finner det uheldig dersom det har utviklet seg en praksis der fondsmeglerforetakene ikke melder inn handelen i VPS på avtaletidspunktet, men avventer det tidspunktet i avtaleperioden som passer i forhold til oppgjørsperioden i VPS. Utvalget antar at det vil være mulig å utvikle rutiner i VPS som ivaretar hensynet til avvikende oppgjørsfrister enn de som følger den tekniske oppgjørsperioden pr. idag. Når det gjelder behovet for eventuelle endringer i oppgjørsfrister i forbindelse med short-salg, vises det til "[Verdipapirhandel gjennom investeringsforetak](#)" i kap. 6.

5.4.8 Lån av finansielle instrumenter

Det foreligger ikke idag regulerte låneordninger for finansielle instrumenter. I forbindelse med market making i kredittforetaksobligasjoner har imidlertid market makerne avtaler med kredittforetakene om lån av obligasjoner. Slike avtaler er idag ikke praktisk i forhold til utstedere av aksjer, idet aksjeselskap som hovedregel ikke kan eie egne aksjer, jfr. aksjeloven § 7-1. Som nevnt under "[Market making](#)" i pkt. 5.4.5.3 inneholder imidlertid forslag til ny aksjelov forslag om adgang til å eie inntil 10% av aksjekapitalen. Kredittilsynet har i forbindelse med oppgjør av handler formidlet av fondsmeglerforetak, godtatt at foretaket ved mislighold låner verdipapirer for å dekke oppgjøret. Kredittilsynet har i likelydende brev av 27. mai 1993 til alle fondsmeglerforetakene, forutsatt at verdipapirlånet skal være regulert av skriftlig avtale, samt at innlånet skal være nødvendig for å kunne foreta rettidig levering av verdipapirene. Det er videre satt nærmere krav til hva den skriftlige avtalen minst skal regulere. Norges Fondsmeglerforbund har som tidligere nevnt utarbeidet stan-

dardavtale for verdipapirlån i forbindelse med mislighold. I tillegg til at låneordninger er akseptert av Kredittilsynet i forbindelse med market making i kredittforetaksobligasjoner og i forbindelse med mislighold, har Finansdepartementet gitt uttrykk for at det ikke har merknader til en nærmere spesifisert låneordning for market makere i opsjoner og terminer.

Det foreligger en rekke internasjonale anbefalinger om å benytte lån av verdipapir som metode for å sikre oppgjørsfunksjoner. Utvalget viser bl.a. til Group of Thirty's anbefalinger i «Clearance and settlement systems in the worlds securities markets» utgitt i mars 1989. Group of Thirty er en selvfinansiert privat organisasjon med eksperter fra forskjellige organisasjoner knyttet til finansmarkedene, som har til formål å være en kunnskapsressurs i økonomiske og finansielle spørsmål.

Utvalget ser positivt på utviklingen av låneordninger som ledd i oppgjørsfunksjonene. En låneordning vil kunne redusere risikoen for at kjøper ikke får de finansielle instrumentene til avtalt tid, når selger ikke er i stand til å levere. Investeringsforetak vil være forpliktet til å levere til kjøper selv om det oppstår forsinkelse hos selger. Ved forsinkelse må foretaket derfor foreta dekningskjøp i markedet. Dersom handelen gjelder et lite likvid instrument, kan dette være vanskelig innenfor den oppgjørsperiode på 4 dager som følger av VPS-systemet. Dette kan avhjelpes ved at megler låner de aktuelle instrumentene i påvente av levering eller dekningskjøp.

Opgjørsperiodene i de ulike lands markeder er i dag høyst ulike. Handler mellom aktører i land med ulike oppgjørsperioder kan forårsake problemer bl.a. i form av kurs- og valutarisiko. En av anbefalingene i rapporten fra den nevnte Group of Thirty er derfor at det enkelte marked snarest mulig bør etablere et fire dagers oppgjør. Inntil en slik standardisering er gjennomført vil låneordninger kunne benyttes for å fjerne risikoen ved handel mellom to markeder med ulik oppgjørsperiode.

Utvalget slutter seg til de internasjonale anbefalinger som foreligger, og foreslår at investeringsforetak skal kunne låne finansielle instrumenter for å sikre oppgjør ved mislighold fra kunder. Forslaget er i samsvar med den praksis Kredittilsynet har akseptert.

Når det gjelder behovet for låneordninger i forbindelse med foretakets egenhandel, vises det til "*Short-salg*" i pkt. 5.4.7 om short-salg. Utvalget foreslår ikke begrensninger i investeringsforetaks adgang til å selge finansielle instrumenter det ikke eier. En forutsetning for short-salg vil som nevnt være at foretaket eller den ansatte disponerer instrumentene på salgstidspunktet. En låneordning vil sikre disposisjonsrett over instrumentene. Utvalget ser heller ikke hensyn som tilsier begrensninger i foretakenes adgang til å låne finansielle instrumenter utover for å sikre oppgjør og i forbindelse med short salg. Når det gjelder market making viser utvalget forøvrig til at de bestemmelser som foreslås i det følgende ikke er antatt å medføre innskrenkninger i den adgang market maker i utenlandske finansielle instrumenter har til å låne instrumenter gjennom utenlandske låneordninger.

Når det gjelder investeringsforetakenes ansatte, legger utvalget til grunn at det ikke bør åpnes for adgang til å låne finansielle instrumenter. Det vises til de hensyn som er omtalt under "*Short-salg*" i pkt. 5.4.7 om short salg og "*Ansattes verdipapirhandel*" i pkt. 5.4.6 om ansattes egenhandel.

Utvalget legger til grunn at det ikke er behov for særlige regler om investorers adgang til å låne finansielle instrumenter. Her er det i utgangspunktet ingen begrensninger på låneadgangen.

Utvalget legger til grunn at formidling av lån av finansielle instrumenter vil være konsesjonspliktig virksomhet etter ISD, vedlegget del A som mottak og formidling eller utførelse av ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter. Etter utvalgets syn er det ikke grunnlag for å etablere et skille mellom de tradisjonelle ordre i det norske markedet som er knyttet til kjøp og salg, og andre

ordre som typisk kan være knyttet til lån av finansielle instrumenter. Det følger av utvalgets forslag til regler om verdipapirhandel gjennom investeringsforetak at mot-tak, formidling og utførelse av ordre på vegne av investor skal foretas i investeringsforetakets navn. De regler som foreslås om sikkerhetsstillelse, låneavtaler og oppgjørssentral må ses på denne bakgrunn.

Låneordninger kan etableres i form av rene avtaler mellom partene eller som en standardisert ordning underlagt myndighetstilsyn. Løsningene i andre land varierer. I *Sverige* er det fastsatt i Lag (1991; 980) om handel med finansielle instrument at foretak som står under tilsyn av Finansinspektionen kan inngå avtale med eieren av et finansielt instrument om at foretaket skal ha rett til å forføye over instrumentet for egen regning, dersom avtalen inngås skriftlig. Det samme gjelder dersom foretaket medvirker til en slik avtale mellom andre parter. Ifølge forskrift (FFFS 1992; 1) angående handel och tjänster på värdepappersmarknaden, skal avtalen inneholde bestemmelser om tidspunkt for lån og tilbakelevering, avgifter, konvertering/innløsning, oppkjøp, fusjoner, emisjoner, splitt m.v. Det skal særskilt fremgå at utlåner taper sin stemmerett knyttet til aksjer i låneperioden. Det skal også angis hvordan innlåner kan anvende de lånte verdipapirene, f.eks. for videresalg, pantsettelse, utnyttelse av stemmerett m.v. Det svenske fondsmeglerforbundet har på bakgrunn av regelverket utarbeidet en standard rammeavtale for ikke-standardiserte verdipapirlån. Optionsmeklarna OM Fondkommission AB har dessuten etablert et marked for standardiserte lånekontrakter noenlunde tilsvarende som for opsjoner og terminer. *Danmark* har ikke noe standardisert lånemarked. Det følger av den danske børsloven at en megler kan låne ut verdipapirer han forvalter, dersom investor skriftlig har godkjent dette. Det er ikke tillatt for meglere å bidra til utlån av bank- eller finansinstitusjonsaksjer eller aksjer tilhørende askjeklasse på under DKK 50 millioner. Lånetransaksjoner skal meldes til børsen, som også skal utarbeide nærmere regler om låneordninger. I *England* må utlån av engelske verdipapirer foretas gjennom money-brokers godkjent av Bank of England eller The London Stock Exchange. Utlån fra money-brokers kan kun gis til markedet makere. Utenlandske verdipapirer kan lånes uten medvirkning av money-brokers. I *USA* er ikke lånetransaksjoner formalisert gjennom lovverket. Lån reguleres av skriftlig kontrakt mellom innlåner og utlåner.

Risikoen ved lån av finansielle instrumenter er i hovedsak knyttet til innlåners evne til å levere de lånte instrumenter tilbake til utlåner. Tilbakeleveringsrisikoen vil være knyttet til innlåners økonomiske mulighet til å kjøpe de finansielle instrumentene, og vedkommendes praktiske mulighet til å foreta et kjøp (f.eks. ved mangel på selgere i markedet). Slik risiko vil kunne elimineres ved at innlåner stiller sikkerhet for tilbakeleveringsforpliktelsen. Skal systemet for sikkerhetsstillelse fungere effektivt ved svingninger i verdipapirmarkedet, bør sikkerheten beregnes kontinuerlig. Dette kan tilsi at sikkerhetsberegning og innkreving av sikkerhet bør foretas av en clearingorganisasjon på vegne av utlåneren. Etter utvalgets syn bør imidlertid behovet for nærmere regulering av låneordninger vurderes på bakgrunn av hvilke ordninger markedsaktørene anser hensiktsmessig og det omfang eventuelle låneordninger får. Kredittilsynet bør på sin side føre løpende kontroll med utviklingen og bruken av låneordninger, herunder spesielt med hvilken sikkerhet investeringsforetakene stiller for lån og hvilke sikkerhetsrutiner foretakene har for tilbakelevering av de lånte instrumentene. For å forene behovet for kontroll med sikkerhetsstillelse med en viss valgfrihet for markedsaktørene til å finne frem til en hensiktsmessig ordning, foreslår utvalget på denne bakgrunn at investeringsforetak som låner ut eller inn finansielle instrumenter og som formidler avtaler om lån av finansielle instrumenter, *enten* må benytte standardiserte låneavtaler godkjent av

Kredittilsynet *eller* må cleare avtalen i oppgjørssentral etter nærmere regler fastsatt av departementet.

Som nevnt legger utvalget til grunn at behovet for nærmere regulering av låneordninger bør vurderes på bakgrunn av hvilke ordninger markedsaktørene anser hensiktsmessig og det omfang eventuelle låneordninger får. Utvalget vil likevel vise til at det oppstår en rekke spørsmål knyttet til den kontraktsmessige regulering av lån av finansielle instrumenter. Selv om det rettslig sett kan dreie seg om et lån av finansielle instrumenter vil slike lån etter dagens registreringsrutiner fremstå som et salg (med tilbakekjøpsrett) i VPS. Uavhengig av eventuelle endringer i registreringsrutinene vil et lån vanskelig kunne sees som noe annet enn et salg med tilbakekjøpsrett i forhold til VPS-systemet, dersom «innlåner» har rett til å selge det aktuelle instrumentet videre. Etter utvalgets syn bør de kontraktsrettslige sider av låneordninger reguleres av markedsaktørene utfra de behov som foreligger. Kredittilsynet vil ivareta de offentligrettslige hensyn, herunder tilsynshensyn, i forbindelse med godkjenning av de låneavtalene investeringsforetakene inngår eller formidler.

Utvalget legger til grunn at investeringsforetak på lik linje med andre eiere av finansielle instrumenter skal ha anledning til å låne ut instrumenter foretaket har ervervet som del av sin kapitalforvaltning. Ved utlån av finansielle instrumenter må investeringsforetaket påse at det stilles betryggende sikkerhet for tilbakeleveringsforpliktelsen. Tilsvarende må det ved formidling av lån stilles krav om at investeringsforetaket påser at det stilles betryggende sikkerhet. Betryggende sikkerhet vil etter utvalgets syn være et beløp minst tilsvarende de finansielle instrumentenes markedsverdi til enhver tid i låneperioden. Krav til sikkerhetsstillelse utover markedsverdien må vurderes konkret på bakgrunn av bl.a. den generelle risiko for kursvingninger i det aktuelle instrumentet. Utvalget foreslår at minimumskrav til sikkerhetsstillelse fastsettes i loven og at Kredittilsynet gis kompetanse til i særlige tilfeller å gjøre unntak fra kravene. Slikt unntak vil f.eks. kunne være aktuelt ved formidling av lån i enkeltstående tilfeller og i mindre omfang, der det vil kunne medføre uforholdsmessige kostnader for et investeringsforetak å beregne og kreve inn tilleggsikkerhet ved endringer i kursen på det utlånte instrumentet.

Kredittilsynet vil føre tilsyn med hvilken sikkerhet investeringsforetakene krever gjennom godkjenning av låneavtalene. Dersom det benyttes oppgjørssentral slik at kravet til godkjenning av låneavtaler bortfaller, vil krav til sikkerhetsstillelse kunne fastsettes i forskrift som nevnt nedenfor.

Utvalget viser forøvrig til at det ikke foreslås krav til sikkerhetsstillelse ved investeringsforetaks innlån av finansielle instrumenter. Det vil være opp til utlåner å påse at det stilles betryggende sikkerhet for tilbakeleveringsforpliktelsen. Også innlånsavtaler skal imidlertid enten godkjennes av Kredittilsynet eller inngås under medvirkning av en oppgjørssentral.

Utvalget foreslår at nærmere regler om oppgjørssentral fastsettes i forskrift etter at en har erfart hvordan låneordninger vil bli benyttet i markedet. I det norske markedet er det idag VPS og Norsk Opsjonssentral som uten store praktiske omlegginger må antas å kunne fungere som oppgjørssentral for lån av finansielle instrumenter. Det antas at VPS ikke kan påta seg en slik oppgave, idet den vil medføre en risiko som vanskelig kan anses forenelig med sentralens virksomhet forøvrig. Som et rent rettsvernsregister anser utvalget at VPS ikke skal ha til oppgave å håndtere oppgjørssrisiki.

Utvalget vil komme tilbake til det generelle spørsmålet om en opsjonssentral bør kunne drive virksomhet som oppgjørssentral for lån av finansielle instrumenter i delinnstilling II. Uavhengig av denne vurderingen er det imidlertid utvalgets syn at det ikke bør fastsettes regler som gir en eller flere etablerte institusjoner monopol

på å kunne drive slik virksomhet. Hvorvidt en etablert opsjonssentral vil kunne drive slik virksomhet idag, vil det være opp til konsesjonsmyndigheten å avgjøre.

Lån av finansielle instrumenter kan reise skatte- og regnskapsmessige problemstillinger av betydning for ordningens utbredelse. Utvalget anser at spørsmål knyttet til skatt- og regnskapslovgivning faller utenfor utvalgets mandat, men antar at slike problemstillinger vurderes dersom utvalgets forslag følges opp.

5.4.9 Kredittgivning

Fondsmeglerforetak har idag ikke adgang til å yte lån til innkjøp av verdipapirer og heller ikke å medvirke til at slike lån ytes av andre. I ISD Del C er det regnet som en tilknyttet tjeneste å yte kreditt eller lån til investor, slik at vedkommende kan foreta verdipapirtransaksjoner, når foretaket som yter kreditten eller lånet deltar i transaksjonen. Slike lån vil omfattes av kapitaldekningskrav for motpartsrisiko i CAD-vedlegg II nr. 3. Kredittinstitusjoner og investeringsforetak vil bli underlagt samme kapitalkrav for kredittgivning i forbindelse med investeringstjenester.

Det er på det rene at kredittinstitusjoner idag gir lån til kjøp av verdipapirer. Etter at kravet til utskillelse av bankers fondsmeglervirksomhet i eget selskap nå er opphevet, vil slike lån også kunne gis av banker som driver meglervirksomhet. Det skal i praksis være begrenset hvilken kontakt det kan være mellom fondsavdelingen og utlånsavdelingen i en bank, men muligheten for kobling av lån og verdipapiromsetning er altså tilstede.

Når det gjelder situasjonen i fremtiden, viser utvalget til at investeringsforetak og kredittinstitusjoner med hovedsete i EØS-land må påregnes å ville yte kreditt til kjøp av finansielle instrumenter dersom dette tillates i nasjonal rett. Dersom de har tillatelse til dette i hjemstaten, vil denne tillatelsen også gjelde i Norge. Dette fordi et eventuelt norsk forbud mot å yte slik kreditt vanskelig kan begrunnes i hensynet til investorene i de norske marked i en slik grad at det kan gjøres gjeldende også for utenlandske foretak som driver virksomhet i Norge gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet.

I forhold til denne nye konkurransesituasjonen minner utvalget om behovet for å gi norske foretak de samme rammebetingelser som de utenlandske konkurrentene. Utvalget kan ikke se at den opprinnelige begrunnelsen for kredittgivningsforbudet kan tillegges særlig vekt i den nye konkurransesituasjonen som nå foreligger. Det foreslås derfor at kreditt kan ytes også av investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon i de tilfeller som omfattes av tilknyttede tjenester i henhold til ISD, dvs. kreditt ved kjøp av finansielle instrumenter dersom instrumentene handles gjennom foretaket. Kredittinstitusjoners adgang til å yte kreditt følger av banklovene og finansieringsvirksomhetsloven. Utvalget viser til at kredittinstitusjoner etter utvalgets forslag skal ha interne rutiner for organiseringen av de ulike former for virksomhet, herunder kredittgivning og investeringstjenestevirksomheten.

En forutsetning for å yte kreditt må etter utvalgets syn være at kredittgivningen står i et forsvarlig forhold til foretakets virksomhet forøvrig, og at det stilles betryggende sikkerhet for kreditten. For å sikre at kredittgivning foretas i ordnede former og under tilstrekkelig tilsyn foreslås det at foretakene må ha tillatelse fra Kredittilsynet for å yte slike tjenester. Det foreslås at kravet til betryggende sikkerhet fastsettes i loven, mens nærmere rutiner for foretakets kredittvurdering av kundene fastsettes som del av reglene om god forretningsskikk. Det vises i denne sammenheng til ISD art. 11 fjerde strekpunkt der det fremgår at foretaket skal sørge for å få opplysninger om kundenes økonomiske stilling, investeringserfaring og målsetting for de ønskede tjenester. Det er vertsstaten som har ansvar for overholdelsen av prinsippene i art. 11 (jf. nr. 2), slik at Kredittilsynet kan føre kontroll med både norske

og utenlandske foretak i denne forbindelse. Den foreslåtte løsning samsvarer også med den løsning som er valgt i svensk rett.

Utvalget antar at foretakene allerede i dag foretar en vurdering av om kundene må forventes å kunne yte oppgjør for verdipapirkjøp. Det er foretaket som har risikoen for at kunden kan betale for verdipapirene. Som sikkerhet for kreditten forutsetter derfor utvalget at de aktuelle finansielle instrumentene det ytes kreditt til innkjøp av, normalt vil bli pantsatt til fordel for foretaket. Alternativt kan annen sikkerhet – f.eks. bankgaranti – godtas. Utvalget har vurdert om det i tillegg bør kreves margininnbetaling til dekning av eventuell kursrisiko. Etter utvalgets syn bør imidlertid det avgjørende være at det stilles betryggende sikkerhet til enhver tid. Kredittilsynet bør påse at foretakene innhenter tilleggssikkerhet dersom de finansielle instrumentene synker i verdi etter at kreditt er gitt. Det vises forøvrig til at Kredittilsynet vil se hen til hvilke forretningsbetingelser foretaket benytter i forbindelse med vurderingen av om det skal gis tillatelse til at foretaket kan yte kreditt.

I tillegg til det generelle kravet til betryggende sikkerhet vil utvalget foreslå at foretaket ikke kan gi kreditt til kunder dersom det foreligger særlige forhold som medfører risiko for at vedkommende ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Bestemmelsen er utformet etter mønster av svensk lovgivning og må ses som en presisering av kravet til betryggende sikkerhet. Det følger av dette at det i tilfeller der investeringsforetaket er kjent med at en kunde har betalingsproblemer, ikke kan ytes kreditt uavhengig av hvilken sikkerhet kunden tilbyr seg å stille. Denne regelen vil også kunne verne foretaket, for såvidt som den kan gi en forklaring på hvorfor en etablert forretningsforbindelse må avbrytes.

For å sikre at foretakene etablerer tilstrekkelig sikkerhet for fordringer på personer med innflytelse over foretakets virksomhet, foreslås det at lån til styremedlem, personer som avgjør kredittsaker og aksjeeier med minst tre prosent av aksjekapitalen, ikke kan gis på bedre vilkår enn de alminnelige vilkår foretaket benytter ellers. For ansatte og styremedlemmer vil bestemmelsen særlig være aktuell i den grad de ikke anses å normalt ha innsyn i eller arbeide med foretakets investerings-tjenester og derfor ikke omfattes av de foreslåtte bestemmelsene om egenhandel, herunder forbudet mot å finansiere kjøp av finansielle instrumenter ved lån opptatt med sikkerhet i egne finansielle instrumenter. Tilsvarende foreslås for lån til ektefelle eller samboer til noen av de nevnte, eller til selskap der noen av de nevnte har innflytelse som nevnt i aksjelovens § 1-2. Disse begrensninger kommer i tillegg til dem som følger av aksjelovens § 12-10.

5.4.10 Handel i regulerte markeder

5.4.10.1 Plikt til å registrere handler på børser m.v.

Det følger av ISDs art. 14 nr. 3 at en medlemsstat kan kreve at transaksjoner som foretas av en filial av EØS-foretak, eller av et EØS-foretak som driver grenseoverskridende virksomhet, skal foretas på et regulert marked når investor har sitt vanlige bosted eller er etablert i medlemsstaten og dersom transaksjonen gjelder et instrument som omsettes på et regulert marked. Motivet er beskyttelse av investorene. Som regulert marked regnes som nevnt i *"Tilgang til regulerte markeder, avregnings- og oppgjørsordninger for utenlandske foretak med hovedsete i EØS-land."* i pkt. 5.3.2:

- «Et marked for finansielle instrumenter omhandlet i del B i vedlegget
- som er oppført på listen omhandlet i artikkel 16, satt opp av den medlemsstat som etter artikkel 1 nr. 6 bokstav c) er hjemstaten;
- som fungerer regelmessig;

- som karakteriseres ved at det finnes bestemmelser som vedkommende myndigheter har gitt eller godkjent og som fastlegger vilkårene for hvordan markedet skal virke, vilkårene for adgang til markedet samt, når direktiv 79/279 EØF får anvendelse, de vilkår for opptak til notering som der er fastsatt, og når nevnte direktiv ikke får anvendelse, de vilkår et finansielt instrument skal oppfylle for at det faktisk kan omsettes på markedet;
- der det kreves at alle krav om rapportering og åpenhet fastlagt etter artikkel 20 og 21 blir oppfylt.»

EØS-foretak skal i henhold til direktivets art. 15 gis adgang til de regulerte markedene i vertsstater der det ytes investeringstjenester. Dette er en viktig del av etableringsretten i EØS-området. ISD art. 15 er ikke til hinder for at medlemsstatene kan tillate eller forby opprettelse av nye markeder på sitt territorium.

Børsregelverket har ikke bestemmelser om plikt til å handle børsnoterte verdipapirer over børs. Det fremgår imidlertid av børsforskriften § 13-3 at handler i børsnoterte papirer som foretas «utenfor børs», straks skal meldes til børsen. Handler som foretas utenfor børstid skal registreres innen neste børsåpning. Bestemmelsen gjelder et hvert foretak som er gitt børsmedlemsskap. Børsmedlemskap kan gis foretak som har tillatelse til å drive fondsmegling etter vphl.

For å fullt ut sikre at investorene har anledning til å kontrollere under hvilke forhold deres ordre er utført, foreslås det en bestemmelse i vphl. om at formidling av handel i finansielle instrumenter notert på norsk børs må foretas over børs eller dersom handelen foretas utenfor børs, straks meddeles børsen.

Bestemmelsen er lite praktisk i forhold til norske fondsmeglerforetak pr. i dag, idet alle er børsmedlemmer. Det er likevel mulig at dette kan forandre seg, og bestemmelsen foreslås derfor også gjort gjeldende for norske foretak. Utvalget viser forøvrig til at ISD art. 20 stiller krav til at investeringsforetakene holder relevante opplysninger om handel med instrumenter som omsettes på et regulert marked, tilgjengelig for hjemlandsmyndighetene. Bestemmelsen er nærmere kommentert under "*Tilsyn, sanksjoner mv.*" i kapittel 7 om tilsyn, sanksjoner m.v.

Det fremgår av ISD art. 21 at myndighetene skal treffe tiltak for å gi investorene nærmere angitte opplysninger om under hvilke forhold en transaksjon på et regulert marked er foretatt. Myndighetene skal fastsette opplysningenes form og frister for å gi opplysningene, samt på hvilken måte de skal stilles til rådighet. Utvalget legger til grunn at Oslo Børs allerede oppfyller kravene til hvilke opplysninger som skal gis. Det vises til børsloven § 4-6 og børsforskriften Kap. 13. Regler om børsmedlemmenes registrering av avtaleinngåelser fremgår av forskriften § 13-3. I henhold til forskriftens § 13-2 skal kursnoteringene formidles til de børsmedlemmer som etter børsmedlemsskapets art skal gis slike opplysninger og i tillegg offentliggjøres etter nærmere bestemmelser fastsatt av børsstyret. Utvalget foreslår etter dette ikke egne regler i vphl. om investorenes adgang til opplysninger om transaksjoner.

5.4.10.2 Adgang til markedsplass og oppgjørssystemer

Investeringsforetak med hovedsete i EØS-land skal i henhold til ISD art. 15 gis rett til å bli medlemmer eller tiltre organiserte markedsplasser og nasjonale clearing- og oppgjørssystemer. Dette gjelder uavhengig av om clearing- og oppgjørsfunksjonene utføres av organer frittstående fra markedsplassen. Organiserte markedsplasser i Norge er børser med tillatelse etter børsloven § 1-2, jfr. også vphl. § 11 a for derivatmarkedet. Som nevnt ovenfor kan foretak som har tillatelse til å drive fondsmegling etter vphl. etter søknad bli medlem av børsen, jfr. børsloven § 3-1 og børsforskriften

§§ 11-1 til 11-3. Utvalget legger til grunn at børsmedlemskap også kan gis kredittinstitusjoner som i henhold til vphl. § 4 tredje ledd kan drive fondsmegling i henhold til tillatelse fra myndigheter i annet EØS-land. Utvalget foreslår en egen bestemmelse om utenlandske foretak i utkastet til ny verdipapirhandellov. Forslaget bygger på vphl. § 4 tredje ledd flg. om at lovens krav til konsesjon ikke er til hinder for at foretak med tillatelse fra EØS-land driver virksomhet her i landet. Etter utvalgets syn er det derfor ikke påkrevet med endringer i børsloven for å sikre mulighet for børsmedlemskap for slike foretak. Utvalget foreslår imidlertid likevel at det presiseres i børsloven § 3-1 at medlemskap kan gis investeringsforetak som kan yte investeringstjenester i Norge i henhold til vphl.

Clearing- og oppgjørsfunksjonene i det norske markedet utføres av VPS, Norsk Opsjonssentral AS og Norges Bank. Det følger av lov 14. juni 1985 nr. 62 om Verdipapirsentralen § 3-2 at fondsmeglerforetak kan registrere kjøp og salg av registrerte fondsaktiver direkte i VPS selv om de ikke er kontoførere. Det samme gjelder andre foretak som med hjemmel i lov er gitt adgang til å opptre som mellommann ved omsetning av fondsaktiver som er registrert. Utvalget legger til grunn at bestemmelsen gir EØS-foretak adgang til å registrere handler på lik linje med norske foretak. Det foreslås derfor ikke endringer i bestemmelsen.

I lov om Verdipapirsentralen § 3-1 er det angitt hvilke foretak som i tillegg til fondsmeglerforetak kan være kontofører i VPS. Det fremgår av bestemmelsens annet ledd bokstav h) at foretak med hovedsete i en annen EØS-stat kan være kontofører etter nærmere bestemmelser av Kongen. I forskrift 27. januar 1994 om utenlandske foretaks adgang til å være kontofører i Verdipapirsentralen er det fastsatt at filial av kredittinstitusjon etablert her i riket, som har hovedsete og er underlagt myndighetstilsyn i EØS-stat kan være kontofører. Utvalget legger til grunn at tilsvarende adgang bør gis investeringsforetak med hovedsete i EØS-stat som ikke er kredittinstitusjon, og anbefaler at forskriften endres for å gjøre dette klart. Etter utvalgets syn er imidlertid ikke en endring på dette punkt nødvendig som følge av ISD. Etter direktivet må det være tilstrekkelig at EØS-foretak gis anledning til oppgjørssystemene for såvidt gjelder de investeringstjenester de yter. Slik adgang vil utenlandske foretak ha etter Verdipapirsentralloven uavhengig av om foretaket etablerer filial i Norge eller driver grenseoverskridende virksomhet.

Alle kontrakter med opsjoner som er gjenstand for omsetning i det norske markedet skal skje under medvirkning av en institusjon som enten er part i alle transaksjoner eller gir garanti for oppfyllelse av inngåtte kontrakter. Slik opsjonssentral skal godkjennes av Finansdepartementet, jf. vphl. § 11a annet ledd. Det er idag etablert én opsjonssentral i det norske markedet, Norsk Opsjonssentral. Det følger av standardvilkår for handel med opsjoner og terminer godkjent av Finansdepartementet 26. mai 1992 § 8-1 at opsjonshandlerforetak må inngå en clearingavtale med opsjonssentralen for å kunne cleare opsjonshandel i opsjonssentralen. Opsjonssentralen kan ikke nekte å inngå clearingavtale med et opsjonshandlerforetak med mindre dette følger av lov, forskrift eller standardvilkårene. Utvalget legger til grunn at utenlandske foretak på lik linje med norske foretak vil kunne inngå avtale med opsjonssentralen dersom de er gitt tillatelse til å drive virksomhet som opsjonshandlerforetak. Det anses derfor ikke nødvendig med regelendringer på dette punktet. Det forutsettes at den nevnte bestemmelse i standardvilkårene videreføres i nye standardvilkår som vil fastsettes av børsstyret innen 1. januar 1995. Andre endringer i reglene om opsjonshandel vil vurderes i utvalgets delinnstilling II.

Pengeoppgjøret ved handel mellom fondsmeglerforetak foretas i Norges Bank. Etter det utvalget er kjent med har Norges Bank på bakgrunn av de generelle forbudene mot diskriminering i EØS-avtalen, åpnet for at også utenlandske foretak gis adgang til å delta i megleroppgjøret. Utvalget legger til grunn at dette er i tråd med

Norges Banks formål som er bl.a. å fremme et effektivt betalingssystem innenlands og overfor utlandet. Det anses ikke nødvendig at det fastsettes en lovbestemt plikt for Norges Bank til å la både norske og utenlandske foretak delta i megleroppgjøret.

5.4.10.3 Handel i finansielle instrumenter som er suspendert fra kursnotering

Utvalget har vurdert om vphl. § 27 bør opprettholdes. Bestemmelsen fastsetter at et fondsmeglerforetak ikke kan formidle omsetning av et verdipapir som er suspendert fra notering på børsen. Etter utvalgets syn har bestemmelsen sin berettigelse idet det under en suspensjon er vanskelig å fastsette riktig pris. På den annen side kan bestemmelsen i praksis innebære en handelshindring for investorer som på tross av usikkerhet omkring prisfastsettelsen ønsker å handle verdipapirene. Etter en helhetsvurdering anser utvalget at de beste grunner taler for å videreføre bestemmelsen, men med visse justeringer. Regelen ble lovfestet ved loven av 1985, men ble antatt å gjelde også tidligere. For de investeringsforetak som er medlemmer på Oslo Børs, finnes det uavhengig av verdipapirhandelens bestemmelse, en tilsvarende regulering i børsforskriften av 17.01.94 nr. 30 § 12-4 (som er en videreføring av tidligere børsreglementer): «Er børsnoterte verdipapirer suspendert fra kursnotering kan ikke børsmedlemmer handle, tegne eller medvirke til handel med eller tegning av verdipapirer.» Videre er det også i Danmark, Sverige og Finland tilsvarende forbud for meglerne til å omsette suspenderte verdipapirer.

Suspensjon av et børsnotert verdipapir kan besluttes av børsen i hht. børslovens § 4-11 når særlige grunner tilsier det og det foreligger omstendigheter som gjør det meget vanskelig å finne en «riktig» pris for verdipapiret og kurssettingen således er unormalt usikker. Typisk vil suspensjon være aktuelt når børsen på fortrolig basis får informasjon fra selskapet om hendelser eller forhold som foreløpig ikke er endelig avklart, men hvor en kursfastsettelse av selskapets verdipapirer klart vil kunne bli «uriktig» eller uforsvarlig så lenge disse omstendigheter ikke er avklart og offentliggjort. Tilliten til markedets kursfastsettelse i et børsnotert verdipapir tilsier da at omsetningen stanses midlertidig gjennom suspensjon. Skal suspensjon være effektiv, og gi den nødvendige beskyttelse for investorene, må den også innebære at meglerapparatet ikke kan formidle omsetninger eller stille priser seg imellom eller på uoffisielle informasjonssystemer som Reuters m.v. På den annen side gir dette børsen – og normalt selskapet – et ekstra incitament til å gjøre suspensjon så kortvarig som mulig.

Det bemerkes at suspensjoner ikke kan vare lenger enn påkrevet og aldri utover 21 dager. Suspensjon skal ikke være noen «sovepute» for en selskapsledelse som ønsker seg bedre tid for å rydde opp i interne problemer e.l. Videre er det fra juli 1994 innført en særskilt observasjonsliste på Oslo Børs. Et verdipapir kan overføres dit i situasjoner hvor omsetning og kursnotering bør skje med særskilt varsomhet og med et stående varsel til markedet om at prissettingen er spesielt usikker. Selv om dette ikke er en direkte erstatning for suspensjon, innebærer denne listen at man ivaretar investorenes behov for å kunne omsette papirene også under mer usikre prisingsforhold. Dermed blir suspensjon reservert for de mest alvorlige situasjoner. Endelig påpekes at suspensjoner etter sikker praksis ikke lenger brukes som et sanksjonsmiddel overfor selskapene ved brudd på børsforskriften o.l., da det nå er gitt regler i børsloven om overtredelsesgebyr som virkemiddel for slike tilfeller.

Det er ikke kjent at den gjeldende regel har medført store problemer for meglerapparatet eller investorene. Tvertimot synes regelen gjennomgående forstått og akseptert. Investorene står som nevnt fritt til å inngå avtaler seg imellom. Regelen hindrer heller ikke at en megler bistår i den praktiske gjennomføringen av en slik omsetning som er avtalt direkte mellom kjøper og selger. Bestemmelsen er også for-

stått slik at den ikke er til hinder for å gjennomføre en opsjonsavtale med fastsatt pris som er inngått før verdipapiret blir suspendert. Et lignende unntak er inntatt i den svenske Lag om värdepappersrörelse 3 "[Lovforslaget administrative og økonomiske konsekvenser](#)" i kap. 8 §: «En tidigare avtalad affär får dock genomföras.» Utvalget foreslår at slike unntak nå presiseres direkte i den foreslåtte lovbestemmelsen. Utvalget legger forøvrig til grunn at bestemmelsen ikke er til hinder for at megler henviser potensielle kjøpere og selgere til hverandre. Det vises imidlertid til at grensen mellom slik henvisning og konsesjonspliktig mottak og formidling av ordre må vurderes i det konkrete tilfellet. Utvalget legger til grunn at det ikke anses som formidling av omsetning i lovens forstand dersom henvisning til potensielle kjøpere og selgere foretas uten godtgjørelse, men kun under forutsetning av dekning av eventuelle utlegg.

5.4.11 Oppgaveplikt, taushetsplikt

5.4.11.1 Oppgaveplikt

Utvalget foreslår at vphl. § 26 første ledd om regnskapsplikt i hovedsak videreføres. Det følger av bestemmelsens første ledd at foretaket plikter å føre journaler over mottatte og utførte oppdrag og andre bøker som gir full oversikt over dets forretningsførsel, etter forskrifter fastsatt av departementet. Bestemmelsen kommer i tillegg til de alminnelige krav til regnskapsførsel som følger av aksjeloven. Utvalget legger til grunn at bestemmelsen er nødvendig både av hensyn til foretakets interne kontroll og av hensyn til Kredittilsynets tilsynsvirksomhet. Slike bestemmelser er også nødvendige etter ISD art. 20. Det vises forøvrig til utvalgets forslag til regler om foretakenes opplysningsplikt overfor Kredittilsynet.

Kompetansen til å fastsette forskrifter om journaler m.v. er etter vphl. § 26 tillagt departementet. Utvalget foreslår at Kredittilsynet i fremtiden skal kunne fastsette forskrifter om investeringsforetaks plikt til å føre oppgaver over mottatte og utførte oppdrag.

Utvalget kommer tilbake til vphl. § 26 annet ledd om sluttседler under drøftelsen av verdipapirhandel gjennom investeringsforetak i "[Verdipapirhandel gjennom investeringsforetak](#)" i kapittel 6.

5.4.11.2 Taushetsplikt

Utvalget foreslår at vphl. § 29 om taushetsplikt for ansatte mv. i investeringsforetak i hovedsak videreføres. Det følger av bestemmelsen at ansatte, tillitsmenn og andre personer med bestemmende innflytelse i foretaket har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold med mindre annet er bestemt i lov etter forskrift. Vphl. § 29 siste setning om at taushetsplikten også gjelder for banks fondsavdeling i forhold til bankens øvrige avdelinger foreslås opphevet som følge av at det ikke foreslås regler om organisering i egen fondsavdeling. Derimot forutsettes at bankene selv utarbeider interne rutiner som ivaretar samme hensyn.

Investeringsforetakene vil etter dette ha taushetsplikt i forhold til enhver utenfor foretaket, med unntak for de bestemmelser som er gitt f.eks. om opplysningsplikt overfor tilsynsmyndighetene. Når det gjelder forholdet internt i foretaket plikter foretaket å utarbeide retningslinjer for organiseringen av virksomheten, herunder utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten. Slike retningslinjer skal utarbeides både av kredittinstitusjoner og andre investeringsforetak. Utvalget viser forøvrig til omtalen av krav til organisering av virksomheten i "[Organisering av virksomheten](#)" i pkt. 4.4.7.4. Som fremhevet der antar utvalget at kravene til organsiering av ulik type virksomhet må vurderes på bakgrunn av bl.a. arten av de

finansielle instrumentene. Av eksempler på virksomhet som det bør vurderes å etablere skiller mellom, nevner utvalget investeringsforetaks rådgivnings- og emisjonstjenester til utstederselskaper og foretakenes kapitalforvaltning, samt kredittinstitusjoners utlånsvirksomhet og institusjonens forvaltning av investorers portefølje.

Utvalget forutsetter at interne retningslinjer om taushetsplikt skal gis i form av instruks til de ansatte.

5.4.12 Regulering av utenlandske foretak som driver virksomhet i Norge

Det følger av ISD art. 14 at medlemsstatene skal sørge for at ethvert foretak som er gitt tillatelse og er underlagt myndighetstilsyn i en annen medlemsstat, kan utføre investeringstjenester på dens territorium. Det er fremhevet i fortalen til direktivet at medlemsstatene må sørge for at det ikke finnes noen hindring for at virksomhet som kommer inn under bestemmelsene om gjensidig anerkjennelse kan utøves på samme måte som i hjemstaten, forutsatt at den ikke er i strid med gjeldende lover og forskrifter som skal verne almenhetens interesser i hjemlandet. En særlig hjemmel for vertsstatens regulering av slike marked er gitt i art. 11 (om god forretningsskikk) som utvalget alt flere ganger har vist til.

ISDs bestemmelser om gjensidig anerkjennelse gjelder investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon. For kredittinstitusjoner er tilsvarende regler gitt i bankdirektivene som er gjennomført i norsk rett ved den tidligere nevnte filialforskriften av 2. mai 1994, samt forskrift om grenseoverskridende virksomhet av 7. juli 1994. Etter utvalgets syn bør regler om vphls anvendelse for utenlandske foretak i sin helhet fremgå av vphl. Utvalget legger til grunn at de nevnte forskrifters bestemmelser om vphls anvendelse for kredittinstitusjoner kan oppheves på bakgrunn av utvalgets forslag.

Utvalget legger til grunn at de regler som foreslås om god forretningsskikk skal komme til anvendelse også overfor EØS-foretak som yter investeringstjenester i Norge. Tilsvarende gjelder den foreslåtte bestemmelse om at handel i børsnoteerte finansielle instrumenter skal foretas over børs eller dersom de foretas utenfor børs, straks meldes til børsen. Reglene om bruk av sluttsedler og taushetsplikt for investeringsforetak er begrunnet i hensynet til investorene og må etter utvalgets syn også kunne gjøres gjeldende overfor EØS-foretak for såvidt gjelder den virksomhet som drives i Norge. Av de regler som foreslås i *"Rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet"* i kapittel 5 i loven er det etter dette kun § 5-1 om organisering av virksomheten som etter utvalgets syn ikke skal omfatte EØS-foretak.

De virksomhetsregler som foreslås i nytt *"Vilkår for å yte investeringstjenester"* i kapittel 4 i loven er delvis begrunnet i soliditetshensyn og delvis i allmennhetens, dvs. investorenes interesser. Etter utvalgets syn kan bestemmelsen om foretakenes adgang til å yte kreditt ikke gjøres gjeldende overfor EØS-foretak, idet begrensningene i bestemmelsen er begrunnet i soliditetshensyn som det tilligger hjemstaten å ivareta. Investeringsforetakenes adgang til å drive annen næringsvirksomhet bør etter utvalgets syn også reguleres av hjemlandets rett. Bestemmelsen må kunne sies å være begrunnet i allmenne hensyn idet den skal bidra til at foretaket har en uavhengig stilling. Etter utvalgets syn har imidlertid bestemmelsen så nær tilknytning til de regler om vilkår for tillatelse og organisering av virksomheten som tilligger hjemlandet, at den ikke foreslås gjort gjeldende for EØS-foretak. Tilsvarende gjelder for bestemmelsen om foretakets handel i finansielle instrumenter for egen regning med unntak av reguleringen av adgangen til å foreta short-salg. Utvalget viser forøvrig til at utenlandske foretaks utøvelse av virksomhet i Norge må ligge innenfor reglene om god forretningsskikk.

Begrensningen i ansattes adgang til å være medlem av styrende organer i selskaper med børsnoterte finansielle instrumenter bør gjøres gjeldende for ansatte som driver foretakets virksomhet i Norge for såvidt gjelder norske selskaper. Tilsvarende gjelder bestemmelsen om ansattes egenhandel. Begge de nevnte bestemmelser skal forhindre at ansatte har en egeninteresse i verdipapirmarkedet som kan medføre at kundenes interesser ikke i tilstrekkelig grad ivaretas. Dette er et allment hensyn.

Den foreslåtte bestemmelse om at formidling av salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier kun kan foretas der kunden disponerer instrumentene på salgstidspunktet foreslås gjort gjeldende overfor EØS-foretak. Utvalget legger i sin vurdering avgjørende vekt på den betydning reglene om short salg har for oppgjøret av finansielle instrumenter i VPS og megleroppjøret i Norges Bank. Dersom investeringsforetakene ikke påser at foretakets kunder disponerer instrumentene i forbindelse med formidling av short salg, kan dette skape problemer i oppgjørsløpene som vil kunne forplante seg til andre aktører i markedet. I tillegg til investorenes interesse i at oppgjørssystemene fungerer tilfredsstillende til enhver tid, vil investorene også ha en sterk interesse i at det i størst mulig grad sikres at handler gjøres opp rettidig. Utvalget antar at de to nevnte hensyn tilsier at bestemmelsene om short salg må sies å være begrunnet i kundenes interesser og markedets integritet på en slik måte at de i henhold til ISD art. 11 nr. 1 siste strekpunkt kan gjøres gjeldende overfor foretak med hovedsete i annen EØS-stat som driver virksomhet i Norge. Utvalget legger til grunn at bestemmelsene i første rekke vil være praktiske i forhold til filialer etablert i Norge. Bestemmelsene foreslås imidlertid også gjort gjeldende overfor foretak som driver grenseoverskridende virksomhet.

Utfra samme begrunnelse som nevnt ovenfor foreslås også reglene om investeringsforetaks utlån av finansielle instrumenter og formidling av slike lån, gjort gjeldende for EØS-foretak som driver virksomhet i Norge.

Også reglene om verdipapirhandel gjennom investeringsforetak foreslås gjort gjeldende med mindre annet er avtalt. Det vises til nærmere omtale i *"Verdipapirhandel gjennom investeringsforetak"* i kapittel 6.

Utvalget viser forøvrig til at vphls alminnelige bestemmelser, bl.a. bestemmelsene om misbruk av fortrolig informasjon også vil gjelde EØS-foretak. For å gjøre dette klart i en overgangsperiode inntil lovens alminnelige bestemmelser er gjennomgått, foreslås det presisert i lovutkastet.

Investeringsforetak med hovedsete utenfor EØS-området kan etter utvalgets forslag gis tillatelse til å etablere filial i Norge. Etter utvalgets syn bør filial av tredjeland være undergitt samme regulering som norske foretak. Utvalget foreslår derfor at vphls bestemmelser kommer til anvendelse, men med enkelte unntak. Dette gjelder for det første de bestemmelser som retter seg spesielt mot foretak med hovedsete i EØS-land. Videre er bestemmelsene om norske foretaks etablering eller tjenesteyting i annen EØS-stat ikke aktuelle for foretak fra tredjeland.

Når det gjelder bestemmelsen om kontroll med aksjonærer med kvalifisert eierandel, foreslås denne i utgangspunktet gjort gjeldende også for foretak fra tredjeland. Utvalget antar imidlertid at dersom slike regler følger av hjemlandets rett og tilsynsmyndighetene i vedkommende hjemland fører tilfredsstillende kontroll, er det unødvendig at bestemmelsen i lovutkastet § 3-5 om endringer i aksjonærstrukturen gis anvendelse. Det foreslås derfor at bestemmelsen gjelder med mindre Kredittilsynet på bakgrunn av at foretaket er underlagt tilsvarende regler i hjemlandet, bestemmer noe annet.

"Tilsyn, sanksjoner mv." i Kap. 7 om kontroll med verdipapirhandelen vil i utgangspunktet også gjelde for foretak fra tredjeland. Utvalget vil imidlertid anta at Kredittilsynet av hensyn til et effektivt tilsyn med foretakene vil ha behov for å

inngå nærmere samarbeidsavtaler med tilsynsmyndighetene i de aktuelle land. Det foreslås at kap.7 gjelder med mindre Kredittilsynet på bakgrunn av bilaterale tilsynsavtaler bestemmer noe annet.

KAPITTEL 6

Verdipapirhandel gjennom investeringsforetak**6.1 INNLEDNING**

Verdipapirhandel gjennom fondsmeglerforetak er regulert i vphl. "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i kap. 4. Utvalget viser innledningsvis til at lovens "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i kapittel 4 ble fastsatt i forkant av verdipapirsentralloven. Reglene er i liten grad tilpasset det papirløse system som fulgte av etableringen av VPS, men bygger på et system med fysisk levering. Utvalgets forslag til nye bestemmelser om verdipapirhandel gjennom investeringsforetak må bl.a. ses på bakgrunn av det moderniseringsbehov som foreligger.

Vphl. § 39 om fondsmeglerforetaks omsorgsplikt er omtalt i utvalgets "*Rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet*" i kapittel 5 om rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet. Denne bestemmelsen er foreslått tatt inn som del av kravet til god forretningsskikk og vil ikke bli nærmere omtalt i det følgende.

En rekke av bestemmelsene om verdipapirhandel gjennom fondsmeglerforetak kan fravikes ved avtale i henhold til vphl. § 57. Det vil nedenfor presiseres hvilke bestemmelser dette gjelder. Det vises forøvrig til at alminnelige forretningsvilkår for fondsmegling eller kjøp eller salg av verdipapirer, i henhold til § 58 skal være godkjent av Finansdepartementet for å være gyldige.

Utvalget har tatt utgangspunkt i at det i hovedsak bør være opp til partene å fastsette vilkår for en avtale om handel i finansielle instrumenter. Lovreglenes formål bør i første rekke være å legge til rette for at investeringsforetakets forretningsvilkår aksepteres av kundene før kundeforhold inngås.

Kjøpslovens regler kommer til anvendelse også på handel med finansielle instrumenter. Kjøpslovens regler kan ikke fravikes ved avtale til ugunst for forbrukerkjøpere. Utvalget har vurdert i hvilken grad det er behov for særlige regler i vphl. som fraviker reglene i kjøpsloven også for forbrukerkjøpere.

6.2 GJELDENDE RETT**6.2.1 Oppdraget****6.2.1.1 Utførelse av oppdrag i fondsmeglerforetakets navn**

Det følger av vphl. § 40 at oppdrag om kjøp og salg av verdipapirer skal utføres i fondsmeglerforetakets navn. Foretaket skal ikke opplyse hvem det opptrer på vegne av eller slutter avtale med, med mindre dette er bestemt i lov. En slik plikt foreligger i henhold til aksjeloven § 3-9 om innføring i aksjeboken eller aksjeeierregisteret; Mellommann som har medvirket ved avhendingen, plikter på avhenderens eller erververens forlangende å oppgi erververens eller i tilfelle avhenderens navn og adresse eller, om han ikke vet det, navn og adresse på mellommenn som har medvirket ved avhendingen.

Kundenes manglende adgang til å få opplyst medkontrahentens identitet må ses i sammenheng med vphl. § 47 der det fremgår at fondsmeglerforetaket er ansvarlig overfor oppdragsgiveren og den det slutter avtale med, for oppfyllelse av kjøp eller salg det har foretatt. Utvalget viser også til vphl. § 29 om taushetsplikt i fondsmeglervirksomheten. Opplysninger om kundens identitet er antatt å skulle behandles på linje med taushetsbelagte opplysninger.

6.2.1.2 *Bortfall av oppdrag*

I vphl. § 42 er det fastsatt at et oppdrag gjelder til utløpet av den annen virkedag det har vært kursnotering av verdipapirer på børsen. Den virkedag oppdraget kom frem, medregnes ikke. Oppdraget kan tilbakekalles så lenge fondsmeglerforetaket ikke ved avtale har bundet seg overfor tredjemann. Det vil bero på alminnelige avtalerettslige regler om foretaket anses bundet overfor tredjemann. Foretaket selv vil ikke ses som tredjemann i denne forbindelse. Selvinntrede er derfor ikke til hinder for tilbakekallelse av oppdraget. Bestemmelsen i § 42 kan fravikes ved avtale, jfr. vphl. § 57.

6.2.1.3 *Underretning om utførte oppdrag*

Fondsmeglerforetaket skal ved sluttseddel eller på annen måte straks gi oppdragsgiveren underretning om avtale som er sluttet for hans regning, jfr. vphl. § 43. Dersom underretning foretas på annen måte enn ved sluttseddel, f.eks. telefax/telex, må handelen allikevel bekreftes ved sluttseddel i samsvar med vphl. § 26 annet ledd. Departementet skal godkjenne sluttseddelformularets innhold og form, og kan gi regler om bruken av sluttsedler. Særlige regler om bruken av sluttsedler er ikke gitt. Det følger imidlertid av Reglementet for fonds- og aksjemeglere at sluttseddelformularet skal ha en standardisert, trykt form og det er angitt nærmere hvilke opplysninger som skal fremgå av sluttseddelen. I rundskriv 31/92 har Kredittilsynet fastsatt krav til oppbevaring av sluttseddelinformasjon.

For foretak som etter forskrift 27. oktober 1988 er gitt adgang til å opptre som mellommann ved omsetning av sertifikater, følger det av forskriftens § 8 at utført oppdrag skal bekreftes ved sluttseddel. Sluttseddelformularets innhold og form skal være godkjent av Kredit-tilsynet.

Det følger av vphl. § 43 annen setning at oppdragsgiveren straks etter å ha mottatt underretning om avtale som er sluttet for hans regning, må gi melding til foretaket dersom han vil gjøre gjeldende at avtalen eller noen av dens vilkår er i strid med oppdraget. I bestemmelsens forarbeider er det vist til at reklamasjon først og fremst tar sikte på de tilfelle hvor avtalen er i strid med forskrifter fra oppdragsgiver, men at bestemmelsen også er ment å skulle omfatte tilfelle hvor megleren har forsømt sine øvrige plikter etter oppdraget, f.eks. hvor oppdragsgiveren mener at det ikke er oppnådd høy nok kurs i et tilfelle hvor han ikke har angitt noen bestemt kurs. Bestemmelsen omfatter ikke tilfeller hvor avtalen av andre grunner er ugyldig. Bestemmelsene kan fravikes ved avtale, jfr. vphl. § 57.

6.2.1.4 *Fondsmeglerforetakets krav*

Etter vphl. § 44 har fondsmeglerforetak krav på kurtasje. Ved market making kommer vederlaget fra differansen («spread») mellom foretakets kjøps- og salgskurs. Også ved obligasjonshandel er det vanlig at foretaket tar vederlaget fra kursdifferansen.

Kurtasjefastsettelsen er i prinsippet fri. Den utregnes normalt i promille av omsetningen. Det følger imidlertid av vphl. § 28 at dersom hensynet til omsetningen av verdipapirer tilsier det, kan Kongen gi forskrift om fastsettelse av vederlag (kurtasje) ved kjøp og salg av mindre verdipapirposter. Fullmakten er delegert til Finansdepartementet. Slik forskrift er ikke gitt. § 28 gjelder både for handel i annenhåndsmarkedet og ved tegning av verdipapirer. Det fremgår av Ot.prp. nr. 68 (1984-85) at bestemmelsen skal gi departementet adgang til å gripe inn dersom kurtasjesatsene fastsettes såvidt høyt at dette påvirker mindre investorers sparing i verdipapirer på en uheldig måte. Det er altså forbrukerhensyn som ligger bak.

Andre enn fondsmeglerforetak kan ikke få andel i kurtasjen. Det følger av vphl. § 28 annet ledd. Hensikten med denne bestemmelsen er å sikre fondsmeglerens uavhengighet.

Vederlagskravet er knyttet til oppfyllelsen av en handel. Dette må medføre at det ikke oppstår krav på vederlag dersom handelen ikke kommer i stand. Dette må gjelde uavhengig av hvilket arbeid foretaket har nedlagt og uavhengig av om årsaken til at handel ikke kommer i stand er at oppdragsgiver trekker oppdraget tilbake før foretaket slutter avtale. I forarbeidene til bestemmelsen er det imidlertid lagt til grunn at dersom ikke-oppfyllelsen på annen måte skyldes oppdragsgiveren, vil foretaket fortsatt ha krav på kurtasje og eventuelt også erstatning (NOU 1978: 42 Verdpapirhandel s. 168).

Særskilt vederlag kan kreves for utgifter ved oppdragets utførelse som det ikke er vanlig å anse dekket ved kurtasjen. Slikt særskilt vederlag kan kreves uten at det er avtalt med kunden. Utvalget antar at skillet mellom utgifter det er vanlig å dekke ved kurtasje og utgifter som kan dekkes ved særskilt vederlag, ikke er av vesentlig betydning sålenge det ikke er satt begrensninger på kurtasjen etter vphl. § 28 første ledd. Foretakene må antas å beregne kurtasjen slik at den normalt dekker alle utgifter forbundet med et oppdrag.

Foretakets krav på dekning av oppdragsgiveren foreligger på det tidspunkt foretaket har oppfylt avtale sluttet for dennes regning, jfr. § 44 annet ledd. Reglene i lov av 17. februar 1939 nr. 1 om gjeldsbrev § 6 gjelder tilsvarende. Gjeldsbrevloven § 6 gir regler om misligholdsrente ved forsinket betaling. Reglene i vphl. § 44 kan fravikes ved avtale, jfr. vphl. § 57.

6.2.2 Nærmere om avtalers oppfyllelse

6.2.2.1 Innbyrdesforretninger

Det følger av vphl. § 41 at et fondsmeglerforetak som har mottatt oppdrag både om kjøp og salg av samme verdipapir, kan utføre oppdragene ved at foretaket selv foretar avtaleslutning på vegne av oppdragsgiverne (innbyrdesforretning). Foretaket skal i henhold til loven ivareta begge oppdragsgiveres tarv med samme omhu og fastsette prisen på verdipapirene på grunnlag av børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

Innbyrdesforretninger i børsnoterte verdipapirer må meldes til børsen samtidig som kursnoteringen på vedkommende verdipapir foregår, med angivelse av kurs og volum.

6.2.2.2 Tid og sted for oppfyllelse

Selgeren plikter å levere verdipapirene eller stille dem til rådighet for fondsmeglerforetaket mot betaling av kjøpesummen med fradrag av foretakets kurtasje og andre krav som utspringer av oppdraget, jfr. § 52. I samme bestemmelse er det presisert at kjøper plikter å betale fondsmeglerforetaket kjøpesummen med tillegg av kurtasje og andre krav som utspringer av oppdraget, mot at verdipapirene stilles til rådighet for kjøper. Oppfyllelse skal skje hos fondsmeglerforetaket. Dersom flere fondsmeglerforetak har medvirket, skal oppfyllelse skje hos det foretak som har oppdrag fra kjøperen. De nevnte bestemmelser kan fravikes ved avtale, jfr. § 57.

Den vesentligste delen av verdipapirhandelen skjer i dag med verdipapirer som er registrert i Verdipapirsentralen. VPS-systemet har en normal oppgjørsperiode på fire dager, inklusiv handelsdagen. Dette betegnes internasjonalt som T + 3. Det kan avtales kortere oppgjørsfrist, dog ikke kortere enn T + 1. Obligasjons- og sertifikatshandler kan ha lenger oppgjørsperiode.

Oppgjøret skjer ved at megler på handelsdagen registrerer den enkelte handel i VPS-systemet. Disse innmeldinger bekreftes av motparten og kan etter at de er «matchet» ikke annulleres. De to påfølgende dager kan dog brukes til korrigeringer. På den andre mellomliggende dagen, dvs. dagen før oppgjørsdag foretas såkalt dekningskontroll. Dette innebærer at det kontrolleres at det er tilstrekkelige verdipapirer hos selger. Selgers kontofører skal senest på annen mellomliggende dag frigi de solgte verdipapirene til fordel for megler. Etter dette regner VPS ut meglernes og forvalterbankenes nettoposisjoner og data over nettoposisjonene sendes deretter Norges Bank. På oppgjørsdagen foretas så pengeoppgjøret mellom meglerne i Norges Bank og verdipapirene overføres deretter til kjøpernes VPS-konti slik at de er registrert på disse dagen etter oppgjørsdag. Overføring til kjøper skjer automatisk uten at denne overføringen er knyttet til kjøpers betaling, med mindre megler har lagt inn et såkalt forbehold i VPS-systemet. Et slikt forbehold innebærer at verdipapirene ikke overføres til kjøper før megleren konkret frigir dem, f.eks. etter at betaling er mottatt. Denne mulighet for å registrere forbehold benyttes i mindre grad. Normalt kontrollerer megleren (oppgjørsavdelingen) at betaling har skjedd eller at betalingsordre er gitt på annen mellomliggende dag.

Det følger av § 52 at meglerforetaket har adgang til å motregne sine krav på kurtasje og eventuelt annet særskilt vederlag i selgers krav på kjøpesummen.

I henhold til § 52 fjerde ledd fastsetter Kongen (delegert til Finansdepartementet) forskrift om frister for partenes ytelser. Ved forskrift 6. februar 1990 er den maksimale oppgjørsfristen for verdipapirer fastsatt til 7 dager. Det kan imidlertid avtales lengre oppgjørsfrist ved handel i obligasjoner. Et fondsmeglerforetak kan ikke formidle en avtale med lenger oppgjørsfrist enn det som er fastsatt i forskriften. Forskriften gjelder imidlertid kun de tilfeller der både kjøper og selger benytter det norske fondsmeglerapparatet. Dersom enten kjøper eller selger representeres av et utenlandsk fondsmeglerforetak må det antas at oppgjørsreglene i det utenlandske markedet kan benyttes. Utvalget viser forøvrig til de særlige oppgjørsregler som følger av at det er åpnet for standardisert terminhandel.

I henhold til § 52 siste ledd kan Finansdepartementet gi forskrifter om hvilke erklæringer som skal utgjøre tilstrekkelig bevis for at verdipapirene er stillet til rådighet. Slike forskrifter er ikke gitt. I største delen av handelen vil melding fra VPS om overføring til kjøpers konto anses som tilstrekkelig bevis.

6.2.2.3 *Oppgjør for salg av ubetalte verdipapirer*

Dersom fondsmeglerforetaket har utført salg av verdipapirer som det tidligere har kjøpt for oppdragsgiveren, skal oppdragsgiveren i henhold til § 53 ha betalt kjøpesummen for verdipapirene i samsvar med § 52 annet ledd, før oppgjør for salget finner sted. Hensikten med regelen er ifølge uttalelser i forarbeidene, å forhindre den form for kortsiktig spekulasjon hvor kjøper erverver aksjer utelukkende for å selge dem igjen, uten at vedkommende disponerer midler til å betale kjøpesummen. Det er vist til at en slik form for spekulasjon har forekommet i en viss utstrekning, og at den kan ha uheldige virkninger for verdipapirmarkedet generelt. Bestemmelsen er ikke til hinder for at salg gjennomføres. Bestemmelsen refererer seg bare til oppgjøret for salget, dvs. utbetaling av salgssummen kan ikke foretas før det forutgående kjøpet er betalt.

6.2.2.4 *Fondsmeglerforetakets sikkerhetsrett*

Det følger av vhl. § 45 at fondsmeglerforetaket har sikkerhetsrett for krav som utspringer av oppdraget i de verdipapirer det har kjøpt for oppdragsgiveren. Sikker-

hetsretten består i at dersom oppdragsgiver ikke betaler innen fem dager etter at sluttseddelen eller annet påkrav påviselig er mottatt, skal foretaket søke verdipapirene avhendet for oppdragsgiverens regning til børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig, til dekning av sine krav. Også denne bestemmelsen kan fravikes ved avtale, jfr. lovens § 57.

Bestemmelsen har vært omdiskutert, idet det bl.a. har vært delt syn på hvorvidt bestemmelsen i første rekke gir fondsmeglerforetakene en rett til å ta seg dekning for sine krav, eller om bestemmelsen også gir foretakene en plikt til å foreta dekningsalg for å begrense det mulige tapet for oppdragsgiver. I teorien har det vært antatt at dekningsalg må foretas innen fem dager etter det er krevet betaling ved særskilt påkrav. Dersom salg ikke foretas innen fristen vil adgangen til dekningsalg bortfalle. Sikkerhetsretten er ansett å bestå som en vanlig tilbakeholdsrett. Kursrisikoen forblir hos den misligholdende part og foretaket vil ha et erstatningskrav i forhold til kjøperen, med sikkerhet i verdipapirene (Per Christiansen/Jan Bjørland; Verdipapirhandelloven s. 351).

En noe annen tolkning fremgår av Eidsivating lagmannsretts dom 18. februar 1993 der det ble lagt til grunn at retten til å foreta dekningsalg inntreffer fem dager etter oppgjørsfristen (uten at det er nødvendig med noe særskilt påkrav). Retten fant ikke holdepunkter i ordlyden for å anta at retten og plikten til dekningsalg skulle være begrenset til en viss periode etter at kjøperen har mottatt sluttseddel, noe som medfører at forsømt dekningsalg ikke innebærer at kursrisikoen automatisk går over på megleren. Retten konkluderte med at kursrisikoen går over på megleren dersom meglerens vurderinger kan bebreides ham som grovt uaktsomme. Den samme norm burde ifølge retten legges til grunn dersom megleren helt har unnlatt å vurdere dekningsalg.

Sikkerhetsretten gjelder kun der foretaket har kjøpt verdipapirer for oppdragsgiver. Ved salg av verdipapirer vil foretaket ha sikkerhet for sine krav i den innbetalte kjøpesummen.

6.2.3 Mislighold, erstatningsansvar mv.

6.2.3.1 Ugyldighetsregler

Som nevnt over er fondsmeglerforetaket ansvarlig overfor oppdragsgiveren og den det slutter avtale med, for oppfyllelse av kjøp eller salg det har foretatt. Denne bestemmelsen gjelder imidlertid ikke dersom oppdragsgiveren på forhånd har godkjent den annen part, jfr. vphl. § 47. Det antas at det er lite praktisk at oppdragsgiver på forhånd har godkjent den annen part, idet fondsmeglerforetakets medkontrahent ofte vil være et annet fondsmeglerforetak som har taushetsplikt når det gjelder sin kundes identitet. Bestemmelsen kan imidlertid være aktuell der kjøper og selger har etablert direkte kontakt, men der de allikevel ønsker medvirkning fra et fondsmeglerforetak ved gjennomføring av handelen.

På tross av at foretaket som hovedregel er ansvarlig overfor sin oppdragsgiver, fremgår det av vphl. § 48 at de alminnelige regler om avtalers ugyldighet gjelder tilsvarende i forholdet mellom kjøper og selger der handelen er foretatt gjennom fondsmeglerforetak. I henhold til bestemmelsens forarbeider er formålet «å skjære gjennom de ulike avtalerelasjoner som inngår i en og samme omsetning, slik at ugyldighet i tilfelle kan gjøres gjeldende uten hensyn til disse, som om omsetningen fant sted direkte mellom de to private parter». Som eksempel på tilfeller der en part er avskåret fra å gjøre ugyldighet gjeldende overfor megleren, nevnes det i forarbeidene at selgeren rettsstridig har fortiet opplysninger av betydning for transaksjonen og som hverken fondsmegleren eller kjøperen kjente til, eller at han på annen måte har opptrådt uredelig, jfr. avtalelovens § 33. Som nevnt under "[Utførelse av opp-](#)

drag i fondsmeglerforetakets navn" i punkt 6.2.1.1 kan både kjøper og selger med hjemmel i aksjeloven § 3-9 annet ledd i ettertid kreve å få vite hvem motparten er. Dette kan gi grunnlag for å vurdere gyldighetsspørsmålet.

En særskilt ugyldighetsregel fremgår av vphl. § 50 om ulovlig egenhandel; Avtale om kjøp eller salg av verdipapirer i strid med §§ 20, 21 og 22 kan ikke gjøres gjeldende av fondsmeglerforetak, fondsmegler eller person som er nevnt i § 22 annet og tredje ledd. Bestemmelsen må antas å gi fondsmeglerforetakets kunde adgang til å anse den inngåtte avtale som ugyldig eller dersom den er oppfylt, å heve denne.

Den som vil gjøre gjeldende at en avtale ikke er bindende etter de foran nevnte regler, må fremsette innsigelse om dette uten ugrunnet opphold etter at han fikk kunnskap om de forhold som begrunner at avtalen ikke er bindende, jfr. vphl. § 51. I bestemmelsens forarbeider er det vist til at bestemmelsen må bedømmes på grunnlag av de særlige krav til hurtighet som normalt vil gjøre seg gjeldende i verdipapir-omsetningen. Det er videre vist til at det her bl.a. vil kunne gjøre seg gjeldende en viss fare for spekulasjon fra den reklamerende parts side.

I alle tilfelle må innsigelsen være fremsatt innen seks måneder etter at avtalen er sluttet med mindre den grunnes på svik. Seksmånedersfristen er kortere enn reklamasjonsfristen i kjøpsloven § 32 annet ledd. Som det fremgår av lovteksten gjelder fristen imidlertid ikke dersom ugyldighetsinnsigelsen bygger på en anførsel om svik. Avtale mellom den part som påberoper seg ugyldighetsreglene, og fondsmeglerforetaket som har medvirket ved omsetningen, faller bort når ugyldighetsreglene kommer til anvendelse. Det samme gjelder avtale mellom flere fondsmeglerforetak som har medvirket ved omsetningen.

6.2.3.2 *Heving*

Dersom en part ikke har oppfylt sine plikter innen den tid som er angitt i § 52 eller fastsatt i avtalen, må den annen part straks gi fondsmeglerforetaket meddelelse dersom han vil påberope seg forsinkelsen som grunnlag for å heve avtalen eller slutte dekningsavtale etter regelen i § 55, jfr. § 54. I Christiansen/Bjørland; Verdipapirhandelloven s. 378 legges det til grunn at uttrykket part i denne sammenhengen bør oppfattes videre enn oppdragsgiver. Det er vist til at mislighold kan oppstå mellom kjøpende oppdragsgiver og kjøpende fondsmeglerforetak, mellom selgende oppdragsgiver og selgende fondsmeglerforetak og mellom to fondsmeglerforetak.

Har en part ikke mottatt oppfyllelse senest dagen etter at han har gitt meddelelse om at han vil påberope seg forsinkelsen, kan han heve avtalen eller slutte dekningsavtale som er rimelig etter markedets stilling, jfr. vphl. § 55. Avtalen anses hevet dersom han ikke uten ugrunnet opphold har meddelt at han vil utøve sin rett til å slutte dekningsavtale. Dersom dekningsavtale ikke har kunnet slutes innen fem dager etter han har påberopt seg forsinkelsen, kan avtalen kreves oppfylt etter sitt innhold. Krav om oppfyllelse må fremsettes ved fristens utløp; ellers anses avtalen hevet.

6.2.3.3 *Erstatningsansvar*

Dersom fondsmeglerforetaket forsømmer sine plikter i forbindelse med oppdraget skal det i henhold til vphl. § 46 erstatte den skade som derved voldes oppdragsgiveren. Regelen omfatter både uaktsomme og forsettlig forhold fra fondsmeglerforetakets side, og kan ikke antas å medføre annet enn det som følger av alminnelige erstatningsregler. Erstatning for tap som følge av forsinkelse kan kreves i samsvar med reglene i kjøpsloven av 13. mai 1988 nr. 27 § 27, jfr. vphl. § 56. Det følger som

nevnt også direkte av kjøpsloven at denne kommer til anvendelse på handel med verdipapirer.

Dersom dekningsavtale som nevnt i § 55 er blitt sluttet, beregnes erstatningen etter den kurs som denne avtale fastsetter. Det som kan kreves erstattet er da differansen mellom kursen i dekningsavtalen og den kurs som var avtalt. Er avtalen hevet, beregnes erstatningen etter verdien av verdipapirene ved utløpet av den frist som følger av § 55 første eller annet ledd. Reglene om erstatning ved forsinkelse kan fravikes ved avtale, jfr. § 57.

6.2.4 Fondsmeglerforbundets alminnelige forretningsvilkår

Det følger av vphl. 58 at alminnelige forretningsvilkår for fondsmegling eller kjøp eller salg av verdipapirer, for å være gyldige skal være godkjent av departementet. Alminnelige forretningsvilkår for verdipapirhandel gjennom fondsmeglerforetak gitt av Norges Fondsmeglerforbund 5. oktober 1990 er godkjent av Finansdepartementet 6. november 1990. Vilkårene avviker i noen grad fra de bestemmelser i vphl. "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i kap. 4 som i henhold til § 57 kan fravikes ved avtale. Utvalget er ikke kjent med i hvilken grad de ulike fondsmeglerforetakene benytter de nevnte vilkårene.

6.3 UTVALGETS VURDERING

6.3.1 Generelt om regulering av investeringsforetaks forretningsvilkår

Som det fremgår av redegjørelsen for gjeldende rett, representerer en rekke av bestemmelsene i vphl. "*Vilkår for å yte investeringstjenester*" i kap. 4 en gjengivelse eller presisering av regler som følger av kjøpsloven, avtaleloven eller alminnelige erstatningsmessige prinsipper. Utvalget finner det hensiktsmessig at de forhold som ikke begrunner særregler når det gjelder handel i finansielle instrumenter reguleres i medhold av de alminnelige kjøps- og avtalerettslige regler. Utvalget antar på denne bakgrunn at en del av gjeldende bestemmelser kan utgå idet de aktuelle forhold er regulert i annen lovgivning.

Utvalget anser det i utgangspunktet mest hensiktsmessig at det er opp til foretakene selv, gjennom forhandlinger med kundene, å fastsette vilkårene for en handel, fremfor at slike regler fastsettes i loven. Det vises i denne sammenheng til at mange av lovens bestemmelser kan fravikes ved avtale. Det må antas at det enkelte investeringsforetak ut fra praktiske hensyn vil benytte standardiserte forretningsvilkår. Utvalget forutsetter at kundene blir forelagt forretningsvilkårene før oppdrag gis. Det følger av ISD art. 11 at investeringsforetaket skal «på egnet måte gi de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder», samt «sørge for å få opplysninger om kundenes økonomiske stilling, investeringserfaring og målsetting for de ønskede tjenester før kundeforhold inngås». Etter utvalgets syn vil det være tilstrekkelig at foretaket forelegger forretningsvilkårene for aksept av kunder, før oppdrag første gang gis. Det forutsettes altså ikke at eventuelle standardiserte vilkår skal forelegges kunden i hvert enkelt tilfelle. De konkrete vilkår for ett oppdrag som f.eks. den kurs en handel skal utføres til, må selvfølgelig avtales i hvert enkelt tilfelle.

Utvalget har vurdert om investeringsforetakenes alminnelige forretningsvilkår bør forelegges Kredittilsynet. Etter utvalgets syn bør det imidlertid ikke legges opp til noen godkjennelsesordning av forretningsvilkår. Ulike vilkår i de ulike foretakene må anses å utgjøre en del av grunnlaget for konkurransen mellom foretakene. Utvalget kan etter dette ikke se at det er behov for at vilkårene forelegges Kredittilsynet. Kredittilsynet vil imidlertid kunne innhente disse etter behov. Etter utvalgets

syn bør Kredittilsynet dessuten ha kompetanse til å gripe inn mot urimelige forretningsvilkår. Det foreslås at Kredittilsynet kan gi pålegg om endringer i forretningsvilkår når slike vilkår anses urimelige. Kredittilsynets vedtak vil være enkeltvedtak som kan påklages etter de alminnelige reglene i forvaltningsloven. Den foreslåtte kompetanse til å gi pålegg kommer i tillegg til Kredittilsynets kompetanse til å avgi tolkningsuttalelser om hva som anses som god forretningsskikk.

Utvalget ser behovet for at det utvikles en bransjestandard for forretningsvilkår og antar at det vil skje ved at Fondsmeglerforbundet utarbeider anbefalte standardvilkår. I denne forbindelse viser utvalget til at avtalelovens § 36 og markedsføringsloven § 9a vil kunne komme til anvendelse på urimelige vilkår. Anvendelsen av disse reglene kommer altså i tillegg til den foreslåtte bestemmelse om at Kredittilsynet kan gi pålegg om endringer i forretningsvilkårene når slike vilkår anses urimelige. Konkurransetilsynet kan dessuten gripe inn mot avtalevilkår som begrenser konkurransen i strid med konkurranselovens formål, etter konkurranseloven § 3-10. Inngrep etter § 3-10 kan særlig være aktuelt dersom en bransjeorganisasjon fastsetter felles forretningsvilkår som er av en slik art at de beskytter medlemmene mot konkurranse.

Kjøpslovens regler gjelder også ved handel i verdipapirer. Reglene anses i liten grad å være tilpasset de spesielle hensyn som gjør seg gjeldende i verdipapirhandelen. Det vises dessuten til at det er fastsatt ny kjøpslov etter vedtakelsen av verdipapirhandeloven. De tekniske endringer som er foretatt i vphl. i denne forbindelse, kan ikke nødvendigvis anses som en tilstrekkelig harmonisering av de konkrete regler som fremgår av henholdsvis kjøpsloven og vphl. Det følger av kjøpsloven § 4 (1) at det i forbrukerkjøp ikke kan avtales eller gjøres gjeldende vilkår som er ugunstigere for kjøperen enn det som følger av lovens bestemmelser. Utvalget har på denne bakgrunn konsentrert sin oppmerksomhet om punkter der de spesielle forhold innen verdipapirhandelen kan tilsi at det benyttes vilkår som ved første øyekast kan virke ugunstigere for kjøper. I disse tilfellene vil slike vilkår ikke kunne overlates til avtale mellom partene, men må hjemles i særlige regler i vphl. I tillegg til enkelte særlige regler i loven, foreslår utvalget som nevnt at Kredittilsynet skal kunne pålegge endringer i forretningsvilkår når slike vilkår anses urimelige.

Utvalget nevner forøvrig at de særlige reglene om internasjonalt kjøp ikke gjelder for verdipapirhandel. Det legges til grunn at bestemmelser om forretningsvilkår, kjøpslovens bestemmelser og eventuelle særlige avtalerettslige regler i vphl. også skal komme til anvendelse ved utenlandske foretaks grenseoverskridende virksomhet i Norge, med mindre annet er avtalt med kunden på forhånd. Hensynet til kundene må her anses som et slikt alment hensyn at det ikke kan anses i strid med EØS-avtalens ikke-diskrimineringsprinsipp å gjøre reglene gjeldende.

6.3.2 Oppdraget

6.3.2.1 Utførelse av oppdrag i investeringsforetakets navn

Vphl. § 40 om at oppdrag skal utføres i fondsmeglerforetakets navn og at foretaket ikke skal opplyse hvem det opptrer på vegne av, bygger på at motpartens identitet spiller mindre rolle i verdipapirhandelen, idet megler er ansvarlig for oppfyllelse overfor oppdragsgiver og medkontrahenten. Det kan derfor sies at partene har lite behov for å kjenne hverandres identitet. Utvalget minner om at det selvsagt ikke er noe til hinder for at parter som kjenner hverandres identitet slutter handel direkte seg imellom. Dette gjelder uavhengig av om partene bistås av investeringsforetak.

Utvalget legger til grunn at prinsippet om at oppdrag skal utføres i fondsmeglerforetakets navn skal videreføres. Det samme gjelder vphl. § 47 om at foretaket er ansvarlig overfor oppdragsgiveren og den det slutter avtaler med, for oppfyllelse av

kjøp eller salg det har foretatt. Disse bestemmelsene er grunnlaget for den tradisjonelle mellommannsrollen i verdipapirhandelen. Det foreslås også at unntaket for de tilfeller der oppdragsgiver på forhånd har godkjent den annen part, opprettholdes. Utvalget vil understreke at det i slike tilfeller må foreligge en uttrykkelig godkjenning. Det vil ikke være tilstrekkelig at en oppdragsgiver er kjent med hvem medkontrahenten er. Dette gjelder uavhengig av om megler er fritatt fra taushetsplikten og derfor kan oppgi vedkommende motparts identitet. Unntakets formål bør etter utvalgets syn være å dekke situasjoner der partene selv har etablert kontakt med hverandre før investeringsforetaket kontaktes.

Når det gjelder taushetsplikt om oppdragsgiver og medkontrahents identitet, antar utvalget at en slik bestemmelse kan bygges på et alminnelig fortrolighetsbehov i næringsvirksomhet. For et betydelig antall investorer må anonymitet antas å være en forutsetning for benyttelse av meglerapparatet. Investorer har et sterkt behov for å hemmeligholde sin investeringsstrategi og dermed forhindre at man blir utsatt for mottrekk fra andre investorer side. Dersom f.eks. et livsforsikringselskap har besluttet å selge et angitt finansielt instrument og dette gjøres kjent, vil potensielle kjøpere kunne foreta disposisjoner for å presse prisene på det finansielle instrumentet nedover. Foretakenes taushetsplikt vil derfor kunne beskytte investorernes interesser i å bevare anonymitet i forbindelse med større plasseringer av finansielle instrumenter eller eksempelvis større oppkjøp.

Utvalget foreslår etter dette en videreføring av bestemmelsen om at foretaket ikke skal opplyse hvem det opptrer på vegne av eller slutter avtale med med mindre dette er bestemt i lov. Utvalget viser forøvrig til aksjelovens regler om innsyn i aksjeeierregisteret. Forsåvidt gjelder aksjer vil erververen av aksjer kunne innhente opplysninger om hvem som har vært motpart i transaksjonen, jfr. aksjelovens § 3-9, etter at en transaksjon er gjennomført.

6.3.2.2 *Bortfall av oppdrag*

Utvalget legger til grunn at det ved avtale om verdipapirhandel bør fremgå klart hvor lenge oppdraget gjelder. Dette på bakgrunn av de kurssvingninger som kan forekomme i verdipapirmarkedet. Selv om oppdragsgiver fortsatt ønsker å kjøpe eller selge etter utløpet av fristen, vil det f.eks. kunne være grunn til å foreta en ny vurdering av eventuell kurs som er oppgitt i oppdraget. Ved at det må gis nytt oppdrag, sikres at investeringsforetaket igjen får formidlet den nødvendige informasjon som følger av reglene om god forretningsskikk.

Etter utvalgets syn bør bestemmelser om bortfall av oppdrag fremgå av investeringsforetakets forretningsvilkår. Utvalget anser det ikke nødvendig med noen lovbestemt frist. Det vises forøvrig til at vphl. § 42 kan fravikes ved avtale. Utvalget foreslår etter dette at § 42 oppheves og at bestemmelser om oppdragets varighet inngår blant de forhold investeringsforetaket er forpliktet til å regulere i avtale.

Utvalget foreslår forøvrig at det i forretningsvilkårene også skal fremgå hvordan oppdrag skal gis. Det legges til grunn at det ikke bør være noe til hinder for at oppdrag kan gis muntlig, slik praksis i stor grad er idag. Utvalget understreker imidlertid at investeringsforetakene forutsettes å ha tilfredsstillende interne rutiner for dokumentasjon på mottak av ordre. Det vises i denne forbindelse til utvalgets forslag til regler om organisering av virksomheten og regler om god forretningsskikk.

6.3.2.3 *Underretning om utførte oppdrag*

Utvalget legger til grunn at vphl. § 43 om at et foretak straks skal gi oppdragsgiveren underretning om avtale som er sluttet for hans regning, videreføres. Etter vphl.

§ 26 annet ledd skal utførte oppdrag bekreftes ved sluttseddel. Departementet kan kreve kopier og for øvrig gi regler om bruk av sluttsedler. Sluttseddelformularets innhold og form skal være godkjent av departementet.

Sluttseddelen er den skriftlige underretningen fra megler til partene om at avtale er inngått og på hvilke vilkår. Sluttseddelen vil dermed ha privatrettslig betydning, men vil også være et viktig hjelpemiddel ved tilsynet med virksomheten. Utvalget finner det på denne bakgrunn klart at kravet om å bekrefte utførte oppdrag ved sluttseddel må videreføres.

Sluttseddelkontrollen var tidligere et meget viktig ledd i tilsynet med verdipapirhandelen. Det ble på den bakgrunn ansett naturlig at sluttsedlenes form og innhold skulle godkjennes av departementet. Etter utvalgets syn er det ikke lenger det samme behovet for en slik godkjennelsesordning. Handelen registreres i dag elektronisk og Kredittilsynets mulighet til å føre tilsyn er betydelig forbedret som følge av innsyn i Oslo Børs' handelsdata og registrene i VPS. Utvalget foreslår derfor at godkjennelsesordningen bortfaller.

Departementets adgang til å gi regler om bruken av sluttsedler foreslås opprettholdt. Utvalget legger til grunn at bruken av sluttsedler, herunder sluttsedlenes innhold og form, i første rekke bør utvikles av investeringsforetakene på bakgrunn av markedets behov og de alminnelige krav til god forretningsskikk. Det vises i denne forbindelse til at bekreftelse av utført oppdrag bør kunne gis i ulike former, herunder i elektronisk form. Utvalget legger til grunn at ulike former for bekreftelser vil kunne anses som sluttseddel i lovens forstand. Dersom hensynet til foretakenes kunder etter Kredittilsynets syn ikke i tilstrekkelig grad ivaretas, bør det allikevel kunne gis nærmere regler om sluttsedlene. Utvalget foreslår derfor at gjeldende bestemmelse om at sluttseddelformularets innhold og form skal godkjennes av departementet, erstattes av en bestemmelse om at Kredittilsynet kan gi regler om sluttsedlers form og innhold.

Utvalget foreslår forøvrig at bestemmelsen om at departementet kan kreve kopier av sluttsedler oppheves. Det følger av vphl. § 35 at investeringsforetak plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger om virksomheten Kredittilsynet krever, herunder utlevere dokumenter som angår virksomheten. Sluttsedler må anses å omfattes av denne bestemmelsen. En særskilt regel om kopier av sluttsedler anses derfor unødvendig.

Utvalget anser at krav til underretning om avtaler sluttet for oppdragsgiverens regning, har så stor betydning for notoriteten i handelen, at kravene i motsetning til i dag, ikke bør kunne fravikes ved avtale.

Utvalget antar at det ikke er samme grunn til å opprettholde bestemmelsen i loven om at oppdragsgiver straks må gi melding til foretaket dersom han vil gjøre gjeldende at avtalen eller noen av dens vilkår er i strid med oppdraget. Det foreslås at forretningsvilkårene skal inneholde bestemmelser om slik reklamasjon. Det nevnes at kjøpsloven stiller krav om reklamasjon innen rimelig tid dersom kjøper vil påberope seg en mangel. Fristen løper fra kjøper oppdaget eller burde ha oppdaget mangelen. Etter utvalgets syn vil bestemmelsen ikke komme direkte til anvendelse på den situasjonen vphl. § 43 annen setning regulerer, idet det vanskelig kan sies å foreligge en direkte mangel-situasjon. Utvalget nevner allikevel at det uavhengig av kjøpslovens anvendelse må antas at reklamasjon innen rimelig tid kan anses som «straks» i verdipapirhandelen. Utvalget anser det derfor ikke i strid med kjøpsloven § 4 (1) om foretakene fastsetter bestemmelser tilsvarende vphl. § 43 i sine forretningsvilkår.

6.3.2.4 *Investeringsforetakets krav*

Det følger av § 44 at fondsmeglerforetak som hovedregel kun vil ha rett til godtgjørelse fra oppdragsgiver når handel kommer i stand som følge av foretakets mellommannsvirksomhet (prinsippet om «no cure – no pay»). Denne hovedregelen kan imidlertid fravikes ved avtale.

Utvalget legger til grunn at spørsmålet om vederlag bør fremgå i avtalen mellom partene. Dette gjelder uavhengig av om vederlag tas i form av kurtasje eller særskilt vederlag, eller i hvilken grad foretaket tar seg betalt for arbeid i tilfeller der handel ikke kommer i stand.

Prinsippet om at vederlaget bør fastsettes i avtale mellom partene, medfører at vphl. § 28 første ledd etter utvalgets syn bør oppheves. Denne bestemmelsen gir Kongen kompetanse til å gi forskrifter om fastsettelse av vederlag (kurtasje) ved kjøp og salg av mindre verdipapirposter. Forskriftshjemmelen er hittil ikke benyttet.

Det følger av vphl. § 28 tredje ledd at andre enn fondsmeglerforetak ikke må få andel i kurtasjen. Fondsmeglerforetak og banker kan få andel av provisjon. Utvalget er kjent med at det kan forekomme uheldige forhold knyttet til såkalt returkommissjon. Eksempelvis vil investeringsforetak kunne ha interesse i å betale returkommissjon til ansatte i forvaltningsselskap for verdipapirfond under forutsetning av at forvaltningsselskapet foretar betydelige deler av verdipapirfondets transaksjoner gjennom det aktuelle investeringsforetak. Utvalget viser til at utbetaling og mottak av slike returkommissjoner etter omstendighetene kan falle inn under regler i straffeloven. I forhold til utvalgets mandat som bl.a. er å regulere investeringsforetakene og dets ansatte, viser utvalget til at eventuell utbetaling av returprovisjon skal fremgå av de bøker foretakene vil være pliktig til å føre i medhold av forslaget til § 5-5 om oppgaveplikt. Det vises forøvrig til forslaget til § 5-2 om god forretningsskikk, som tar sikte på å forhindre uetiske forretningsmetoder fra investeringsforetakenes side. På bakgrunn av de nevnte regler legger utvalget til grunn at eventuell tidligere praksis når det gjelder returprovisjon ikke tilsier en opprettholdelse av forbudet mot at andre enn investeringsforetak får andel i kurtasjen.

Etter utvalgets syn bør eventuell deling av provisjon, f.eks. ved at investeringsforetaket benytter seg av konsulenter, reguleres i avtale mellom foretaket og kunden. Dersom investeringsforetaket på den annen side velger å benytte seg av konsulenter og betale disse andel av kurtasje uten å avtale dette med kunden, vil kundens interesse være ivaretatt ved at det før avtale inngås får opplyst hvilken godtgjørelse foretaket tar.

Utvalget foreslår etter dette at investeringsforetakenes forretningsvilkår skal inneholde bestemmelser om foretakets godtgjørelse, herunder om godtgjørelse kan tas i form av kurtasje eller kursdifferanse, hva foretaket kan kreve dersom handel ikke kommer i gang, samt adgangen til å kreve dekning av utlegg. Vphl. §§ 28 og 44 foreslås opphevet.

6.3.3 **Avtalers oppfyllelse**

6.3.3.1 *Innbyrdesforretninger*

Innbyrdesforretninger foreligger når et fondsmeglerforetak representerer både kjøper og selger ved annenhåndsomsetning av verdipapirer. Etter gjeldende rett skal et fondsmeglerforetak som har mottatt oppdrag både om kjøp og salg av samme verdipapir, ivareta begge oppdragsgiveres tarv med samme omhu og fastsette prisen på verdipapirene på grunnlag av børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig, dersom foretaket selv foretar avtaleslutning på vegne av oppdragsgiverne, jfr. vphl. § 41.

Innbyrdesforretninger skal meldes til børsen. I praksis blir slike forretninger rapportert som forretninger gjort utenom børs. Rapport om pris og volum på det omsatte verdipapir sendes børsen innen 5 minutter etter at handelen er avsluttet. I likhet med forretninger foretatt på børs, gis markedsaktørene informasjon om hver enkelt handel gjennom elektroniske informasjonsmedier. Således kan markedsaktørene kontrollere at de priser som fondsmeglerforetakene slutter innbyrdesforretninger til, stemmer med de priser som er gjeldende børsкурser. Markedsaktører som ikke har tilgang på elektroniske informasjonsmedier kan kontrollere prisene enten ved å få liste fra Oslo Børs over alle transaksjoner foretatt i angjeldende verdipapir den dag forretningen er gjort, eller kontrollere mot den offisielle børskurslisten som offentliggjøres.

Når det gjelder såkalte illikvide verdipapirer dvs. verdipapirer som omsettes mer sjeldent, er forholdet at det ofte ikke finnes børsкурser på det tidspunkt internforretningen sluttet. I slike tilfeller skal fondsmeglerforetaket benytte en kurs som «etter markedets stilling er rimelig». Megleren som foretar avtaleslutningen skal som nevnt ivareta begge oppdragsgiveres tarv med samme omhu. Dette er et krav til meglerens nøytralitet. I tilfeller hvor f.eks. den ene oppdragsgiveren er en betydningsfull kunde, mens den andre ikke, må megleren balansere interessene til tilbyder og etterspøreren slik at det ikke skjer en skjevprising i favør av den betydningsfulle kunde. Dette stiller krav til meglerens faglige og etiske integritet. Samtidig må det være mulig for den som eventuelt mener at det er foretatt en skjevprising å etterprøve meglerens prisfastsettelse.

Utvalget viser til at innbyrdesforretninger er en rasjonell og praktisk form for verdipapirhandel som kan bidra til å holde de totale kostnadene ved verdipapirhandelen nede. Av det totale antall transaksjoner i verdipapirmarkedet som skjer i form av innbyrdesforretninger, er det et meget beskjedent antall tilfeller hvor det klages på skjevprising. Kredittilsynet har i løpet av de siste årene gitt kritikk for skjevprising i et fåtall tilfeller.

På denne bakgrunn har utvalget foreslått å videreføre dagens lovbestemmelse når det gjelder innbyrdesforretninger. Den foreslåtte regel om innbyrdesforretninger refererer seg til den tradisjonelle megling. Når det gjelder market making, viser utvalget til de generelle bestemmelser om god forretningsskikk.

6.3.3.2 Tid og sted for oppfyllelse

6.3.3.2.1 Oppfyllelse hos investeringsforetaket

Det følger av § 52 første ledd at selger plikter å levere verdipapirene til fondsmeglerforetaket mot betaling av kjøpesummen med fradrag av foretakets kurtasje og andre krav som utspringer av oppdraget. Bestemmelsen er etter utvalgets syn unødvendig. Det samme gjelder bestemmelsens annet ledd om kjøpers plikt til å betale kjøpesummen.

Prinsippet om ytelse mot ytelse fremgår av kjøpsloven kap. II som som tidligere nevnt kommer til anvendelse også på handel med verdipapirer. Kjøpslovens Kap. II overlater til partene å avtale hvor levering skal skje, men har nærmere regler om partenes forpliktelser når det er avtalt henholdsvis hentekjøp, plasskjøp og sendekjøp. Utvalget kan ikke se at kjøpslovens regler kan antas å legge bånd på investeringsforetaks avtalefrihet når det gjelder bestemmelser om levering og betaling. Vphl. § 52 første og annet ledd foreslås etter dette opphevet. Det foreslås at regler om levering og oppgjør skal fremgå av forretningsvilkårene.

På bakgrunn av det som er sagt over legger utvalget til grunn at § 52 tredje ledd om at oppfyllelse av handelen skal skje hos fondsmeglerforetaket også bør oppheves. Bestemmelsen er forøvrig kun aktuell ved handel i fysiske verdipapirer. Ved

handel i VPS-registrerte papirer foretas levering i form av overføring av de aktuelle verdipapirene til kjøpers konto i VPS.

6.3.3.2.2 *Forskrifter om oppgjørsfristen*

Som nevnt følger det av vphl. § 52 fjerde og femte ledd at Finansdepartementet kan fastsette regler om oppgjørsfrister samt om hvilke erklæringer som skal utgjøre tilstrekkelig bevis for at verdipapirene er stillet til rådighet. Fondsmeglerforetak kan ikke formidle handler med lengre oppgjørsfrist enn det som er fastsatt. Som nevnt er den maksimale oppgjørsfristen fastsatt til 7 dager.

Utvalget har i "*Short-salg*" i pkt. 5.4.7 foreslått at det åpnes for av investeringsforetak kan formidle avtaler om short-salg. En forutsetning er at selger disponerer de finansielle instrumentene gjennom låneordninger på salgstidspunktet. Frihet for markedsaktørene til å fastsette oppgjørsfrist vil ikke være noen forutsetning for at det kan foretas short-salg. Short-salg vil kunne foretas ved at selger skaffer de finansielle instrumentene i løpet av gjeldende 7-dagers oppgjørsperiode. Dette må antas å dekke behovet for såvidt gjelder short-salg foretatt som ledd i markedet som virksomhet. Når det gjelder feks. en storinvestors ønske om å styre risikoen i sin portefølje, antar utvalget at det vil være større behov for at avtalepartene står fritt til å avtale oppgjørstidspunkt uavhengig av gjeldende 7-dagers frist. Utvalget viser forøvrig til at oppgjørsfrist utover 4 dager ved handel i VPS-registrerte verdipapirer vil medføre en kreditt fra investeringsforetaket dersom handelen meldes til VPS på handelsdagen og foretaket må gjøre opp overfor selger.

Bestemmelsen om at fondsmeglerforetak ikke kan formidle handler med lengre oppgjørsfrist enn den som er fastsatt av departementet, er i Ot.prp. nr. 68 (1984-84) s. 64 omtalt som en regel som særlig tar sikte på å forhindre terminhandel. Det foreligger nå et regelverk for terminhandel som er gitt med hjemmel i vphl. § 11b. Utvalget legger til grunn at forholdet mellom ikke-standardiserte og standardiserte terminer bør få sin løsning gjennom opsjons- og terminregelverket. Utvalget kommer tilbake til dette i delinnstilling II.

Utover forholdet til terminhandelen kan utvalget ikke se hensyn som tilsier at myndighetene bør fastsette oppgjørsfrister for partenes handler. Utvalget legger vekt på å åpne for smidige oppgjørsløsninger. Etter utvalgets syn er det imidlertid viktig at det skapes notoritet ved verdipapirhandelen. Utvalget anser det derfor viktig at avtale om handel i finansielle instrumenter meldes til VPS og registreres der uavhengig av om det er avtalt lengre oppgjørsfrist enn 4 dager.

Vphl. § 52 fjerde ledd foreslås etter dette opphevet.

6.3.3.2.3 *Forskrifter om erklæringer*

Adgangen til å gi forskrifter om hvilke erklæringer som skal utgjøre tilstrekkelig bevis for at verdipapirene er stillet til rådighet, er ikke nærmere begrunnet i forarbeidene. Forskrift er heller ikke gitt. Etter utvalgets syn bør det være opp til partene å bestemme hvilke erklæringer som skal anses tilstrekkelige. Som nevnt i "*Oppfyllelse hos investeringsforetaket*" i pkt. 6.3.3.2.1 legger utvalget til grunn at bestemmelser om oppgjør og levering skal fremgå av foretakenes forretningsvilkår. Utvalget kan på denne bakgrunn ikke se at det er behov for å opprettholde vphl. § 52 femte ledd.

6.3.3.3 Oppgjør for salg av ubetalte verdipapirer

Hensikten med bestemmelsen i vphl. § 53 om at oppdragsgiver skal ha betalt kjøpesummen for verdipapirene før oppgjør for salg av de samme verdipapirene finner sted, er ifølge forarbeidene at fondsmeglerforetaket skal kunne hindre at en kjøper erverver verdipapirer uten å kunne erlegge kjøpesummen, med sikte på å selge dem raskest mulig. Bestemmelsen gjelder som nevnt kun erleggelse av oppgjøret. Salg av de aktuelle verdipapirene kan foretas. Utvalget har vanskelig for å se at en slik bestemmelse er egnet til å sikre at oppdragsgiver må kunne disponere tilstrekkelige kontanter til å betale kjøpesummen som angitt i forarbeidene (Ot.prp. nr. 68 1984-85 s.65). Etter utvalgets syn vil oppdragsgiver uavhengig av bestemmelsen kunne spekulere i at de kjøpte verdipapirene stiger i kurs og dermed kan selges med gevinst før kjøpet er oppgjort. Ved salg med gevinst må det antas uproblematisk for oppdragsgiver å ta opp et kortsiktig lån til innfrielse av kjøpesummen før salgssummen utbetales.

Forøvrig viser utvalget til at det foreslås åpnet for at investeringsforetak kan yte kreditt til kunde i forbindelse med kjøp av finansielle instrumenter foretatt gjennom foretaket. Dersom foretaket på vegne av en kunde selger finansielle instrumenter foretaket har kjøpt før kunden har gjort opp disse, må det etter utvalgets syn ses som en kreditt. Slik kreditt vil omfattes av kapitalkrav og krav til nødvendig sikkerhetsstillelse fra kunden. Utvalget anser etter dette at vphl. § 53 bør oppheves.

6.3.3.4 Investeringsforetaks sikkerhetsrett

Når det gjelder vphl. § 45 om dekningsalg, viser utvalget til den uklarhet som er oppstått mht. hvordan bestemmelsen er å forstå. Det legges til grunn at det er behov for en presisering av bestemmelsen i tråd med rettspraksis.

Etter utvalgets syn er det ikke behov for særskilte regler til beskyttelse av en kunde som ikke betaler de finansielle instrumenter vedkommende har kjøpt, som skiller seg fra regler om kunder som ikke gjør opp for seg ved andre typer kjøp. Utvalget nevner i denne forbindelse at det har fått opplyst at det har forekommet tilfelle hvor fondsmeglerforetaks kunder synes å benytte seg av vphl. § 45 i spekulasjon. Dette ved at kunden ikke betaler på avtalt oppgjørsdag. Etter purring betaler oppdragsgiveren dersom de innkjøpte verdipapirene har steget i verdi siden handelsdagen. Dersom verdipapirene derimot har sunket i verdi, hevder oppdragsgiveren at verdipapirene skulle vært solgt slik § 45 foreskriver, og at fondsmeglerforetaket må bære det kurstap som er oppstått fra handelsdag til eventuell oppgjørsdag.

Utvalget har vurdert om man også i forhold til sikkerhetsretten bør falle tilbake på alminnelige avtalerettslige regler. Investeringsforetaket vil i tilfelle ha tilbakeholdsrett i finansielle instrumenter det ikke får oppgjør for. Vanlig tilbakeholdsrett gir imidlertid ikke salgsrett.

Utvalget ser behov for at investeringsforetak gis salgsrett i tillegg til alminnelig tilbakeholdsrett. Dette på grunn av den særskilte risikoen for verdifall som foreligger i relasjon til finansielle instrumenter i motsetning til en rekke andre varer. Etter utvalgets syn vil kjøpslovens regler om hevning ikke i tilstrekkelig grad ivareta investeringsforetaks interesser i en misligholdssituasjon. Disse reglene er ikke tilpasset mellommannssituasjonen der investeringsforetaket har måttet oppfylle overfor sin medkontrahent.

Det foreslås at investeringsforetak gis rett til å selge finansielle instrumenter det har kjøpt på vegne av oppdragsgiver dersom det ikke er gitt oppgjør innen 5 dager etter oppgjørsfristen. Kunden gis altså en ekstra 5-dagers frist for å ordne opp i forholdet. Utvalget anser en slik ekstrasfrist hensiktsmessig på bakgrunn av de forsinkelser som tidvis kan forekomme i oppgjørssystemene. Det legges imidlertid til

grunn at fristen skal kunne fravikes ved avtale, f.eks. ved at det avtales at salg kan foretas umiddelbart etter utløpet av oppgjørsfristen. Det foreslås ingen plikt til å foreta dekningsalg. Utvalget viser til reglene om god forretningsskikk som er omtalt i "[God forretningsskikk og etiske krav](#)" i pkt. 5.4.2. Det følger av god forretningsskikk at investeringsforetaket skal ivareta kundens interesser så godt som mulig. Foretaket skal dessuten sørge for å få opplysninger om kundens økonomiske stilling, investeringserfaring og målsetting for de ønskede tjenester. Foretakets kjennskap til de enkelte kunder vil kunne ha betydning for vurderingen av hvilken erstatning foretaket vil ha krav på for eventuell differanse mellom oppgjøret fra dekningsalget og tilgodehavende hos oppdragsgiver.

Utvalget legger vekt på at heller ikke investeringsforetak skal ha anledning til å spekulere i dekningsalgsretten på bekostning av misligholdende kunde. Eksempelvis nevner utvalget at det som utgangspunkt bør foretas dekningsalg dersom misligholdende kunde ber om dette. Dersom dekningsalg ikke foretas i et slikt tilfelle vil foretaket etter alminnelige erstatningsregler kunne anses ansvarlig for eventuelt kurstap i det etterfølgende tidsrom. Utvalget viser imidlertid til at også konkrete forhold som f.eks. de aktuelle finansielle instrumentenes omsettelighet vil måtte inngå i vurderingen av et eventuelt erstatningsansvar.

Når det gjelder partenes adgang til å foreta dekningsavtale ved manglende oppfyllelse av avtalen, vises det til "[Heving](#)" i pkt. 6.3.4.2 under. Det foreslås at bestemmelser om dekningsavtale skal inngå i investeringsforetakenes forretningsvilkår.

Gjeldende krav til at dekningsalg skal foretas til børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig, foreslås opprettholdt. Bestemmelsen anses som en naturlig konsekvens av prinsippet om at investeringsforetak skal ivareta oppdragsgivers interesser.

6.3.4 Mislighold, erstatningsansvar mv.

6.3.4.1 Ugyldighetsregler

Det fremgår av vphl. § 48 at de alminnelige regler om avtalers ugyldighet gjelder tilsvarende i forholdet mellom kjøper og selger der handelen er foretatt gjennom fondsmeglerforetak. Utvalget er ikke kjent med i hvilken grad fondsmeglerforetaks kunder har påberopt seg bestemmelsen, men antar at den er lite praktisk. I den grad bestemmelsen overhodet fyller et praktisk behov bør den imidlertid videreføres.

I henhold til vphl. § 50 kan avtaler om kjøp eller salg av verdipapirer i strid med §§ 20, 21 og 22 ikke gjøres gjeldende av fondsmeglerforetaket, fondsmegler eller person som nevnt i § 22 annet og tredje ledd. Som det fremgår under "[Foretakets adgang til å drive egenhandel](#)" i pkt. 5.4.5 og "[Ansattes verdipapirhandel](#)" i 5.4.6 foreslår utvalget endringer i bestemmelsene om investeringsforetakenes og dets ansattes adgang til å handle finansielle instrumenter for egen regning. Etter utvalgets syn bør de begrensninger som foreslås når det gjelder egenhandelen, ses som offentligrettslige bestemmelser av hensyn til investeringsforetakets rolle som uavhengig mellommann i verdipapirhandelen. Hensynet til foretakets kunder er foreslått ivarettatt gjennom de etiske krav som stilles. Det bør tilligge tilsynsmyndighetene å sørge for adekvate reaksjoner ved eventuelle overtredelser av reglene om egenhandel. Hvorvidt overtredelse av lovens bestemmelser om virksomhetsutøvelsen skal ha privatrettslig betydning må bero på de enkelte bestemmelsers formål. Etter utvalgets syn er det ikke behov for særskilte regler om privatrettslige virkninger av eventuelle brudd på virksomhetsreglene. Vphl. § 50 foreslås derfor opphevet.

Vphl. § 51 om reklamasjon der det gjøres gjeldende at en avtale ikke er bindende etter reglene i vphl. §§ 48-50, vil etter de endringer utvalget foreslår, kun være relevant i situasjoner der en part påberoper seg de alminnelige avtalereglerne i

forholdet til kjøper eller selger (dvs. ikke megler). Utvalget legger til grunn at også reklamasjonsregler i en slik situasjon, bør fremgå av foretakets forretningsvilkår. Tilsvarende gjelder for virkningen av en slik reklamasjon i forholdet mellom den part som påberoper seg ugyldighetsreglene og det investeringsforetak som har medvirket ved handelen. § 51 foreslås på denne bakgrunn opphevet.

6.3.4.2 *Heving*

Vphl. 54 om at en part som vil påberope seg forsinkelse som grunnlag for å heve avtalen eller slutte dekningsavtale, straks må gi fondsmeglerforetaket meddelelse, er strengere enn kjøpslovens regler. Kjøpsloven stiller i hovedsak krav til reklamasjon innen rimelig tid. På bakgrunn av de særlige forhold som gjør seg gjeldende i verdipapirmarkedet forsåvidt gjelder hurtighet i handler og kursutvikling, foreslår utvalget at bestemmelsen opprettholdes. Bestemmelsen bør som idag kunne fravikes ved avtale.

Vphl. § 55 om retten til å heve avtalen eller inngå dekningsavtale, gir i noen grad oppdragsgiver utvidede rettigheter i forhold til det som gjelder etter kjøpsloven. På bakgrunn av prinsippet om at forretningsvilkår i minst mulig grad bør fastsettes i loven, foreslår utvalget at også denne bestemmelsen oppheves. Bestemmelser om heving og eventuell adgang til å slutte dekningsavtale skal etter utvalgets forslag fremgå av investeringsforetakets forretningsvilkår.

6.3.4.3 *Erstatning*

§ 46 om fondsmeglerforetakets erstatningsansvar antas som nevnt ikke å medføre annet enn det som følger av alminnelige erstatningsrettslige regler. Bestemmelsen foreslås derfor opphevet. Tilsvarende gjelder vphl. § 56 første ledd om erstatning i samsvar med kjøpslovens regler ved tap som følge av forsinkelse. Beregning av erstatning i tilfelle der det er sluttet dekningsavtale (vphl. § 56 annet ledd), bør i likhet med regler om adgangen til å inngå dekningsavtale, fremgå av forretningsvilkårene.

KAPITTEL 7

Tilsyn, sanksjoner mv.**7.1 INNLEDNING**

I dette kapittel behandles de kontroll-, håndhevelses- og sanksjonsmidler som departementet og Kredittilsynet etter vphl. vil ha overfor investeringsforetak. Kredittilsynet er også tillagt myndighet etter kredittilsynsloven, som gir generelle kompetanseregler for hele Kredittilsynets virksomhet. Utvalgets forslag vil imidlertid ikke berøre kredittilsynsloven.

7.2 GJELDENDE RETT**7.2.1 Tilsyn med fondsmeglerforetak****7.2.1.1 Verdipapirkontrollen**

Det overordnede tilsyn med verdipapirhandelen og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandel forestås av Finansdepartementet, jfr. vphl. § 3. Verdipapirhandelloven "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kap. 3 del IV omhandler kontroll med verdipapirhandelen. Etter § 34 er Verdipapirkontrollen tillagt et særlig ansvar for kontroll med fondsmegler- og opsjonshandlerforetaks virksomhet, samt med overholdelsen av lovens bestemmelser. Det følger av § 2 k) at Verdipapirkontrollen er den myndighet som av departementet er gitt i oppgave å forestå denne kontroll. Kredittilsynet er det organ under Finansdepartementet som idag har denne oppgaven. Også Kredittilsynsloven 7. desember 1956 nr. 1 § 1 nr. 13, jf. øvrige paragrafer gjør klart at kontrollen med fondsmeglerforetak ligger til Kredittilsynet. Tilsynsloven er tatt med som vedlegg 2 til innstillingen.

Kontrollen med fondsmeglerforetaks virksomhet omfatter all virksomhet som foretaket har adgang til å drive, jfr. § 23, samt virksomhet den enkelte ansatte lovlig driver, jfr. § 24. Den løpende kontroll vil i særlig grad knytte seg til foretakets og bevillinghavers overholdelse av vphl og annen relevant lovgivning. Kontrollen er innrettet slik at Kredittilsynet skal ha en rimelig sikkerhet for at fondsmeglerforetaket til enhver tid har en tilfredsstillende økonomisk stilling. Kredittilsynet har pålagt fondsmeglerforetak å sende inn oppgaver på månedlig basis, hvor det bla. skal opplyses om virksomhetsområder, omsetningstall, uoppgjorte poster, feilslutninger, foretakets- og ansattes egenhandel i verdipapirer, tap på kunder, deltakelse i emisjoner, inntekter og egenkapital. Opsjonshandlerforetak og foretak som driver aktiv forvaltningsservice fyller ut en egen månedsoppgave. Foretakenes rapportering utgjør grunnlaget for det dokumentbaserte tilsyn.

Kredittilsynet foretar også stedlige tilsyn i foretakene. Stedlige tilsyn finner rutinemessig sted i alle fondsmeglerforetak. I tillegg skjer stedlig tilsyn når Kredittilsynet finner grunn til å se nærmere på spesielle forhold i et foretak. Det kan f.eks. være opplysninger gitt i månedsoppgave, oppslag i massemedia, henvendelser fra enkeltpersoner mv. som gir grunnlag for et stedlig tilsyn.

Kontrollen etter § 34 første ledd gjelder overholdelse av denne lovs bestemmelser, og gir ikke hjemmel for kontroll på grunnlag av andre regler. Rammene for tilsyn og kontroll med fondsmeglerforetak må imidlertid som nevnt også sees i sammenheng med kredittilsynslovens hjemler, som vil supplere vphls bestemmelser. Tilsynsloven § 3 fastsetter den overordnede norm for tilsynet med institusjonenes virksomhet og organisering. Det følger av bestemmelsen at «tilsynet skal se til at de

institusjoner det har tilsyn med, virker på hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med lov og bestemmelser gitt i medhold av lov samt med den hensikt som ligger til grunn for institusjonens opprettelse, dens formål og vedtekter.»

Det følger av vphl. § 34 første ledd siste setning at departementet bestemmer i hvilken utstrekning og på hvilken måte kontrollen til enhver tid gjennomføres. Denne bestemmelsen gir Finansdepartementet generell og individuell instruksjonsrett over Kredittilsynets virksomhet som kontrollorgan i verdipapirmarkedet. Det har de senere år funnet sted flere delegasjoner til Kredittilsynet gjennom Finansdepartementets vedtak.

Tilsynets kontrollvirksomhet utøves bl.a. også gjennom kontakt og samarbeid med andre offentlige organer. Børsen er tillagt oppgaver vedrørende kontrollen med fondsmeglerforetak etter børsloven med tilhørende regelverk. Dette fremgår av børsloven 17. juni 1988 nr. 57 § 1-5 (1). Også etter vphl § 34 annet ledd plikter Børsstyret å melde fra til Kredittilsynet dersom børsen har grunn til å anta at det er handlet i strid med bestemmelsene i vphl. Kredittilsynet og Oslo Børs har inngått en avtale som gir retningslinjer for samarbeid om tilsynet med verdipapirmarkedet. Når det særlig gjelder kontrollen med fondsmeglerforetak som er børsmedlemmer, vil Kredittilsynet ha det løpende tilsyn med selve foretaket, mens børsens kontrolloppgaver vil knytte seg til de krav børsen stiller til sine medlemmer og representanter etter børsregelverket. Samarbeidsavtalen angir også de prinsipper som bør gjelde for samarbeidet. Oslo Børs og Kredittilsynet har jevnlig kontaktmøter.

7.2.1.2 Opplysningsplikt overfor Kredittilsynet

Etter vphl. § 35 plikter fondsmeglerforetakene å gi de opplysninger Kredittilsynet krever om forhold som angår deres forretning og virksomhet. Dette omfatter all virksomhet foretaket kan drive og som Kredittilsynet skal føre kontroll etter § 34. Foretaket plikter også å fremvise eller utlevere forretningsbøker og øvrige dokumenter som angår virksomheten. Kredittilsynet har forstått bestemmelsen slik at foretakene har en plikt til selv å melde fra om inntrufne begivenheter som berører foretakenes soliditet. Det følger også av Fondsmeglerforbundets etiske regler at slik melding skal gis.

Fondsmeglerforetak har i likhet med andre tilsynsobjekter etter denne lov også opplysningsplikt etter tilsynsloven § 3 annet ledd. Etter § 3 tredje ledd kan opplysningsplikten pålegges de enkelte tillits- og tjenestemenn, dersom den opplysningsplikten som er pålagt institusjonen etter annet ledd ikke oppfylles.

Tilsynsloven § 5 annet ledd gir Kredittilsynet myndighet til å foreta bevisopptak etter domstolsloven § 44. Høyesteretts kjæremålsutvalg har lagt til grunn at denne bestemmelsen også gir rett til å avhøre andre personer enn dem som har forklaringsplikt etter vphl. § 35 eller kredittilsynsloven § 3, jf. Rt 1990 s. 1185. Bestemmelsen vil særlig være aktuell overfor investorer som ikke er underlagt opplysningsplikt etter loven, men er selvsagt også anvendelig overfor aktører med underliggende lovbestemt opplysningsplikt.

Kredittilsynet kan etter § 35 annet ledd, uten hinder av taushetsplikt, kreve å få opplysninger den finner påkrevet i sin kontrollvirksomhet fra Verdipapirsentralen. Idag har Kredittilsynet direkte dataforbindelse til Verdipapirsentralens registre. Kredittilsynet innhenter relevante opplysninger i forbindelse med sitt kontrollarbeid, bl.a. om enkeltransaksjoner og om foretakenes og de ansattes verdipapirbeholdninger. Videre melder Norges Bank fra til Kredittilsynet i visse situasjoner i forbindelse med megleroppgjøret. Kredittilsynet har også direkte datatilknytning til foretaksregisteret og personregisteret samt Oslo Børs' handelssystem.

7.2.1.3 Kredittilsynets taushetsplikt

Verdipapirhandeloven § 36 omhandler taushetsplikt. For å sikre at de opplysninger foretakene gir ikke tilfaller uvedkommende, er Kredittilsynet pålagt taushetsplikt. Den gjeldende taushetspliktbestemmelsen følger av tilsynsloven § 7. Taushetsplikten gjelder ikke overfor Norges Bank. Denne pålegger alle ansatte i Kredittilsynet taushetsplikt overfor uvedkommende om det de får kjennskap til i sitt arbeid om en kundes forhold. Bestemmelsen utfylles av forvaltningslovens regler §§ 13 til 13 e). Det følger av § 13 at opplysninger om «noens personlige forhold» og om såkalte forretningshemmeligheter, omfattes av taushetsplikten. Det er to unntak fra Kredittilsynets taushetsplikt etter vphl. § 36 annet og tredje ledd:

1. Etter § 36 annet ledd kan en skadelidt part (kunde) få den underretning som er nødvendig for at vedkommende skal kunne ivareta sine interesser overfor fondsmeglerforetaket. Dette gjelder dersom Kredittilsynet finner grunn til å anta at det er utvist rettsstridige forhold i forbindelse med verdipapirhandel som har påført noen tap. Bestemmelsen legger altså en varslingsrett til Kredittilsynet.
2. Etter § 36 tredje ledd kan Kredittilsynet uten hensyn til taushetsplikten gi opplysninger til Børsstyret om overtredelser av vphl.

7.2.2 Sanksjoner

7.2.2.1 Merknader og offentlighet

Kredittilsynet påpeker kritikkverdige forhold gjennom inspeksjonsmerknader og annen korrespondanse. Dersom disse ikke inneholder opplysninger som omfattes av taushetsplikten vil korrespondansen som hovedregel være offentlig tilgjengelig. Denne fremgangsmåten utgjør et viktig virkemiddel i Kredittilsynets tilsynsarbeid. Dersom de kritikkverdige forhold har generell interesse, vil Kredittilsynet også informere foretakene i form av bl.a. rundskriv, likelydende brev og seminarer.

Bruken av offentlighet i Kredittilsynets arbeid har vært gjenstand for kritikk og rutinene har derfor vært lagt om. Betenkelighetene ved offentlig omtale av f.eks. en mistanke om straffbar overtredelse, går ut på at det er sosialt stigmatiserende å bli stemplet som en mulig lovovertreder, og at dette ved straffbar overtredelse av økonomiske lovgivning kan føre til at tilliten til vedkommende næringsdrivende kan forsvinne. I tillegg kommer at etterforskningen av økonomiske straffesaker ofte kan ta lang tid, slik at den mistenkte vil kunne utsettes for mistenksomhet i opptil flere år før det finner sted noen avklaring. Dette er ekstra tyngende og Kredittilsynet har derfor utformet særlige retningslinjer for hvordan slike saker skal behandles.

De gjengis her:

a) **Meddelelser om enkeltpersoner**

Tilsynet kan bekrefte/meddele at undersøkelser er igangsatt rundt et forhold og at de nødvendige tiltak er truffet. Det kan gis uttrykk for at kritikkverdige forhold foreligger, men det må ikke gis uttrykk for en formodning om at det er begått en straffbar handling. Opplysninger som gir uttrykk for en lovstridig handling må gis i anonymisert form. Forhold som er lovstridige skal som et utgangspunkt anses som personlig og derfor unntas, jfr. forvlt.n.l. § 13 første ledd nr. 1. Har saken allerede allmen interesse, kan dette føre til at det ikke kan anses å foreligge et personlig forhold. Om offentliggjørelse vurderes etter disse linjer skal tilfellet forelegges Kredittilsynets direktør.

b) **Meddelelser om finansinstitusjoner, fonds- og meglerforetak og finansielle investorer (juridiske personer)**

Avgjørende for adgangen til offentliggjørelse er om meddelelsen inneholder opplysninger om drifts- eller forretningsforhold av konkurransemessig betydning, jfr. forvl.l. § 13 første ledd nr. 2.

Det kan likevel forekomme at opplysninger må unntas pga. et «personlig forhold», jfr. § 13 første ledd nr. 1. Dette kan være aktuelt hvor lovovertrедelsen er begått av en bestemt person. I slike tilfelle må det benyttes anonymisert form. Videre kan en person stå i et slikt forhold til selskapet at det foreligger en særlig sterk indentifikasjon. Eksempelvis hvor handlinger blir begått av en person gjennom et selskap hvor den handlende eier 100% av aksjene i selskapet. Ved praktiseringen av taushetsreglene må det her tas utgangspunkt i realiteten. (Det bemerkes at en juridisk person vil kunne være «kunde» etter tilsynsloven § 7 og verdipapirloven § 36).

c) **Pressemeldinger**

Kredittilsynet vil kun gå ut med pressemeldinger når forholdet er tidligere kjent i media.

d) **Forholdet partsoffentlighet og alminnelig offentlighet**

Praktiseringen av disse to regelsettene må sees i sammenheng, slik at hvor det praktiseres utstrakt alminnelig offentlighet må det samme gjelde for partsoffentligheten.»

7.2.2.2 Pålegg om retting

Det følger av § 34 tredje ledd at Kredittilsynet kan gi foretak som nevnt i første ledd pålegg om å rette på forholdene dersom foretaket har handlet i strid med lov eller forskrifter gitt i medhold av lov. Slike pålegg utelukker ikke andre reaksjonsmidler etter vphl. for samme forhold. Pålegget kan kun rette seg mot foretaket, og bestemmelsen er utformet slik at pålegget skal ta sikte på å gjenopprette en forsvarlig tilstand. Vilkåret må antas å være oppfylt dersom forholdet bringes i overensstemmelse med påleggets innhold. Pålegget må også kunne ta sikte på å forhindre gjentakelser av uheldige forhold som ikke kan rettes. I denne forbindelse kan det være aktuelt å pålegge foretaket å legge om visse rutiner i forretningsdriften. Også tilsynsloven § 4 nr. 9 gir Kredittilsynet hjemmel til å pålegge institusjonene å rette på et forhold, dersom en institusjons organer har handlet eller forsømt seg i strid med sine plikter etter lovgivning eller vedtektene.

Pålegg kan gis for å korrigere handlinger som er i strid med lovgivningen helt generelt. Det vil for Kredittilsynet være mest praktisk å gi pålegg for overtrедelser av regelverket rundt verdipapirhandelen. Ved mulige brudd på andre regler vil imidlertid Kredittilsynet kunne ta kontakt med det aktuelle forvaltningsorgan eller påtalemyndigheten, og innenfor rammene av reglene om tilsynets taushetsplikt gi sine opplysninger videre til disse, jfr. forvaltningslovens § 13 b første ledd nr. 2, jfr. nr. 5 og nr. 6.

Etter tilsynsloven § 10 kan de personer eller det foretak som skal oppfylle pålegget bli pålagt å betale en daglig løpende mulkt til forholdet er rettet.

7.2.2.3 Tilbakekall av fondsmeglerbrev

Etter § 38 kan departementet ta tilbake fondsmeglerbrev, dersom en fondsmegler enten ved overtrедelse av lov eller forskrift, eller på annen måte, har gjort seg skyldig i forhold som medfører at vilkårene for utstedelse av fondsmeglerbrev ikke lenger er til stede. Fullmakten er delegert til Kredittilsynet. Når det gjelder overtrедelse av lover eller forskrifter, er bestemmelsen ikke begrenset til overtrедelser som faller

inn under vphls område. I praksis vil overtredelse av andre lover særlig kunne få betydning for vurderingen av kravet til hederligandel. Følgene av et tilbakekall er at den personlige bevilling faller bort. I de tilfelle der det i et foretak har forekommet kritikkverdige forhold av en slik karakter at inndragelse ville vært aktuelt, har vedkommende bevillingshaver selv sendt inn sin bevilling. I den senere tid har det kun vært ett tilfelle hvor et fondsmeglerbrev er inndratt. I dette tilfelle anså Kredittilsynet at foretakets virksomhet innebar flere brudd på lovens virksomhetsregler. Det er tatt ut stevning mot staten for å få prøvet forvaltningsvedtaket for domstolene.

7.2.2.4 Bortfall av retten til å drive fondsmegling

Etter § 37 faller retten til å drive fondsmegling automatisk bort dersom foretaket er tatt under konkursbehandling, eller dersom sikkerheten er stilt til skifterettens rådighet etter § 31. Dette innebærer at fondsmeglingen må stanse. Dersom konkursbehandling innstilles vil virksomheten kunne gjenopptas.

Dersom et eller flere av de vilkår som stilles for å drive fondsmegling ikke lenger er tilstede, eller dersom foretaket ikke har etterkommet pålegg gitt av Kredittilsynet, kan Kredittilsynet sette frist for foretaket til å bringe forholdene i orden. Fristens lengde vil fastsettes under hensyn til forholdets karakter. Det kan også være aktuelt å ikke sette en frist i det hele tatt. Kredittilsynet har i ett tilfelle der en bevillingshaver sa opp sin stilling med øyeblikkelig virkning, pålagt foretaket å stanse virksomheten til ny bevillingshaver var ansatt.

Departementet avgjør om fondsmeglingen skal opphøre dersom foretaket ikke innen fristens utløp har brakt forholdene i orden, jfr. § 37 annet ledd. Avgjørelsen vil bero på en skjønnsmessig vurdering. Det kan også fastsettes en ny frist for foretaket til å bringe forholdene i orden.

Etter § 37 tredje ledd kan departementet (delegert til Kredittilsynet) pålegge foretak å stoppe fondsmeglingen dersom styret eller administrasjonen har gjort seg skyldig i grov eller vedvarende overtredelse av sine plikter etter lov eller forskrift. Uten hensyn til hvem som står for overtredelsen, kan Kredittilsynet også stoppe fondsmeglingen ved mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse kan være til skade for allmenne interesser.

Det følger av § 61 at §§ 34-38 om retting, tilbakekall og bortfall gjelder tilsvarende for konsesjon til å drive aktiv forvaltningsservice.

7.2.2.5 Strafferettslige sanksjoner

En rekke av vphls bestemmelser er straffesanksjonert. Alle bestemmelsene som omhandler fondsmeglerforetaks virksomhet, §§ 18 – 29, kan ved forsettlig eller uaktsom overtredelse straffes med bøter eller fengsel inntil 1 år, jfr. § 62 annet ledd nr.3. Dette gjelder også forsettlig eller uaktsom overtredelse av opplysningsplikten i § 35, og av pålegg gitt i medhold av § 34 tredje ledd. Medvirkning straffes på samme måte, jfr. § 62 tredje ledd. Forsettlig eller uaktsom overtredelse av tilsynslovens bestemmelser er også straffesanksjonert, jfr. tilsynsloven § 10. Foretak kan også ilegges straff, jfr straffeloven §§ 48 a og 48 b. Foretaksstraff vil være det mest adekvate reaksjonsmiddel der handlingen er foretatt i foretakets interesse. For å ilegge foretaksstraff kreves ikke at noen enkeltperson kan straffes. Foretaket svarer således for anonyme og kumulative feil.

7.3 EØS-REGELVERKET

7.3.1 Hjemstatstilsyn

Hjemstatsmyndighetene – dvs. den myndighet som har gitt tillatelse til at det aktuelle foretaket kan drive investeringsvirksomhet – skal føre tilsyn med investeringsforetaket. Hjemstaten skal således også føre tilsyn med foretakets filialer og virksomhet som ytes etter reglene om tjenesteyting i andre stater, jfr. ISD art. 8 nr. 3. Det er tatt forbehold for at enkelte av direktivets øvrige bestemmelser legger myndighet til vertsstaten.

Etter art. 8 nr. 1 og 2 skal hjemstatsmyndigheten påse at investeringsforetak til enhver tid overholder reglene i CAD samt at foretakets ledelse oppfyller de nødvendige krav til godandel og erfaring. Tilsyn med overholdelsen av kapitaldekningsreglene omfatter også kredittinstitusjoner. For kredittinstitusjoner følger krav til selskapets ledelse og tilsynet med overholdelsen av disse kravene av bankdirektivene.

Som tidligere nevnt under "*Hjemstatsregulering*" i pkt. 4.3.3.1, skal hjemstaten utarbeide tilsynsregler som investeringsforetaket til enhver tid skal overholde (ISD art. 10).

De nevnte tilsynsregler skal fastsettes av hjemstaten og tilsyn med overholdelsen av bestemmelsene hører under hjemstaten. I forhold til reglene om god forretningsskikk fastsatt i henhold til direktivets art. 11 vil imidlertid hjemlandsmyndighetene måtte akseptere at filial etablert i annen medlemsstat organiseres i tråd med regler om god forretningsskikk fastsatt i vertslandet med hensyn til interessekonflikter, jfr. art. 10 siste strekpunkt. Bestemmelsen medfører at norske regler om god forretningsskikk fastsatt med hensyn til interessekonflikter vil kunne gjøres gjeldende overfor både norske selskaper og filial av EØS-selskap etablert i Norge.

7.3.2 Rapportering m.v til tilsynsmyndigheten

Det følger av CAD art. 8 at medlemsstatene skal kreve at investeringsforetak og kredittinstitusjon gir hjemstatsmyndighetene alle opplysninger som er nødvendig for å kontrollere om reglene i direktivet blir overholdt. Hjemstatsmyndighetene skal også påse at institusjonenes interne kontrollrutiner og deres administrative og regnskapsmessige rutiner gjør det mulig til enhver tid å kontrollere at reglene overholdes. Bestemmelsens punkt 2-5 inneholder krav til rapportering til tilsynsmyndigheten. Opplysninger skal sendes tilsynsmyndighetene minst en gang pr. måned, hver tredje måned eller hvert halvår avhengig av hvilken virksomhet foretaket driver. Opplysninger på konsolidert grunnlag trenger ikke under noen omstendighet å gis oftere enn en gang hvert halvår. Kredittinstitusjoner skal fremlegge de opplysninger som kreves med samme hyppighet som fastsatt i Rådsdirektiv 89/647 EØF (om kredittinstitusjoners kapitaldekning). Myndighetene skal kreve at institusjonene umiddelbart rapporterer til dem i tilfeller der deres motparter i gjenkjøpsavtaler, eller i omvendte gjenkjøpsavtaler, eller i transaksjoner med utlån og innlån av verdipapirer, ikke oppfyller sine forpliktelser.

For å sikre at hjemstatsmyndigheten har til rådighet de opplysninger som er nødvendig for å utføre tilsynsoppgavene i henhold til ISD skal det kreves at investeringsforetakene og kredittinstitusjoner som yter investeringstjenester, sørger for at relevante opplysninger om transaksjoner holdes til rådighet for myndighetene i minst fem år (ISD art. 20 nr. 1). Dette gjelder transaksjoner som er foretatt etter reglene om adgang til å etablere filial eller reglene om tjenesteyting, og som er foretatt med instrumenter som omsettes på et regulert marked. Dette gjelder uansett om de aktuelle transaksjonene har funnet sted på et regulert marked eller ikke. Når transaksjonene gjelder:

1. aksjer eller andre instrumenter som gir adgang til kapital,
2. obligasjoner eller andre instrumenter som kan likestilles med obligasjoner, eller
3. standardiserte termin- eller opsjonskontrakter knyttet til aksjer,

skal foretakene melde fra om transaksjonene til hjemstatsmyndigheten. Myndighetene skal ha melding så snart som mulig i henhold til fastsatte frister. Fristen kan forlenges til utløpet av følgende virkedag når driftsmessige eller praktiske forhold tilsier det, men kan ikke under noen omstendighet gå utover dette. Det er gitt nærmere bestemmelser om meldingens innhold. Etter art. 20 nr. 2 kan hjemstaten avstå fra sitt krav om rapportering for transaksjoner foretatt på et regulert marked i en vertsstat, dersom investeringsforetaket rapporterer disse transaksjonene til de myndigheter markedet hører inn under. Medlemsstatene skal bestemme at melding om de aktuelle transaksjonene skal sendes av investeringsforetaket selv, eller av et handelssystem eller formidles gjennom børsmyndigheter eller myndigheter med ansvar for annet regulert marked (art. 20 nr. 3). En medlemsstat kan vedta strengere bestemmelser enn de nevnte når det gjelder transaksjoner

1. som foretas på et regulert marked den er hjemstat for; eller
2. som foretas av investeringsforetak den er hjemstat for (art. 20 nr. 5).

ISD art. 21 inneholder forøvrig nærmere bestemmelser om hvilke opplysninger om kurser og transaksjoner myndighetene skal sørge for stilles til rådighet for investorene.

Når det gjelder filial av foretak (investeringsforetak og kredittinstitusjon) med hovedsete i annet EØS-land, kan vertsstaten til statistisk bruk kreve jevnlig innsending av rapporter om virksomheten, jfr. ISD art. 19. Det følger dessuten av art. 19 at vertsstaten for enkelte formål kan kreve samme opplysninger av filialer som den for samme formål krever av nasjonale investeringsforetak. Dette gjelder dersom opplysningene innhentes for å ivareta det ansvar som er pålagt vertsstaten etter direktivet eller for å ivareta det pengepolitiske ansvar som er pålagt den, med forbehold for de tiltak som er nødvendige for å styrke Det europeiske valutasystem.

Når det gjelder investeringsforetak og kredittinstitusjoner som driver virksomhet etter reglene om adgang til å yte tjenester, kan vertsstaten kreve at foretakene gir de opplysninger som er nødvendige for at det kan kontrolleres at de overholder de av vertsstatens standarder som gjelder for dem (art. 19 nr. 2). Kravene til opplysninger kan ikke være strengere enn de som stilles til selskaper etablert i vertsstaten for å kontrollere at de overholder de samme standarder.

7.3.3 Sanksjoner og fordeling av tilsyn

Det hører i utgangspunktet under investeringsforetakets hjemland å tilbakekalle tillatelsen til å yte investeringstjenester. Det følger av ISD art. 3 at tillatelse bare kan tilbakekalles dersom foretaket ikke gjør bruk av tillatelsen, foretaket har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter, foretaket ikke oppfyller de vilkår som ble stillt for tillatelsen, foretaket ikke overholder bestemmelsene i CAD, har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske overtredelser av bestemmelser vedtatt etter ISD art. 10 og 11, eller kommer inn under et av de øvrige tilfeller der nasjonal lovgivning fastsetter at tillatelsen skal tilbakekalles. Den siste kategori er så vidt formet at det ikke er snakk om noen egentlig begrensning. Antagelig må det imidlertid kreves et visst saklighetskrav til den nasjonale lovgivning.

ISD art. 19 inneholder nærmere regler om sanksjoner og fordeling av tilsyn når et investeringsforetak ikke overholder gjeldende regelverk for virksomheten. Reglene gjelder tilsvarende for kredittinstitusjoner.

Når vertslandsmyndighetene finner at et investeringsforetak som har en filial eller yter tjenester på dens territorium ikke overholder de lover eller forskrifter som er vedtatt der i henhold til direktivet, og som bemyndiger vedkommende myndigheter i vertsstaten, skal de kreve at foretaket bringer denne uregelmessighet til opphør (art. 19 nr. 3). Dette er altså et tilsyn som foretas utfra vertsstatens ansvar for selve markedsplassen. Dersom det foretak det reageres mot unnlater å treffe de nødvendige tiltak, skal vertslandets myndigheter underrette hjemstatens myndigheter. Hjemstatens myndigheter skal i så fall så raskt som mulig treffe alle nødvendige tiltak for at foretaket bringer uregelmessigheten til opphør. Disse tiltaks art skal meldes til vertslandsmyndigheten (art. 19 nr. 4). I hastesaker kan myndighetene i vertsstaten, uavhengig av den fremgangsmåte som er beskrevet, treffe de tiltak som er nødvendig for å verne interessene til investorer og andre som mottar tjenester. I slike tilfeller skal ESA-sekretariatet og myndighetene i de øvrige berørte medlemsstatene underrettes om tiltakene så snart som mulig (art. 19 nr.8).

Dersom foretaket fortsetter å bryte de ovenfor nevnte regler i vertslandet, til tross for tiltakene truffet av hjemlandsmyndighetene, kan vertsstaten treffe passende tiltak for å forhindre eller straffe nye uregelmessigheter, og om nødvendig forhindre at foretaket foretar nye transaksjoner på dens territorium (art. 19 nr.5). Dette gjelder også dersom tiltakene viser seg å være utilstrekkelige. De bestemmelsene som er gjennomgått over skal ikke berøre vertsstatens myndighet til å treffe passende tiltak for på sitt territorium å forhindre eller straffe handlinger som er i strid med regler for god forretningsskikk vedtatt etter art. 11, samt andre regler vedtatt av hensyn til allmennhetens interesser (art. 19 nr. 6).

Ethvert tiltak som blir truffet og som innebærer sanksjoner eller begrensninger i et investeringsforetaks virksomhet, skal begrunnes og meddeles det berørte investeringsforetaket. Tiltakene skal kunne prøves for domstolen i den medlemsstat der det er truffet (art. 19 nr.7). Dersom en tillatelse til å yte investeringstjenester tilbakekalles, skal vertslandsmyndighetene underrettes. Disse skal treffe passende tiltak for å forhindre at foretaket foretar nye transaksjoner på dens territorium, og for å verne investorenes interesser (art. 19 nr. 9).

7.3.4 Tilsynsmyndighetenes rapportering til ESA-sekretariatet

Det følger av ISD art. 7 at myndighetene skal underrette ESA-sekretariatet om tilfeller som er gitt til et direkte eller indirekte datterforetak av ett eller flere hovedforetak som hører under lovgivningen i en tredjestat. Det skal gis underretning hver gang et slikt hovedforetak erverver eierandel i et investeringsforetak slik at dette blir et datterselskap av tredjestatsselskapet.

Medlemsstatene skal i henhold til art. 16, utarbeide liste over de regulerte markeder som de er hjemstat for og oversende denne til de øvrige medlemsstatene og til ESA-sekretariatet. Også bestemmelsene om disse markedenes organisering og funksjon skal oversendes. Enhver endring i listen eller i reglene skal oversendes på samme måte.

Medlemsstatene skal meddele ESA-sekretariatet hvor mange og i hvilke tilfeller det er gitt avslag på søknad om etablering av filial, jfr. art. 17 (art. 19 nr. 10). Tilsvarende melding skal gis om tiltak truffet i egenskap av vertsstat for å forhindre eller straffe uregelmessigheter jfr. art. 19 nr. 5.

7.3.5 Tilsynsmyndigheten

Medlemsstatene skal utpeke de myndigheter som skal ivareta oppgavene som er fastsatt i direktivene (ISD art. 22 og kapitaldekningsdirektivet art. 9). ESA-sekretariatet skal underrettes om de aktuelle myndigheter og om hvordan oppgavene er fordelt. Det følger av ISD art. 22 nr. 2 at de myndigheter medlemstatene har utpekt, skal være offentlige myndigheter eller organer, anerkjent etter nasjonal lovgivning eller anerkjent av offentlige myndigheter som er uttrykkelig bemyndiget til dette etter nasjonal lovgivning. Etter art. 22 nr. 3 kreves at disse bemyndigelser (dvs. tilsyns- og sanksjonsmidler) skal være tilstrekkelige til at vedkommende myndighet kan utføre sin oppgave.

Nærmere bestemmelser om samarbeid mellom tilsynsmyndighetene fremgår av ISD art. 23 og 24 og CAD art. 9 nr. 4. Regler om taushetsplikt og utveksling av konfidensielle opplysninger fremgår av ISD art. 25, jfr. CAD art. 9 nr. 4. Tilsvarende bestemmelser for kredittinstitusjoner fremgår av bankdirektivene. Utvalget finner det ikke nødvendig å foreta en nærmere gjennomgang av reglene idet det legges til grunn at de generelle regler om organisering av tilsynsmyndighetene faller utenfor utvalgets mandat.

7.4 UTVALGETS VURDERINGER

7.4.1 Innledning – Reguleringspolitiske overveielser

Formålet med tilsynet med investeringsforetakenes virksomhet er å sikre en effektiv kontroll for å påse at virksomheten utøves i samsvar med god forretningsskikk og øvrig lovgivning om verdipapirhandel. For å kunne løse sine oppgaver i denne sammenheng på en tilfredsstillende måte, er Kredittilsynet avhengig av sanksjonsmidler med tilstrekkelig kraft. Det er imidlertid også viktig at sanksjonsmidlene er tilstrekkelig nyansert, slik at sanksjonen kan stå i forhold til overtredelsen. Dette taler for et gradert sanksjonssystem.

Regler om håndheving og sanksjoner må imidlertid utformes ut fra kryssende interesser. På den ene side står hensynet til effektiv håndheving; dvs. det offentliges interesse i at de spilleregler som er oppstilt også følges. Med effektiv håndheving menes her realisering av lovens formål og overholdelse av lovens materielle regler. Forvaltningslovgivning kan være utformet med flere innbyrdes motstridende lovformål. For slike lover er det vanskelig å etterprøve hvorvidt loven virker. Ved utformingen av forslag til nye regler om investeringsforetak har utvalget konsentrert seg om å utarbeide regler som sikrer effektive kapitalmarkeder, og den offentlige interesse i å beskytte konkurransen på mellommannsnivået. Dermed er det også gitt en målestokk for myndighetenes arbeid.

Som regel taler hensynet til effektiv håndheving for at myndighetene gis et arsenal av virkemidler med tilstrekkelig kraft til å påse at lovens adressater opptrer i samsvar med loven. Effektiv formålsrealisering omtales på flere måter i juridisk språkbruk. Med «lovens preventive effekt» siktes til at adressatene på forhånd kjenner følgene av overtredelse, og derfor avstår fra lovbrudd. Med «sanksjon» eller «pønalt reaksjon» siktes til at den som har begått lovbrudd, skal få merke følgene av det. Utvalget vil vurdere både reaksjonsregler og andre regler som forventes å ha preventiv virkning. Det viktige er at loven håndheves effektivt. Dette har vært retningsgivende for utvalget.

Hensynet til effektiv håndheving krysses imidlertid av overveielser som samles under stikkordet rettssikkerhet. Kjernen i begrepet vil her være at den enkelte må kunne forutberegne sin rettsstilling, og forøvrig på ulike måter tilgodeses i sitt møte

med myndighetene; i amerikansk rett ofte sammenfattet i uttrykket «due process of law».

Utvalget har foreslått en del forbud/påbud i lovens materielle bestemmelser. Fordelen med forbud og påbud i loven er at vurderingen av hva som er skadelig adferd, foretas på lovgivningsstadiet. Dette sender et viktig signal til markedet. Kredittilsynet spares for å måtte analysere de enkelte forretningsbetingelser konkret. Selv om et forbud er dispensabelt, ligger det en ladning i selve lovens oppbygning.

Forutsetningen for forbudssystemet er imidlertid at myndighetene legger arbeid i å kontrollere at forbudene overholdes. Når et forbud (eller påbud) først er lovfestet, går den effektive myndighetsutøvelse ut på å avdekke eventuelle overtredelser, og sørge for at sanksjoner settes i verk. Håndhevingen går ut på kontroll, og håndhevingsmyndighetenes behov går ut på å besitte virkemidler som gjør det mulig å avdekke lovbrudd. Den private part står i slike saker i en forsvarsposisjon. Behovet for rettssikkerhetsgarantier er klart.

Forskjellig fra kontrollen av forbud og påbud er analysen av behovet for inngrep i enkeltsaker – f.eks. overfor nye forretningsmetoder. Den private har her kanskje ikke gjort seg skyldig i noen overtredelse. Derfor kommer det ikke på tale å reagere med straff e.l. ved (første gangs) inngrep. Den ervervsdrivendes situasjon er da heller ikke like akutt som lovovertrædelsen.

I praksis blir nok sakene likevel mer like enn denne inndelingen kan tyde på. Myndighetene trenger kunnskap i form av opplysninger om behovet for inngrep, mens foretaket kanskje vil ønske å verge seg. Det vil ha behov for rettssikkerhetsgarantier, som sørger for god saksopplysning og inngrep i forhold til behov. Ut fra dette er myndighetenes og den private behov forholdsvis likeartede. Selv om klimaet i slike saker er annerledes, fordi det pønale element savnes, lar opplysningsplikten og rettssikkerhetsgarantiene seg langt på vei utforme felles for de to typer saker.

En tredje type saker er søknader om dispensasjon (unntak) fra lovens forbud (eventuelt også anmodninger om omgjøring av inngrepsvedtak). Her vil foretaket selv i utgangspunktet forestå saksopplysningen. I og med at foretakets interesser går ut på å oppnå lettelser, vil det bringe frem omstendigheter i sin favør. Dette forhindrer ikke at myndighetene foretar supplerende undersøkelser i henhold til de håndhevingsregler som myndighetene besitter. I denne type saker foreligger likevel ikke den samme typiske motsetning mellom effektivitet og rettssikkerhet.

Etter norsk rett kan forvaltningsvedtak som hovedregel bringes inn for de alminnelige domstoler til overprøvelse. Dette gjelder alle sivilrettslige vedtak nevnt over. Både ut fra hensynet til rettssikkerhet for den enkelte og behovet for autoritativ rettslig avklaring, er dette prinsippet viktig. Utvalget ser ikke grunn til å gjøre unntak for vedtak etter verdipapirhandeloven. Som nevnt krever også ISD at muligheten for den saksbehandling foreligger.

7.4.2 Forholdet til dagens ordning

Tilsynsloven gir generelle kompetanseregler for hele Kredittilsynets virksomhet. Når Kredittilsynet utøver tilsyn med verdipapirhandelen og aktørene i markedet, suppleres disse regler av bestemmelser i vphl. Utvalget legger til grunn at de alminnelige kompetanseregler inntatt i tilsynsloven faller utenfor utvalgets mandat. Tilsvarende gjelder Kredittilsynets praksis for såvidt gjelder bruk av offentlighet i tilsynsarbeidet, se "[Merknader og offentlighet](#)" i pkt. 7.2.2.1 over. Utvalget har imidlertid vurdert vphls bestemmelser i "[Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet](#)" i kap. 3 del IV om tilsyn med fondsmeglerforetak og også lagt vekt på å tilpasse disse i forhold til direktivenes tilsynskrav. Verdipapirhandeloven "[Utviklingen i det nor-](#)

ske verdipapirmarkedet" i kap. 3 del IV inneholder også bestemmelser som retter seg mot andre aktører i verdipapirmarkedet enn fondsmeglerforetakene. Utvalget vil foreta en gjennomgang av disse bestemmelsene i delinnstilling II.

Utvalget har vurdert hvorvidt håndhevings- og sanksjonsregler for fondsmeglerforetakene bør samles i tilsynsloven som altså gir Kredittilsynet den generelle kompetanse til å føre tilsyn med institusjonene i finansmarkedet. Det er på det rene at tilsynsreglene i vphl og tilsynsloven i stor grad overlapper hverandre. Hensynet til aktørene kan tilsi at slike regler også er plassert i vphl. Dette er den spesialloven som aktørene skal forholde seg til. Enkelte av reglene er også spesielle for fondsmeglerforetakene. Dette taler for å beholde reglene i vphl. I motsatt retning trekker at en slik plassering kan gi et misvisende inntrykk av tilsynets kompetanse når det i tillegg er kompetanseregler i en annen lov.

Utvalget vil som en følge av implementering av direktivene for investeringsforetak foreslå nye tilsynsbestemmelser som kun vil gjelde foretak som yter investeringstjenester. Utvalget anser det ikke hensiktsmessig at det i tilsynsloven plasseres bestemmelser som kun retter seg mot fondsmeglerforetakene. På denne bakgrunn finner utvalget at håndhevings- og sanksjonsregler for fondsmeglerforetakene fortsatt bør være plassert også i vphl. Dersom de foreslåtte bestemmelser skulle gjøre det ønskelig med endringer i tilsynsloven, antas det at Finansdepartementet vil vurdere slike.

Den nærmere kontroll med foretakenes virksomhet og overholdelse av lovens bestemmelser er tillagt Verdipapirkontrollen, jfr. vphl. § 34. Verdipapirkontrollen er den myndighet som departementet har gitt kompetanse til å utøve slik kontroll, jfr. § 2 k). Idag er Verdipapirkontrollen lagt inn i Kredittilsynet. Da det er Kredittilsynet som derfor vil være det organ som har denne kompetansen, finner utvalget det hensiktsmessig å benytte betegnelsen Kredittilsynet i loven istedet for Verdipapirkontrollen.

Utvalget vil i det følgende foreta en gjennomgang av bestemmelsene om tilsyn med norske investeringsforetak og vurdere behovet for endringer og nye regler bl.a. som følge av norske foretaks virksomhet i andre EØS-land og prinsippet om hjemlandstilsyn. Deretter vil utvalget gjennomgå ISDs bestemmelser om vertslandstilsyn og vurdere behovet for regler i tråd med disse om tilsyn med utenlandske foretak med hovedsete i EØS-stat. Når det gjelder utenlandske foretak med hovedsete utenfor EØS-området og som gis tillatelse til å yte investeringstjenester i Norge, viser utvalget til at vphls bestemmelser kommer til anvendelse med visse unntak, se *"Regulering av utenlandske foretak som driver virksomhet i Norge"* i pkt. 5.4.12. Disse foretakene vil således i utgangspunktet være underlagt tilsvarende tilsyn som norske foretak. Kredittilsynet vil imidlertid gjennom samarbeidsavtaler med tilsynsmyndighetene i vedkommende land kunne fastlegge nærmere retningslinjer for fordeling av tilsynet.

7.4.3 Tilsyn med norske investeringsforetak

7.4.3.1 Materiellrettslige vedtak

Kredittilsynet vil i sitt tilsynsarbeid med investeringsforetakene fatte flere typer beslutninger. Tilsynet skal påse at virksomheten drives i henhold til gjeldende regelverk og vil i denne forbindelse kunne fatte vedtak om pålegg, tillatelse på vilkår eller dispensasjon. Ulike beslutninger kan stille ulike krav til regler om rettssikkerhet. Det vises til oversikten i *"Innledning"* i pkt. 4.1 over.

Som nevnt under *"God forretningsskikk og etiske krav"* i pkt. 5.4.2 foran er det utvalgets syn at regelen om god forretningsskikk for fremtiden ikke bør benyttes som hjemmel for Kredittilsynet til å hindre at foretakene innfører ny virksomhet,

slik den til en viss grad er blitt praktisert. Utvalget antar imidlertid at det i visse situasjoner vil kunne være et behov for å kunne nekte foretakene å utøve ny virksomhet.

På den ene side er det et reelt behov for innovasjoner som en naturlig utvikling i markedene. På den annen side vil det være uheldig at foretakene utøver ny virksomhet som ikke er nærmere regulert dersom slik virksomhet innebærer uforsvarlig stor risiko for foretaket eller dets kunder, eller vil kunne virke uheldig i forhold til en ordnet og betryggende verdipapirhandel. Innføringen av kapitaldekningsregler vil kunne redusere behovet for å nekte ny virksomhet, men fanger ikke opp alle typer risiki, f.eks. ansvar som tillitsmann for obligasjonslån.

Utvalget vil derfor foreslå en hjemmel for Kredittilsynet til i særlige tilfelle å nekte virksomhet som ikke er underlagt betryggende regulering og som innebærer stor risiko for foretaket eller dets kunder, evt. gi pålegg om at slik virksomhet bare kan finne sted på bestemte vilkår. En slik regel vil kunne fange opp eventuelle uheldige utviklingstrekk ved en ny virksomhet eller i form av nye instrumenter. Utvalget legger imidlertid stor vekt på å unngå forsinkelser m.h.t. markedets naturlige utvikling av instrumenter og nye produkter, samt på rettssikkerhet i forbindelse med slike forhold eller pålegg. Utvalget viser til at vedtak om å nekte ny virksomhet vil være et enkeltvedtak som kan påklages til departementet etter forvaltningslovens regler. Dette bør også bidra til hurtig avklaring av eventuelle reguleringsbehov slik at det raskt kan vedtas nye regler.

7.4.3.2 Opplysnings- og rapporteringsplikt

Fondsmeglerforetaks opplysningsplikt overfor Kredittilsynet er hjemlet i vphl § 35. Bestemmelsen suppleres av tilsynsloven §§ 3 annet ledd og 4 nr. 4. Disse bestemmelser anses for å være tilstrekkelig hjemmel for Kredittilsynet til å innhente alle de opplysninger som måtte være nødvendige som ledd i tilsynsarbeidet med foretakene.

Etter CAD art. 8 skal hjemlandsmyndighetene påse at foretakene overholder de regler som er vedtatt i samsvar med direktivet. I denne forbindelse skal de nødvendige opplysninger kreves og foretakene skal foreta jevnlig rapportering. Foretakenes interne kontrollrutiner og deres administrative og regnskapsmessige rutiner skal gjøre det mulig til enhver tid å kontrollere at reglene overholdes. Innføring av kapitaldekningsregler kan således medføre at Kredittilsynet kan få spesielle behov for tilgang til opplysninger fra foretakene, i sitt arbeid med kontroll av at kapitaldekningskrav *til enhver tid* overholdes. I denne forbindelse anses det viktig at Kredittilsynet når som helst kan innhente opplysninger i den form som tilsynet finner hensiktsmessig. Det kan f.eks. tenkes behov for rapportering i form av maskinlesbart medium (diskett eller tape/magnetbånd). På denne bakgrunn anser utvalget det for hensiktsmessig at bestemmelsen om investeringsforetakenes opplysningsplikt utvides med en hjemmel for Kredittilsynet til å fastsette forskrifter med nærmere regler om opplysningspliktens innhold og i hvilken form opplysninger skal gis.

ISD art. 20 omhandler en viss arkiverings- og rapporteringsplikt for foretakene i forhold til vedkommende myndighet i hjemlandet, når det gjelder virksomhet som foretak utfører i et annet land enten gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet. For det første skal hjemlandsmyndighetene kreve at disse foretakene holder relevante opplysninger om transaksjoner som er foretatt med instrumenter som omsettes på et regulert marked, til rådighet for myndighetene i minst fem år. Dette gjelder uansett om transaksjonene har funnet sted på et regulert marked eller ikke. Vphl. § 26 annet ledd pålegger foretakene å utstede sluttsedler ved kjøp og salg. Videre gis departementet (delegert til Kredittilsynet) hjemmel for å kreve sluttseddelkopier og gi regler om bruken av sluttsedler. Kredittilsynet har i rundskriv av

5. august 1992 oppdatert reglene om oppbevaring av sluttseddelinformasjon som innebærer at kopier av sluttsedler skal lagres for gjenfinning i 10 år. Vphl. § 26 annet ledd foreslås i hovedsak videreført i lovutkastet § 6-4. Det vises til merknader i "[Underretning om utførte oppdrag](#)" i pkt. 6.3.2.3.

Videre følger det av ISD art. 20 at de nevnte transaksjoner når det gjelder

1. aksjer eller andre instrumenter som gir adgang til kapital,
2. obligasjoner eller andre instrumenter som kan likestilles med obligasjoner, og
3. standardiserte termin- og opsjonskontrakter knyttet til aksjer

skal meldes til hjemstatsmyndighetene så snart som mulig og senest innen utløpet av følgende virkedag.

Oppregningen omfatter de «klassiske» instrumenter som aksjer og obligasjoner samt derivater knyttet til aksjer. Da det særlig er i forhold til aksjer at faren for innsidehandel er størst, innebærer oppregningen at både opsjoner og terminer knyttet til rente og valuta faller utenfor. Bakgrunnen for dette var uenighet blant EU-landene om bestemmelsen om rapporteringskrav, slik at oppregningen innebærer en «minimumsliste». Meldingen skal særlig inneholde opplysninger om type instrument, volum, kurs, tidspunkt og mulighet for å identifisere de foretak som er involvert. For å hindre dobbeltrapportering kan det gjøres unntak fra rapporteringsplikten for transaksjoner som utføres i et regulert marked i vertslandet og som skal rapporteres til vedkommende myndighet i det landet. Medlemslandene kan også velge mellom å la foretakene selv stå for rapporteringen eller at denne foretas gjennom et handelssystem, eller av børser eller andre regulerte markeder. Når det gjelder obligasjoner følger det av art. 20 nr. 1 siste ledd at myndighetene kan bestemme at rapporteringen kun skal omfatte aggregerte transaksjoner i samme instrument. Bakgrunnen er at dersom obligasjonshandelen innebærer et stort antall transaksjoner er det tungvint, og kanskje unødvendig med rapportering av hver enkelt transaksjon.

Formålet med denne rapporteringsplikten er altså at myndighetene skal ha til rådighet de opplysninger som er nødvendig for at de skal kunne utføre sine oppgaver særlig i forbindelse med tilsynet med selve handelen. Rapporteringsplikten er ikke begrunnet i tilsynet med kapitaldekning og den risiko foretakene påtar seg. Som nevnt kan Kredittilsynet alt kreve stort sett de opplysninger som er nødvendige for å føre tilsyn, også etter ISD. Etter gjeldende norsk rett har foretakene imidlertid ikke vært pålagt å melde alle transaksjoner i de nevnte papirer til Kredittilsynet. Foretakene plikter idag å melde transaksjoner i børsnoterte papirer til børsen uavhengig av om papirene ble handlet på børs, jfr. børsloven § 4-6 og børsforskriften kap. 13. Det vises til redegjørelse under "[Handel i regulerte markeder](#)" i pkt. 5.4.10 om handel i børsnoterte verdipapirer.

Utvalget anser det på denne bakgrunn hensiktsmessig at rapporteringsplikten fastslås i vphl., og at Kredittilsynet gis hjemmel til å fastsette i forskrift i hvilket omfang og på hvilken måte slik rapportering skal skje. Direktivet åpner altså for flere mulige fremgangsmåter for hvordan denne rapporteringen kan skje, og Kredittilsynet bør bestemme og gi nærmere regler om hvilken fremgangsmåte som anses hensiktsmessig. Det bør ved utformingen av slike forskrifter tas hensyn til at foretakene ikke unødig belastes med rapporteringskrav. Utvalget vil også vise til at hjemstaten etter art. 20 nr. 2 kan avstå fra krav om rapportering når investeringsforetaket likevel skal rapportere til myndighetene av et regulert marked i en vertsstat. Utvalget vil vise til at den forståelse av innholdet av rapporteringsplikten i art. 20 som utvalget har lagt til grunn, er i samsvar med tilsvarende forståelse hos svenske myndigheter, jfr. Regjeringens proposition 1994/95: 50. Utvalget gjør imidlertid oppmerksom på at det i en del land innenfor EØS-området legges til grunn et videre innhold av rapporteringsplikten i art. 20, slik at den ikke er begrenset til

transaksjoner foretatt gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet i annen EØS-stat, men gjelder transaksjoner i de nevnte finansielle instrumenter generelt.

7.4.3.3 Håndhevelse og sanksjoner

7.4.3.3.1 Pålegg om retting mv.

Kredittilsynet har hjemmel for å gi pålegg om retting i vphl § 34 tredje ledd og i tilsynsloven § 4 nr. 9 i de tilfelle foretaket har handlet i strid med lov eller forskrifter gitt i medhold av lov. I de tilfelle der foretakene driver virksomhet i annet EØS-land og overtrer de regler i vertslandet som kan gjøres gjeldende overfor foretakene, skal Kredittilsynet etter underrettelse fra vertslandsmyndighetene gripe inn overfor foretaket, jfr. art. 19 nr. 3 og 4. Etter utvalgets syn vil pålegg om retting i medhold av vphl. § 34 tredje ledd kunne gis også i slike tilfeller. Utvalget foreslår imidlertid en presisering av bestemmelsen.

Forøvrig viser utvalget til at dersom et pålegg gitt av Kredittilsynet ikke blir etterkommet kan Kredittilsynet idag med hjemmel i tilsynsloven § 10 bestemme at de personer eller det foretak som skal oppfylle pålegget skal betale en daglig løpende mulkt til forholdet er rettet. I praksis har løpende mulkt ikke vært benyttet som håndhevingsmiddel overfor fondsmeglerforetakene. Bestemmelsen er en generell kompetanseregulering for Kredittilsynet, og utvalget anser en gjennomgang av bestemmelsen for å falle utenfor mandatet.

Når det gjelder eierforholdene i et investeringsforetak, stiller ISD art. 9 krav om at personer som har til hensikt å erverve kvalifiserte eierandeler, på forhånd skal underrette vedkommende myndigheter om dette. Tilsvarende gjelder for personer som har til hensikt å øke sin kvalifiserte eierandel så mye at vedkommendes andel av stemmerettigheter eller kapital når opp til eller overstiger 20%, 33% eller 50%, eller at investeringsforetaket blir vedkommendes datterforetak. Vedkommende myndighet skal kunne motsette seg et erverv av en kvalifisert eierandel dersom ervervet ikke anses egnet, "*Aksjonærer med kvalifisert eierandel*" i pkt. 4.4.7.3 foran. I tillegg følger det av art. 9 nr. 5 at dersom personer med kvalifisert eierandel gjør sin innflytelse gjeldende på en måte som kan skade en god og fornuftig forvaltning av foretaket, skal myndighetene treffe passende tiltak for å bringe situasjonen til opphør. Slike tiltak kan omfatte påbud, sanksjoner overfor ledelsen eller suspensjon av de stemmerettigheter som er knyttet til aksjene. Lignende tiltak skal også anvendes overfor personer som ikke overholder plikten til forutgående underretning om erverv av kvalifisert eierandel. Om et erverv gjennomføres i strid med myndighetenes beslutning skal medlemsstatene (uavhengig av andre sanksjoner), fastsette at de tilsvarende stemmerettighetene skal suspenderes, eller at de avgitte stemmer skal erklæres ugyldige eller kan annulleres.

Formålet med denne bestemmelsen er å forhindre at en eier får mulighet til å misbruke sin stilling og innflytelse over foretakets virksomhet på en slik måte som kan skape en unødvendig risiko for investorenes midler eller skade allmennhetens tillit til foretaket.

Utvalget har vurdert hvorvidt aksjelovens egne bestemmelser er tilstrekkelige for å anse norsk lov tilpasset ISD art. 9 nr. 5. Det følger av aksjelovens § 9-16 at generalforsamlingen ikke kan fatte beslutning som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller *selskapets bekostning*. Etter aksjelovens § 8-14 skal heller ikke styret treffe tiltak som kan få slik virkning. Videre følger det av § 8-14 annet ledd at styret og administrerende direktør ikke må etterkomme beslutning av bl.a. generalforsamlingen som er i strid med lov eller selskapets vedtekter.

De nevnte bestemmelsene i aksjeloven dekker altså tilfeller hvor visse aksjeeiere forfordes på selskapets bekostning, og pålegger også styret en plikt til ikke å etterkomme beslutninger fra generalforsamlingen som strider mot lov eller selskapsvedtekter. Utvalget antar at formålet med direktivbestemmelsen om å hindre innflytelse som kan skade en god og fornuftig forvaltning vil ha et videre område enn det de nevnte bestemmelsene i aksjeloven vil kunne dekke. Utvalget legger videre til grunn at ISD art. 9 nr. 5 krever at vedkommende myndigheter har et sanksjonsmiddel, slik at det kan gripes direkte inn overfor aksjeeiere som gjør sin innflytelse gjeldende til skade for en god og fornuftig forvaltning av selskapet.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn en bestemmelse om at Kredittilsynet, når en eier til en kvalifisert andel av aksjene gjør sin innflytelse gjeldende på en måte som kan skade god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket, kan gripe inn og i særlige tilfelle gi pålegg om salg av den del av aksjene som medfører at eierandelen er å anse som kvalifisert. Utvalget viser til at reglene i ISD skal kunne anvendes for alle selskapstyper. Norske aksjeselskap er underlagt et forsvarlig regelverk og som nevnt under "*Aksjonærer med kvalifisert eierandel*" i pkt. 4.4.7.3 antar utvalget at aksjeselskap som selskapsform medfører at det sjelden vil være behov for å gripe inn overfor eiere.

For å sikre en effektiv håndhevelse av bestemmelsen foreslår utvalget en adgang for departementet til å foreta tvangssalg av aksjer som eies i strid med Kredittilsynets vedtak. Sanksjoner av denne art finnes allerede i vphl. § 5 C hvor Oslo Børs kan tvangsselge aksjer ved offentlig auksjon, dersom aksjeeiere som har plikt til å fremsette tilbud unnlater å gjøre dette. Videre har finansieringsvirksomhetsloven § 5-2 annet ledd en bestemmelse om at departementet på tilsvarende måte kan tvangsselge aksjer som besittes i strid med eierbegrensningsreglene i loven. Utvalget foreslår på denne bakgrunn en tilsvarende regel for aksjer som besittes i strid med Kredittilsynets pålegg om salg.

Kredittilsynet skal som nevnt også gripe inn dersom en aksjonær ikke underretter myndigheten om sin hensikt om å erverve en kvalifisert eierandel, eller erverver aksjer i strid med Kredittilsynets vedtak om å nekte tillatelse, jfr. art. 9 nr. 5 (2). I de sistnevnte tilfelle skal medlemstatene, uavhengig av andre sanksjoner, fastsette at de tilsvarende stemmerettigheter skal suspenderes eller at de avgitte stemmer skal erklæres ugyldige. Utvalget antar at suspensjon av stemmerettigheten også kan være aktuelt når plikten til å gi melding om erverv ikke er overholdt. Dette kan være tilfelle der Kredittilsynet ved den etterfølgende vurdering av eierens egnethet ikke finner grunn til å nekte ervervet slik at pålegg om salg ikke er påkrevet. Utvalget foreslår en bestemmelse om at Kredittilsynet i de nevnte tilfelle kan gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til de aktuelle aksjer ikke kan utøves, evt. gi pålegg om salg. En slik bestemmelse foreslås imidlertid plassert i samme paragraf som reglene om meldeplikt ved erverv av kvalifisert eierandel og om Kredittilsynets adgang til å nekte slikt erverv, se lovutkastet § 3-5.

7.4.3.3.2 Tilbakekall av tillatelse

Vphl. §§ 37 og 38 omhandler henholdsvis bortfall av retten til å drive fondsmegling og tilbakekall av fondsmeglerbrev. Etter ISD art. 3 nr. 7 kan vedkommende myndighet tilbakekalle tillatelsen til et investeringsforetak bare når foretaket:

1. innen tolv måneder ikke gjør bruk av tillatelsen, gir uttrykkelig avkall på den eller har opphørt å yte investeringstjenester i mer enn seks måneder
2. har fått tillatelse ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter
3. ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen

4. ikke lenger overholder bestemmelsene i kapitaldekningsdirektivet
5. har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske overtredelser av bestemmelser vedtatt etter artikkel 10 og 11
6. kommer inn under et av de øvrige tilfeller der nasjonal lovgivning fastsetter at tillatelsen skal tilbakekalles.

På bakgrunn av utvalgets forslag om at man går over til foretaksautorisasjon foreslås vphl. § 38 opphevet. Når det gjelder tilbakekall av tillatelse finner utvalget det hensiktsmessig å ta utgangspunkt i direktivbestemmelsen. Bokstav f) foreslås imidlertid presisert til bestemmelse om at tilbakekall kan skje «når det ellers finner sted mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan være til skade for allmenne interesser». Etter dette vil forslaget utfra ISD i hovedsak dekke de tilfeller som vphl. § 37 idag omhandler. I tillegg følger det av bestemmelsen av tillatelsen kan tilbakekalles dersom foretaket ikke gjør bruk av tillatelsen, eller har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter.

7.4.3.3 Administrative sanksjoner

Utvalget viser til at det i tillegg til straff kan være behov for et sivilrettslig reaksjonsmiddel som Kredittilsynet kan benytte selv. Utvalget har merket seg at den nye konkurranseloven 11. juni 1993 nr. 65 i § 6-5 har fått en slik sanksjonsregel, som lyder slik:

«6-5 Vinningsavståelse

Dersom det er oppnådd vinning ved en overtredelse av denne lov eller vedtak i medhold av denne lov, kan den som vinningen har tilfalt, pålegges helt eller delvis å avstå denne. Dette gjelder også når den som vinningen tilfaller, er en annen en lovovertrederen. Kan størrelsen av vinningen ikke godtgjøres, fastsettes beløpet skjønnsmessig.

Dersom den ervervsdrivende er et selskap som går inn i et konsern, hefter selskapets morselskap og morselskapet i det konsern selskapet er en del av, subsidiært for beløpet.

Konkurransetilsynet kan utferdige forelegg på vinningsavståelse etter denne paragraf. Beslutning om å utferdige forelegg anses ikke som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Forelegget skal ha frist for vedtakelse på inntil to måneder. Vedtatt forelegg er tvangsgrunnlag for utlegg. Dersom forelegget ikke vedtas, kan Konkurransetilsynet innen tre måneder etter utløpet av vedtaksfristen reise sak mot den ervervsdrivende i den rettskrets der den ervervsdrivende kan saksøkes. Saken følger lov om rettergangsmåten for tvistemål. Megling i forliksrådet er ikke nødvendig.

Kravet om vinningsavståelse foreldes etter ti år. Forøvrig får reglene i lov 18. mai 1979 nr. 18 om foreldelse av fordringer anvendelse så langt de passer.

Dersom overtredelsen behandles av påtalemyndigheten eller retten etter lov 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker, kan kravet om vinningsavståelse tas med som inndragningskrav etter straffeloven § 34.»

Bestemmelsen er altså bygget opp slik at den som ikke vedtar forelegget, kan få saken avgjort i domstolene. Med dette er forholdet til Grl. § 96 bragt i orden.

Utvalget antar at dette kan være et hensiktsmessig sanksjonsmiddel for Kredittilsynet. Særlig i forhold til investorer, vil dette kunne være et nyttig sanksjonsmiddel. Overfor disse aktører har Kredittilsynet få sanksjonsmuligheter utover politianmeldelse. Sivilrettslig forelegg vil imidlertid også kunne være aktuelt å

illegge foretak. Utvalget legger til grunn at dette er et spørsmål som har en side til Kredittilsynets alminnelige kompetanse og kan tenkes å være aktuelt også i forhold til andre institusjoner under tilsyn. Utvalget legger på den annen side til grunn at dersom en slik bestemmelse skal anvendes også overfor investorer og andre uten tilknytning til et investeringsforetak, må bestemmelsen plasseres i vphl. – i tilknytning til de materielle og prosessuelle kunderegler som i tilfelle overtres. Utvalget vil derfor vurdere de reelle behov for et slikt sanksjonsmiddel i forbindelse med delinnstilling II hvor det skal foretas en gjennomgang av vphls alminnelige bestemmelser.

7.4.3.3.4 *Straff*

Straffereglene i vphl antas i noen grad å være lite tilpasset straffelovens regler. Utvalget vil vurdere behovet for endringer i denne bestemmelsen i delinnstilling II. Det vises til at utvalget i neste delinnstilling bl.a. vil vurdere å innføre vinningsavståelse som en sivilrettslig sanksjon. Videre anser utvalget det hensiktsmessig å vurdere alle bestemmelsene i forslaget til ny lov under ett, når det gjelder spørsmålet om straffesanksjonering. Inntil videre vil det kun bli foretatt en lovteknisk oppdatering av § 62 hvor den straffesanksjonering som følger av bestemmelsen idag videreføres.

7.4.3.4 *Domstolsprøving av visse avgjørelser*

Det følger av ISD art. 26 at medlemsstatene skal sørge for at vedtak som gjelder et investeringsforetak og som gjøres i henhold til lover og forskrifter som er vedtatt i samsvar med direktivet kan prøves for domstolene. Slike vedtak vil etter norsk rett være forvaltningsvedtak som kan overprøves av domstolene, jfr. *"Innledning – Reguleringspolitiske overveielser"* i pkt. 7.4.1 over. Betingelsene for å få fremmet sivile søksmål angående forvaltningsvedtak fremgår av tvistemålsloven og sedvanerett. Direktivets krav er altså oppfylt og det foreslås ikke regelendringer på dette punktet.

7.4.4 **Tilsyn med investeringsforetak med hovedsete i EØS-stat**

Når det gjelder ISDs bestemmelser om tilsyn følger det av art. 8 nr. 3 at ansvaret for tilsyn med investeringsforetak samt den virksomhet som foretaket i kraft av hjemlandsautorisasjon driver i andre land, i det vesentligste påhviler hjemlandsmyndighetene. Etter art. 23 nr. 3 skal vedkommende myndigheter i de ulike berørte medlemsstater føre et nært samarbeid slik at de mer effektivt kan ivareta sitt ansvar. De skal på anmodning gi hverandre alle opplysninger som kan lette kontrollen med foretakene. En forutsetning for at det myndighetssamarbeidet som beskrives skal fungere effektivt, er at også vertslandsmyndighetene har rett og plikt til å skaffe seg innsyn i filialer og forøvrig kunne overvåke virksomhet som drives i eget land. Enkelte av direktivets bestemmelser legger derfor myndighet til vertslandet.

ISDs bestemmelser om vertslandets rett til å føre tilsyn, herunder gripe inn overfor overtredelser og kreve de nødvendige opplysninger, samt regler om utveksling av visse opplysninger mellom tilsynsmyndighetene i hhv. hjemlandet og vertslandet, tilsvarer de bestemmelser i Rdir. 89/646 som gjelder tilsyn med kredittinstitusjoner. På bakgrunn av dette direktiv og den EØS-tilpasning som er foretatt, ble tilsynsloven § 1 endret slik at Kredittilsynet i bestemmelsens tredje ledd har fått den nødvendige hjemmel for å føre tilsyn med utenlandske foretak, i den utstrekning slike foretak driver virksomhet i Norge. Bestemmelsen gjelder utenlandske foretak som tilsvarer de foretak Kredittilsynet har tilsyn med etter § 1 første ledd, dvs. også

fondsmeglerforetak. I Ot.prp. nr. 85 (1991-92) om lov om endringer i visse lover på Finansdepartementets område (EØS-tilpasning), s. 21, uttales at den nærmere avgrensning av det tilsyn Kredittilsynet skal føre i forhold til tilsynet som skal føres av hjemlandets myndigheter, mest hensiktsmessig kan fastsettes i forskrift med hjemmel i tilsynsloven § 2. Forskrift om fordeling av tilsyn med finansinstitusjoner som har hovedsete i annen EØS-stat og som driver virksomhet i Norge, mellom Kredittilsynet og utenlandsk myndighet ble fastsatt 28. desember 1993. Utvalget legger til grunn at regler om det nærmere samarbeid mellom hjemland og vertsland, herunder reglene om taushetsplikt og utveksling av konfidensielle opplysninger, kan fastsettes i forskrift med hjemmel i tilsynsl. § 2.

Når det gjelder de bestemmelser som gir Norge som vertsland rett til å kreve opplysninger direkte fra utenlandske foretak som yter investeringstjenester i Norge, samt rett til å gripe inn ved overtredelser, er det for utenlandske kredittinstitusjoner fastsatt slike bestemmelser i filialforskriften og forskrift om grenseoverskridende virksomhet. Bestemmelsene om stedlig kontroll er fastsatt i den nevnte forskrift om fordeling av tilsyn.

Utvalget foreslår at slike regler som for investeringsforetak følger av ISD art. 19, se "[Rapportering m.v til tilsynsmyndigheten](#)" i pkt. 7.3.2 og "[Sanksjoner og fordeling av tilsyn](#)" i 7.3.3 over, og art. 24, gjennomføres i norsk rett ved at de tas inn i loven. Det legges vekt på at også reglene om melding ved etablering av filial og om utøvelse av grenseoverskridende virksomhet er foreslått gjennomført i loven. Videre har utvalget tatt inn i lovforslaget en bestemmelse om hvilke av verdipapirhandelens regler som kommer til anvendelse på utenlandske foretak. Utvalget anser det hensiktsmessig at også de regler som omhandler foretakenes opplysningsplikt samt de tiltak som kan iverksettes overfor foretakene fremgår av loven. Tilsvarende foreslås en bestemmelse om adgangen til stedlig kontroll i foretakene, jfr. art. 24.

7.4.5 Statistikk over verdipapirmarkedet

Fondsmeglerforetakene er viktige aktører i verdipapirmarkedene, et område som det for offentlige myndigheter, aktører og allmenheten i høy grad er viktig å ha statistikk over. Informasjon Norges Bank mottar fra fondsmeglerforetakene er kilde til emisjonsstatistikken som viser lånevolum og lånevilkår ved nye obligasjons- og sertifikatlån. Forøvrig er fondsmeglerforetakene idag i liten grad kilde for offentlig statistikk. En grunn til det er at en har valgt Verdipapirsentralen og Oslo Børs som grunnlag for statistikk for eierskap, kurser og transaksjoner av norske obligasjoner og børsnoterte aksjer.

Investeringsforetakene vil kunne være kilde til statistikk over f.eks. handel i derivatmarkedet, handel og eierskap i utenlandske verdipapirer, og regnskapsstatistikk for investeringsforetakene. I forbindelse med at det foreslås at foretakene skal få adgang til å yte kreditt ved verdipapirhandel, kan det også være aktuelt å innhente statistikk over denne virksomheten fra investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjoner. Kredittinstitusjonene vil rapportere slik kreditt som del av den ordinære kredittmarkedsstatistikken.

Dette er bare eksempler på statistikk der investeringsforetakene ville kunne være oppgavegivere. Utvalget har ikke innhentet opplysninger om behovet for slik statistikk fra Statistisk Sentralbyrå, Norges Bank, Kredittilsynet eller andre med ansvar for og interesser i statistikk over kredittmarkedene. Utvalget har imidlertid konstatert at hjemmel for å pålegge rapporteringsplikt vil finnes i Tilsynsloven, Statistikkloven og Valutaloven. Dette er det samme hjemmelsgrunnlag som brukes for banker og andre aktører i finansmarkedene.

Som nevnt under "*Rapportering m.v til tilsynsmyndigheten*" i pkt. 7.3.2, følger det av ISD art. 19 nr. 1 at vertsstaten til statistisk bruk kan kreve jevnlig innsending av rapporter om virksomhetene til utenlandske foretak med hovedsete i EØS-stat og som har etablert filial i Norge. Disse kan således pålegges samme oppgaveplikt som norske foretak. Tilsvarende regler finnes i bankdirektivene, og filialer av utenlandske banker pålegges allerede samme rapportplikt som norske banker. Også foretak fra andre land enn EØS-land som gis tillatelse til å utøve virksomhet i Norge, vil kunne pålegges rapportplikt tilsvarende som for norske foretak. Av hensyn til statistikkens kvalitet, vil statistikkmyndigheten stille samme krav til rapportering til norske og utenlandske foretak. Innhenting av statistikk vil således ikke representere noen særlig byrde som bare gjelder for norske foretak.

Utvalget har som nevnt under "*Tilsyn med investeringsforetak med hovedsete i EØS-stat*" i pkt. 7.4.4, foreslått regler om tilsyn med investeringsforetak med hovedsete i EØS-stat, herunder en bestemmelse om hvilke opplysninger som kan kreves fra slike foretak.

KAPITTEL 8

Lovforslagets administrative og økonomiske konsekvenser**8.1 ØKONOMISKE VIRKNINGER**

Forsåvidt gjelder de generelle økonomiske virkninger av utvalgets utkast, vises til "*Innhold og sammendrag*" i kapitlene 1 til 3. Utvalget antar at de fremsatte forslag vil bidra til en effektivisering av det norske verdipapirmarkedet.

8.2 ADMINISTRATIVE KONSEKVENSER

De foreslåtte lovendringer vil stille endrede og tildels strengere krav til tilsynsmyndighetene. Det vil trolig være behov for tilgang på noe bredere fagkompetanse enn den Kredittilsynet besitter idag. Videre vil det være behov for å videreutvikle samarbeidet med tilsynsmyndighetene i andre land, i første rekke de europeiske.

Som det fremgår av utredningen, vil minstekravene i CAD bli inkorporert i loven og i forskrifter til loven. Dette innebærer at investeringsforetak, herunder kredittinstitusjoner, vil måtte ta i bruk relativt kompliserte EDB-baserte beregningssystemer for posisjonsberegninger, kapitaldekningskontroll og rapportering til tilsynsmyndighetene.

Et effektivt tilsyn vil måtte forutsette tilgang på kompetanse/ekspertise for rådgivning og kontroll med institusjonenes EDB-baserte systemer. Norges forpliktelser etter EØS-avtalen vil innebære at det skal føres et effektivt løpende tilsyn med de norske institusjonenes kapitaldekning. Det må antas at det vil bli stilt særlige utfordringer til oppfølgingen til norske institusjoner som gjennom filial eller direkte aktivt tilbyr sine tjenester i andre EØS-land.

For å kunne tilfredsstille nevnte behov, vil det for Kredittilsynet måtte vurderes å knytte til seg nødvendig ekspertise, enten gjennom fast ansettelse eller ved bruk av konsulenter.

Den foreliggende utredning legger opp til at spekteret av tjenester og produkter som vil kunne tilbys, vil øke. Dette er nødvendig og ønskelig for at effektiviteten i markedet skal forbedres; noe som igjen vil gi samfunnsøkonomiske gevinster. Imidlertid vil også kravene til tilsynet endres når dagens forbud oppheves. Nye forretningsmetoder stiller nye tilsynskrav. Eksempelvis kan nevnes shortsalg og formidling av shortsalg, verdipapirlån og formidling av slike lån og kredittgivning i tilknytning til salg av finansielle instrumenter. En friere adgang til å kombinere valuta- og renteinstrumenter vil også være en konsekvens av forslaget til lovendringer. Det må forventes at nevnte utvikling vil sette større krav til Kredittilsynets kompetanse og kapasitet, særlig i den fasen aktørene tilpasser seg de nye rammebetingelsene. På en rekke områder vil tilsynet også kunne effektiviseres.

De endrede lovbestemmelsene vil kreve tilpasning av og utarbeidelse av nye forskrifter. Det vil i tillegg måtte forventes at marked, media og aktører forøvrig vil ha et betydelig behov for informasjon i forbindelse med implementering og praktisering av nytt regelverk. Det er naturlig at en vesentlig del av disse oppgavene ivaretas av Kredittilsynet.

Forslaget til endret regelverk vil innebære at tilsynsmyndighetene aktivt skal vurdere ledelsen i og dominerende eiere av investeringsforetakene. Sett i forhold til dagens ordning, hvor det i første rekke legges vekt på vurdering av og godkjenning av personlig bevillingshaver, vil dette måtte medføre en del merarbeid.

Det bør også nevnes at en viktig konsekvens av de nye reglene vil være at norske tilsynsmyndigheter vil inngå i en gjensidig forpliktende arbeidsdeling mellom de offentlige verdipapirtilsynsorganene i Europa. Grunnprinsippene for arbeidsdeling mellom hjemland og vertsland er klare. En effektiv praktisering av prinsippene for samarbeid vil imidlertid kreve utvikling av, evt. oppdatering av, bilaterale samarbeidsavtaler med de offentlige verdipapirtilsynsmyndigheter i andre EØS-land.

Lovforslaget åpner også for at land utenfor EØS-området kan yte investerings-tjenester i Norge. Dette forutsetter tillatelse fra Kredittilsynet. Også i disse tilfelle vil det være behov for samarbeidsavtaler med vedkommende lands myndigheter.

Utover dette vil det måtte brukes noe ressurser på å utvikle og vedlikeholde relasjonene til de respektive lands myndigheter samt følge opp regelverksutviklingen i EU.

I tillegg til hva som måtte følge av en fortsatt økning i aktivitetsnivået i markedet for finansielle instrumenter, vil de foreslåtte regelendringer medføre at det vil stilles større krav til Kredittilsynets kapasitet samt i noen grad tilgang på spesialkompetanse. Det er sannsynlig at behovet vil være særlig stort i en overgangsfase fra medio 1995 og to år fremover. Utvalget viser imidlertid til at Kredittilsynets utgifter utlignes på tilsynsobjektene, og at økt aktivitetsnivå derfor ikke nødvendigvis vil føre til økte utgifter for det offentlige.

Også for Finansdepartementet, som forvaltningsansvarlig for verdipapirhandelen og som overordnet tilsynsmyndighet, vil lovforslagene innebære noe merarbeid i forhold til dagens regelverk. Dette vil særlig være tilfelle i en overgangsperiode i forbindelse med fastsettelsen av det nye regelverket, herunder utarbeidelse av nye forskrifter.

Utvalget anser det lite hensiktsmessig å forsøke å tallfeste de ovenfor nevnte konsekvenser for tilsynsmyndighetene. Utvalget minner om at institusjonsspørsmål ligger utenfor utvalgets mandat. Det anses dessuten ikke mulig på dette stadium å gi en begrunnet oppfatning av detaljerte budsjett-spørsmål.

KAPITTEL 9

Merknader til de enkelte bestemmelser**§ 1**

Anvendelsesområdet for verdipapirdefinisjonen foreslås begrenset til lovens "*Innhold og sammendrag*" i kap. 1, 2 og 2a. Det vises til at den foreslåtte definisjon av finansielle instrumenter i § 3-2 vil være den avgjørende i forhold til det lovendringsforslaget utvalget fremlegger. Behovet for endring av verdipapirdefinisjonen i § 1 samt samordning av de to definisjoner vil bli vurdert av utvalget i neste delinnstilling. Det vises forøvrig til "*Konsesjonsplikt*" i pkt. 4.4.5.

§ 3-1*Første ledd*

Utvalget har som nevnt under "*Definisjon av investeringsforetak*" i pkt. 4.4.2 ansett det hensiktsmessig at fondsmeglerbetegnelsen erstattes av betegnelsen «investeringsforetak», som også er den betegnelsen som benyttes i ISD.

Annet ledd

Unntakene i annet ledd fra kravet til tillatelse etter første ledd samsvarer i hovedsak med unntakene i direktivet art. 2, jfr. "*Unntak fra krav til konsesjon*" i pkt. 4.4.5.5. Forsåvidt gjelder bokstav f), vises det til "*Investerings tjenester*" i pkt. 4.4.5.2.

Tredje ledd

Når det gjelder unntak utvalget ikke har funnet grunn til å ta med, vises det til "*Unntak fra krav til konsesjon*" i pkt. 4.4.5.5. Det fremgår der at bakgrunnen for ikke å ta inn alle de unntak som er nevnt i ISD er at virksomhet som omfattes av unntakene ikke drives i Norge i dag, samt at det etter utvalgets syn bør foretas en konkret vurdering av ulike typer virksomhet dersom slike etableres i fremtiden. Utvalget legger til grunn at en slik vurdering mest hensiktsmessig kan foretas av departementet, og foreslår derfor en bestemmelse i § 3-1 tredje ledd om at departementet i særlige tilfeller kan gjøre unntak fra kravet til tillatelser etter første ledd i andre tilfeller enn de som er nevnt i annet ledd.

§ 3-2*Første ledd*

Angivelsen av hva som regnes som ytelse av investeringstjenester er i samsvar med ISD vedlegg A. Tjenestene er underlagt konsesjonsplikt når de ytes overfor tredjemann på forretningsmessig basis, jfr. art. 1 nr. 2. Bestemmelsen er nærmere kommentert i "*Investerings tjenester*" i pkt. 4.4.5.2. Bokstav a omfatter den alminnelige mellommannsvirksomhet som faller inn under dagens definisjon av fondsmegling.

Omsetning for egen regning, jfr. bokstav b, regnes som investeringstjeneste når tjenesten ytes overfor tredjemann på forretningsmessig basis. Utvalget legger til grunn at dette bl.a. vil være aktuelt ved egenhandel som foretas i form av market making, dvs. at foretaket stiller forpliktende kjøps- og salgskurser i et finansielt instrument. Tilsvarende gjelder der investeringsforetak erverver finansielle instru-

menter for egen regning for så å videreselge disse i markedet, noe som bl.a. er vanlig ved obligasjonshandel. Det vises forøvrig til § 4-5.

Punkt c om forvaltning av investorers verdipapirportefølje tilsvarer i hovedsak det som idag omfattes av vphl. "[Rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet](#)" i kap. 5 om aktiv forvaltningsservice. Utvalget har vurdert om det i tråd med gjeldende rett kun skal forutsettes tillatelse når foretaket tilbyr tjenesten til en ubestemt krets av investorer. Utvalget er imidlertid kjent med at det har vært endel usikkerhet med hensyn til hva som ligger i begrepet ubestemt krets i relasjon til aktiv forvaltningsservice og anser det hensiktsmessig å unngå en slik skjønsmessig avgrensning. Etter utvalgets syn vil behovet for eventuelle unntak fra kravet til tillatelse være tilstrekkelig ivarettatt ved de unntak som foreslås i § 3-1 annet ledd, jfr. "[Unntak fra krav til konsesjon](#)" i pkt. 4.4.5.5. Den løsning som er valgt samsvarer etter utvalgets syn best med ISD som ikke har begrensninger med hensyn til hvor mange tjenesten tilbys.

Garantistillelse for fulltegning i forbindelse med emisjoner faller ikke inn under fondsmeglerforetakenes enerett etter verdipapirhandelloven. Det følger av ISD at slik virksomhet skal forutsette tillatelse, og utvalget foreslår en bestemmelse i bokstav d i tråd med dette. Det vises til "[Investeringstjenester](#)" i pkt. 4.4.5.2 samt unntaket som nevnt i § 3-1 annet ledd bokstav f).

Plassering av emisjoner vil omfattes av definisjonen av fondsmegling i gjeldende lov. Utvalget legger til grunn at det skal kreves tillatelse for å utøve slik virksomhet uavhengig av om foretaket opptre som ren mellommann mellom utsteder og investorene eller om foretaket først tegner seg for emisjonen for så å videreselge sin egen portefølje til investorene. For å forhindre uklarhet med hensyn til om slikt videresalg regnes som mellommannsvirksomhet etter annet ledd bokstav a, foreslås det derfor at plassering av emisjoner tas inn i bokstav d.

Annet ledd

Definisjonen av finansielle instrumenter er i samsvar med ISDs angivelse av hvilke instrumenter det kreves særskilt tillatelse for å yte tjenester i forbindelse med. Som nevnt under "[Verdipapirer](#)" i pkt. 4.4.5.1 omfatter denne definisjon de verdipapirer som idag er oppregnet i vphl. § 1. Behov for endring av den alminnelige definisjon i vphl. § 1 samt samordning av de to definisjoner vil bli vurdert av utvalget i neste delinnstilling.

Etter bokstav a regnes omsettlige verdipapirer som finansielt instrument. Utvalget vil påpeke at det i denne sammenheng er ISDs definisjon av verdipapirer, jfr. art. l.nr. 4, som er avgjørende og ikke definisjonen i vphl. § 1. Verdipapirmarkedet er i stadig utvikling og verdipapirbegrepet bør etter utvalgets syn utvikles på bakgrunn av markedsutviklingen både hjemme og internasjonalt.

Verdipapirfondsandeler etter bokstav b er andeler som faller inn under lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond. Det vises til drøftelsen av adgangen til å selge nyetablerte verdipapirfondsandeler under "[Verdipapirer](#)" i pkt. 4.4.5.1 foran.

Bokstav c omfatter pengemarkedsinstrumenter som primært vil være sertifikater.

Etter bokstav d omfattes finansielle terminer og tilsvarende finansielle instrumenter med kontant oppgjør. Finansielle terminer omfatter futures og forward-avtaler. I det norske markedet noteres futures på Oslo Børs.

Fremtidig renteavtale (FRA) jfr. bokstav e er en renteterminavtale der oppgjør skjer ved en kontantavregning. Det ligger ikke et verdipapir til grunn for kontrakten, men ved avregning tas det utgangspunktet i en på forhånd bestemt hovedstol.

Renteswap og valutaswap samt swap på aksjer og aksjeindeks anses som finansielt instrument etter bokstav f. Swaper, dvs. bytteavtaler, er ikke omfattet av gjeldende verdipapirhandellov. Utvalget viser til drøftelsene av i hvilken grad investeringsforetak kan drive valutamegling under "*Tilknyttede tjenester*" i pkt. 4.4.5.3.

Opsjoner jfr. bokstav g er definert som verdipapir etter gjeldende lovs § 1 bokstav e og f dersom de er beregnet på alminnelig omsetning. Definisjonen må ses i sammenheng med § 11a om at Kongen fastsetter hvilke opsjoner eller indeksoptionsjoner som til enhver tid vil være gjenstand for omsetning. Utvalget legger til grunn at det i samsvar med ISD må kreves tillatelse for å yte tjenester knyttet til opsjoner uavhengig av om disse er beregnet på alminnelig omsetning.

Tredje ledd

Definisjonen av investeringsforetak er nærmere kommentert i "*Definisjon av investeringsforetak*" i pkt. 4.4.2 og "*Konsesjonsplikt også for kredittinstitusjoner*" i 4.4.3. Betegnelsen investeringsforetak omfatter også kredittinstitusjoner som yter investeringstjenester. Forsikringsselskaper, forvaltningsselskap for verdipapirfond og Norges Bank skal ikke omfattes av loven. Et unntak for disse institusjonene i definisjonen av investeringsforetak anses nødvendig som følge av den utvidede definisjonen av investeringstjenester, jfr. at bla. fulltegningsgarantier er omfattet. Unntaket er i tråd med ISD art. 2 nr. 2 bokstav a, f og h. Det vises forøvrig til "*Unntak fra krav til konsesjon*" i pkt. 4.4.5.5 om unntak fra krav til konsesjon.

§ 3-3

Første ledd

Tillatelse kan gis kredittinstitusjoner som definert i finansieringsvirksomhetsloven § 1-4 første ledd nr. 4, jfr. § 1-5 nr. 3. Bestemmelsen er nærmere kommentert i "*Institusjoner som kan gis konsesjon*" i pkt. 4.4.5.4.

Utvalget legger til grunn at investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon fortsatt bør organiseres som aksjeselskap.

Vilkårene i bestemmelsens første ledd bokstav a-c kommer kun til anvendelse for investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon. Tilsvarende bestemmelser for kredittinstitusjoner følger av bankdirektivene. Av tilsynsmessige hensyn kreves likevel særskilt tillatelse også for kredittinstitusjoner som ønsker å yte investeringstjenester, se "*Konsesjonsplikt også for kredittinstitusjoner*" i pkt. 4.4.3.

Det følger av ISD art. 3 nr. 2 at juridiske personer skal ha forretningskontor og hovedkontor i den stat tillatelsen gis. Ettersom det foreslås at investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon skal organiseres som aksjeselskap, foreslås det en generell bestemmelse i bokstav a om at slike foretak skal ha forretningskontor og hovedkontor i Norge.

Krav til selskapets ledelse, jfr. bokstav b, er i samsvar med ISD art. 3 nr. 3. Tilsvarende bestemmelser for kredittinstitusjoners ledelse følger av første bankdirektiv art. 3 nr. 2. Den som faktisk leder investeringstjenestevirksomheten skal godkjennes og må oppfylle nærmere krav til erfaring og vandel. Når det gjelder kravet til å ha iaktatt god forretningsskikk, viser utvalget til at kravet relaterer seg både til gjeldende § 18 om god meglerskikk og forslaget til §§ 5-2 og 5-3 om god forretningsskikk. Den som faktisk leder virksomheten vil være daglig leder og, i de tilfeller daglig leder ikke selv har tilstrekkelig erfaring fra verdipapirmarkedet, ledere på et lavere nivå.

Krav til godkjenning av ledelsen er nærmere kommentert i "*Godkjenning av ledelsen*" i pkt. 4.4.7.2.

Annet ledd

Når det gjelder styret, finner ikke utvalget det hensiktsmessig med en direkte godkjennelsesordning. På bakgrunn av at styret gir retningslinjer for virksomheten foreslår imidlertid utvalget at tillatelse kan nektes dersom et medlem av styret ikke oppfyller nødvendige krav til erfaring ogandel, jfr. "[Godkjennelse av ledelsen](#)" i pkt. 4.4.7.2.

Tredje ledd

At tillatelse kan nektes dersom aksjonærer med kvalifisert eierandel ikke oppfyller kravet til egnethet, følger av ISD art. 4. For kredittinstitusjoner er det fastsatt tilsvarende regler i annet bankdirektiv art. 5. Utvalget har som nevnt under "[Aksjonærer med kvalifisert eierandel](#)" i pkt. 4.4.7.3 lagt til grunn at det på bakgrunn av kravet til aksjeselskapsform må antas at nektelse av tillatelse på bakgrunn av «uegnede» aksjonærer neppe vil bli særlig utbredt.

Fjerde ledd

Forskrift om kriterier for hva som kan medføre at en aksjonær anses uegnet, bør bygge på praksis og utarbeidelse av felles normer fra EØS-myndighetenes side.

Femte ledd

Kravene til kapitaldekning og tilfredsstillende interne kontrollrutiner i femte ledd foreslås i samsvar med ISD gjort gjeldende også overfor kredittinstitusjoner.

Sjette ledd

Tillatelsen kan omfatte en eller flere investeringstjenester. Både krav til startkapital og krav til foretakets ledelse vil vurderes ut fra hvilke tjenester foretaket skal drive.

*§ 3-4**Første ledd*

Som nevnt under merknadene til § 3-3 vil kredittinstitusjoner som ønsker å yte investeringstjenester måtte søke særskilt tillatelse etter verdipapirhandelloven. I praksis antar utvalget at myndighetene vil motta felles søknad om adgang til å drive virksomhet som kredittinstitusjon og å yte investeringstjenester. Det kan imidlertid oppstå situasjoner der en kredittinstitusjon i utgangspunktet ikke ønsker å yte investeringstjenester, men senere søker tillatelse til også slik virksomhet.

Etter første ledd kreves at det i søknaden opplyses om sentrale forhold av betydning for vurdering av søknaden.

Annet ledd

Annet ledd bygger på ISD art. 3 nr. 4 der det stilles krav til fremleggelse av driftsplan med angivelse av hvilken type virksomhet som er planlagt og hvordan investeringsforetaket skal være organisert.

Tredje ledd

I henhold til utvalgets forslag til tredje ledd, kan norske myndigheter ikke gi tillatelse uten i samråd med utenlandske myndigheter i enkelte tilfeller der andre EØS-stater er berørt. Dette er i tråd med ISD art. 6. Bestemmelser om slikt samarbeid fremgår også av annet bankdirektiv art. 7. Bestemmelsen er ikke tatt inn i banklov-givningen, men er etter det utvalget er kjent med, implementert gjennom Kredittilsynets praksis samt samarbeidsavtaler med utenlandske tilsynsmyndigheter. Utvalget anser det hensiktsmessig at markedsaktørene gjøres kjent med bestemmelsen ved at denne inntas i loven. Ettersom utvalget foreslår at også kredittinstitusjoner skal ha særskilt tillatelse, foreslås bestemmelsen gjort gjeldende både for kredittinstitusjoner og andre investeringsforetak.

Fjerde ledd

Bestemmelsens siste ledd om at vedtak om søknad om tillatelse skal meddeles søker senest 6 måneder etter mottakelse av søknader er i samsvar med ISD art. 3 nr. 5. Det følger av direktivet at avslag skal begrunnes. Avslag vil være et enkeltvedtak som følger saksbehandlingsreglene, herunder reglene om begrunnelse, i forvaltningsloven. Fristen for behandling av søknader skal i henhold til forslaget utsettes dersom søknaden er ufullstendig. Det legges til grunn at myndighetene bør ha plikt til å returnere søknader med spørsmål om utfyllende opplysninger innen rimelig tid.

§ 3-5

Første ledd

I samsvar med ISD art. 9 foreslås det at erverv av kvalifisert eierandel i investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon krever tillatelse fra Kredittilsynet. Bestemmelsen er nærmere kommentert under "[Aksjonærer med kvalifisert eierandel](#)" i pkt. 4.4.7.3.

Annet ledd

Definisjonen av kvalifisert eierandel er i tråd med ISD art. 1 nr. 10. Det fremgår av direktivet at det ved anvendelsen av definisjonen skal tas hensyn til stemmerettigheter som omhandlet i art. 7 i Rdir. 88/627 om opplysninger som skal offentliggjøres ved erverv eller avhendelse av en betydelig eierandel i et børsnotert selskap. Denne bestemmelsen er inntatt i vphl. § 8A om flaggingsplikt. Utvalget foreslår at det henvises til denne bestemmelsen i definisjonen.

Tredje ledd

Tillatelse kreves også der ervervet medfører at erververens aksjer overstiger 20%, 33% eller 50% av aksjekapitalen eller stemmene. Tilsvarende bestemmelse skal i henhold til annet bankdirektiv art. 11 gjelde for kredittinstitusjoner. Det avgjørende for om det må søkes tillatelse, er om det planlagte ervervet alene eller sammen med aksjer erververen allerede innehar, medfører at grensene oppnås eller at erververen på annen måte får bestemmende innflytelse over foretaket. Erverv av rettigheter til aksjer omfattes ikke av bestemmelsen, med mindre rettigheten gir innflytelse over selskapet. Det legges til grunn at et hvert erverv omfattes uavhengig av om det skjer ved ordinært kjøp eller ved arv, gave m.v.

Fjerde ledd

Kredittilsynet kan avslå søknad om erverv dersom Kredittilsynet ikke anser vedkommende aksjonær egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket. Departementet kan i forskrift fastsette det nærmere innhold av kravet til egnethet, jfr. § 3-3 fjerde ledd.

Femte ledd

I tilfeller der andre EØS-stater er berørt skal et erverv vurderes ved forutgående samråd, jfr. forslaget til § 3-4 tredje ledd.

Sjette ledd

Bestemmelsen er i samsvar med ISD art. 9.

Syvende ledd

Avhendelse av eierandel som medfører at eierandelens størrelse kommer under grensene som nevnt ovenfor, skal meldes til Kredittilsynet.

Åttende ledd

Dersom det ikke gis melding som nevnt i første og tredje ledd eller aksjer erverves i strid med Kredittilsynets vedtak etter fjerde ledd, skal det iverksettes nærmere tiltak. Bestemmelsen bygger på ISD art.9 nr.5 (2). Pålegg etter bestemmelsen kan kun omfatte den del av aksjene som medfører at eierandelen er å anse som kvalifisert. Dersom pålegg om salg ikke etterkommes, vil departementet kunne la aksjene selge ved offentlig auksjon etter § 7-4 fjerde ledd.

Niende ledd

Utvalget legger til grunn at det bør tilligge Kredittilsynet å gi nærmere regler om investeringsforetakenes plikt til å gi melding om aksjeeierenes identitet. Det følger av ISD art. 9 at slik melding skal gis så snart foretaket får kjennskap til erverv eller avhendelse som fører til at andelen overstiger eller faller under en av tersklene som forutsatt. Det forutsettes dessuten at melding om identiteten til aksjeeiere med kvalifisert andel og om andelens størrelse gis myndighetene minst en gang i året.

*§ 3-6**Første ledd*

I bestemmelsens første ledd foreslås vphl. § 16 første ledd i hovedsak videreført, dog slik at det ikke stilles krav om særskilt sikkerhetsstillelse for avdelingskontoret. Utvalget viser i denne forbindelse til forslaget til regler om kapitaldekningskrav. Videre foreslås det at det istedenfor et system med søknad om opprettelse av avdelingskontor innføres en meldeplikt til Kredittilsynet, jfr. "[Selskapsform og forretningssted](#)" i pkt. 4.4.7.1. Dette samsvarer med både det som gjelder for kredittinstitusjoner og med det som vil gjelde for foretak med hovedsete i EØS-stat som ønsker å yte investeringstjenester i Norge.

Annet og tredje ledd

Vphl. § 14 annet ledd videreføres for såvidt gjelder etablering i annet land enn EØS-stat. Det legges til grunn at konsesjonsmyndigheten i disse tilfelle vurderer tilsynsmessige forhold. Etter utvalgets syn bør det legges vekt på hvilken regulering filialer vil bli underlagt i vertsstaten samt om Kredittilsynet har tilsynsavtale med vertslandets tilsynsmyndigheter.

Ved etablering i annen EØS-stat kan filial etableres etter meldingsreglene i § 3-7. Ved etablering av datterselskap vil konsesjon måtte søkes etter vertslandets regler.

Bestemmelsen er nærmere kommentert under "[Norske foretaks etablering av virksomhet i utlandet](#)" i pkt. 4.4.10.

*§ 3-7**Første ledd*

Første ledd er i samsvar med ISD art. 17 og 18 som fastsetter at medlemsstatene skal kreve at investeringsforetak som ønsker å etablere filial eller utøve virksomhet i henhold til adgangen til å yte tjenester i annen medlemsstat, skal gi hjemstatens myndigheter melding om dette. Det vises til utvalgets kommentarer under "[Melding om utenlandsetablering](#)" i pkt. 4.4.11.

Annet til femte ledd

De øvrige ledd i bestemmelsen om hvilke opplysninger meldingen skal inneholde samt nærmere saksbehandlingsregler er utformet på bakgrunn av ISD art. 17 og 18. Annet ledd kommer til anvendelse både ved grenseoverskridende virksomhet og ved etablering av filial. Tredje ledd stiller krav om tilleggsopplysninger ved etablering av filial.

Sjette ledd

Det følger av ISD art. 17 nr. 3 at tillatelse til etablering av filial i annen EØS-stat skal gis med mindre det er grunn til å betvile at foretakets administrative struktur eller økonomiske stilling er god nok på bakgrunn av den virksomhet som er planlagt. Denne bestemmelsen er tatt inn i sjette ledd. Direktivets system er at nektelse av å oversende opplysningene til vertsstaten, anses som avslag på søknad.

*§ 3-8**Første ledd*

Det følger av EØS-forpliktelsene at investeringsforetak med hovedsete i EØS-stat skal kunne drive virksomhet i Norge gjennom reglene om tjenesteyting eller ved etablering av filial. § 3-8 første ledd er utformet på denne bakgrunn. Bestemmelsen om at etablering i Norge skal ses som en filial uavhengig av om det etableres flere forretningskontorer, bygger på ISD art. 1 nr. 8.

Utvalget er oppmerksom på ISD art. 2 nr. 4 om at rettigheter etter direktivet ikke omfatter tjenesteytelser som motpart til staten, Sentralbanken eller til andre nasjonale organer som ledd i den aktuelle medlemsstats penge- og valutapolitikk eller politikk for forvaltning av statsgjeld og offentlige reserver. Utvalget har imidlertid ikke funnet grunn til å ta inn dette unntaket.

Annet til fjerde ledd

De nærmere saksbehandlingsregler bygger på ISD art. 17 og 18, jfr. "[Melding om utenlandsetablering](#)" i pkt. 4.4.11.

*§ 3-9**Første ledd*

For foretak med hovedsete utenfor EØS-området foreslår utvalget at det skal kreves tillatelse for å drive virksomhet i Norge. Utvalget legger til grunn at slike foretak i tillegg til filialetablering, i særlige tilfeller også kan gis tillatelse til å drive grenseoverskridende virksomhet, se drøftelsen under "[Utenlandske foretaks etablering i Norge](#)" i pkt. 4.4.9.

Annet ledd

Foretakene vil ikke kunne drive virksomhet i Norge dersom de ikke kan drive tilsvarende virksomhet i hjemlandet. Dette gjelder både investeringstjenester og tilknyttede tjenester, jfr. tredje ledd. I tillegg til kravene til tillatelse fra hjemlandsmyndighetene samt at foretaket skal være underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet, antar utvalget at det kan stilles krav om at norske investeringsforetak skal kunne drive tilsvarende virksomhet i foretakets hjemland.

Fjerde ledd

Reglene om søknad om tillatelse i § 3-4 første og annet ledd gis tilsvarende anvendelse for tredjeland.

*§ 3-10**Første ledd*

Foretak med hovedsete utenfor EØS-området underlegges etter bestemmelsens første ledd tilsvarende regler som norske foretak. Vphl. gis altså anvendelse med unntak av de regler som retter seg spesielt mot foretak med hovedsete i annen EØS-stat samt reglene om norsk foretaksetablering eller tjenesteyting i annen EØS-stat. Når det gjelder Kredittilsynets adgang til å gjøre unntak fra § 3-5 og "[Tilsyn, sanksjoner mv.](#)" i kap. 7 i utkastet, vises til drøftelsen under "[Regulering av utenlandske foretak som driver virksomhet i Norge](#)" i pkt. 5.4.12. Det vises forøvrig til at det følger av EØS-forpliktelsene at medlemsstatene ikke kan gi foretak med hovedsete utenfor EØS-området gunstigere behandling enn foretak med hovedsete i EØS-stat, jfr. ISD art. 5. Tilsvarende bestemmelse for kredittinstitusjoner følger av første bankdirektiv art. 9.

Annet ledd

Reguleringen av foretak med hovedsete i EØS-land er nærmere redegjort for under "[Regulering av utenlandske foretak som driver virksomhet i Norge](#)" i pkt. 5.4.12.

§ 3-11

Første ledd

Betegnelsen fondsmeglerforetak foreslås altså erstattet av betegnelsen investeringsforetak. Utvalget legger til grunn at betegnelsen fondsmeglerforetak likvel bør beskyttes slik at denne forbeholdes investeringsforetak som driver tradisjonell mellommannsvirksomhet, se drøftelsen under "[Definisjon av investeringsforetak](#)" i pkt. 4.4.2.

Annet ledd

Utvalget foreslår en videreføring av vphl. § 17. Selv om fondsmeglereksamen ikke lenger er et vilkår etter loven for å få tillatelse, kan fondsmeglertittelen kun benyttes av de som har gjennomført en fondsmeglerutdanning.

§ 4-1

De tilknyttede tjenestene som nevnt i bestemmelsen skal kunne ytes av investeringsforetak med særskilt tillatelse. Bestemmelsen er i samsvar med ISDs vedlegg del C. Bestemmelsen er nærmere kommentert i "[Tilknyttede tjenester](#)" i pkt. 4.4.5.3.

Når det gjelder foretak som kun yter en av tjenestene under § 3-2 første ledd, må det søkes om tillatelse til å yte tilleggstjenester som nevnt, se drøftelsen under "[Konsesjonsplikt](#)" i pkt. 4.4.5. For foretak som yter samtlige av investeringstjenestene, skal det kun gis melding om de tilleggstjenester foretaket yter og som ikke har fremgått av tidligere søknad om tillatelse til å yte investeringstjenester.

Tilleggstjenestene omfattes av foretakenes etableringsadgang og adgang til å yte tjenester i annet EØS-land, forutsatt at disse faller inn under tillatelsen.

§ 4-2

Første ledd

Bestemmelsen åpner for kredittgivning i samme utstrekning som det som følger av ISD, vedlegg del C nr. 3, jfr. kommentarer i "[Kredittgivning](#)" i pkt. 5.4.9.

Kredittgivning er regulert i finansieringsvirksomhetsloven og banklovene. Ettersom det foreslås at investeringsforetak kun kan yte kreditt i forbindelse med en handel som formidles av foretaket, antas slike tjenester å falle utenfor finansieringsvirksomhetsloven, jfr. lovens § 1-2.

Kredittgivning utover den begrensning som er fastsatt kan kun ytes av finansinstitusjoner som nevnt i finansieringsvirksomhetsloven § 1-4.

Annet til fjerde ledd

Bestemmelsens tre siste ledd er i samsvar med den løsning som er valgt i det svenske regelverket. Hva som skal anses som betryggende sikkerhet og begrensningene i adgangen til å ha fordringer på samme låntaker eller låntaker med økonomisk interessefellesskap er nærmere kommentert under "[Kredittgivning](#)" i pkt. 5.4.9.

§ 4-3

Første ledd

Bestemmelsens første ledd er i hovedsak en videreføring av verdipapirhandellovens § 23. Det tilsiktes ikke endringer i gjeldende rett når det gjelder hvilken virksomhet

som kan anses å ha rimelig sammenheng med investeringstjenestevirksomheten. Utvalget vil imidlertid vise til at denne vurderingen vil kunne endres på bakgrunn av de kapitaldekningsregler som innføres. Kapitaldekningsreglene vil kunne fange opp risiko knyttet til annen virksomhet. Hensynet til å sikre at foretaket ikke utsettes for risiko for økonomisk tap til skade for meglingen, gjør seg derfor ikke lenger gjeldende i samme grad.

Bestemmelsen er nærmere kommentert under "[Investeringsforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet](#)" i pkt. 5.4.3.

Annet ledd

Dispensasjonshjemmelen etter annet ledd bør praktiseres restriktivt. Det bør legges vekt på om en eventuell økonomisk risiko forbundet med den aktuelle virksomheten vil fanges opp av kapitaldekningsreglene og i hvilken grad det kan oppstå interese-konflikter i relasjon til kunder foretaket yter investeringstjenester til.

Tredje ledd

Bestemmelsen er en videreføring av vphl. § 23 annet ledd, jfr. "[Investeringsforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet](#)" i pkt. 5.4.3.

§ 4-4

Første ledd

Første ledd svarer i store trekk til vphl. § 24 første ledd første og annet punktum, jfr. tredje ledd. Forbudet mot å delta i styrende organer foreslås imidlertid ikke gjort gjeldende i relasjon til forvaltningsselskap for verdipapirfond, jfr. omtalen i "[Ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet m.m.](#)" i pkt. 5.4.4. Bestemmelsen er omformulert på bakgrunn av utvalgets forslag om å gå bort fra begrepet fondsmegler.

Vphl. § 24 første ledd siste setning om fondsmeglers adgang til å ha innflytelse i andre selskaper enn de med børsnoterte verdipapirer, foreslås ikke videreført i sin nåværende form. Det følger imidlertid av utvalgets forslag til § 5-1 om organisering av virksomheten, at foretaket skal ha interne instruksjoner for de ansattes adgang til å være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap eller ha innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-2 i andre foretak enn nevnt i denne bestemmelsens første ledd. Også forvaltningsselskap for verdipapirfond vil omfattes av den bestemmelsen.

Annet ledd

Annet ledd tilsvarende vphl. § 24 annet ledd.

§ 4-5

Første ledd

Egenhandel vil være konsesjonspliktig i den grad slik virksomhet ytes som en tjeneste overfor tredjemann på forretningsmessig basis, jfr. utkastet § 3-2 første ledd. Utover den konsesjonspliktige egenhandel foreslås en generell regel om at investeringsforetak kan foreta egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomheten, se drøftelsen under "[Egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomheten](#)" i pkt. 5.4.5.2.

I tillegg kan investeringsforetak handle for egen regning som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning. Nærmere regler om kredittinstitusjoners kapitalforvaltning følger av banklovene og finansieringsvirksomhetsloven. Den foreslåtte bestemmelse medfører ikke endringer i særlovgivningens regler.

Annet ledd

Egenhandel som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning kan for investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon kun foretas i finansielle instrumenter notert på regulert marked. Dette gjelder både norske og utenlandske instrumenter. Utvalget antar at formidling av handler over landegrensene vil bli stadig mer utbredt, og legger til grunn at hensynet til kundene tilsier at det kun plasseres i noterte instrumenter der det vil være gode muligheter til å kontrollere den kurs investeringsforetaket har tatt på sin egenhandel i forhold til den kurs kunden har fått. Begrensningen foreslås ikke å gjelde ved langsiktig plassering av egne midler. Det vises forøvrig til forslag til § 5-3 første ledd om at investeringsforetak ikke kan slutte handel for egen regning i verdipapirer det foreligger kundeordre på, og § 5-2 fjerde ledd at kunden skal gis den beste pris som til enhver tid er tilgjengelig i markedet.

Tredje ledd

Foretaket kan foreta short salg dersom foretaket disponerer instrumentene på avtaletidspunktet, jfr. "[Short-salg](#)" i pkt. 5.4.7. Formidling av short salg foreslås regulert i § 4-7.

Fjerde ledd

I tillegg til melding til Kredittilsynet skal foretaket opplyse kunden dersom det helt eller for en vesentlig del trer inn i avtale med oppdragsgiver, jfr. utkastet til § 5-3 annet ledd.

§ 4-6

Første ledd

Ansattes adgang til å handle for egen regning foreslås utvidet i forhold til vphl. § 22. Det kan imidlertid kun handles i omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler og pengemarkedsinstrumenter.

Bestemmelsen er nærmere kommentert under "[Ansattes verdipapirhandel](#)" i pkt. 5.4.6.

Annet ledd

For verdipapirer og pengemarkedsinstrumenter er det foreslått en bindingstid på tre måneder, jfr. nærmere begrunnelse i "[Ansattes verdipapirhandel](#)" i pkt. 5.4.6.

Tredje ledd

Utvalget har ikke funnet grunn til å åpne for adgang til å finansiere kjøp av finansielle instrumenter med lån opptatt med sikkerhet i egne finansielle instrumenter. Tilsvarende gjelder short salg, jfr. "[Short-salg](#)" i pkt. 5.4.7.

Fjerde ledd

Meldeplikt forsåvidt gjelder egenhandel foreslås både for ansatte og for investeringsforetaket, jfr. utkastet til § 4-5 fjerde ledd. Det vises forøvrig til § 5-3 annet ledd som i henhold til bestemmelsens tredje ledd gis anvendelse der en ansatt trer inn i avtale med oppdragsgiver.

Femte ledd

Bestemmelsen samsvarer med § 22 tredje ledd.

Sjette ledd

Vphl. § 22 første ledd tredje setning om at departementet likevel kan tillate salg før dette når særlige grunner taler for det videreføres, men slik at kompetansen tillegges Kredittilsynet.

Hjemmel for fastsettelse av ytterligere begrensninger anses nødvendig av hensyn til eventuelle nye behov som kan oppstå som følge av utvikling av nye instrumenter i verdipapirmarkedet, jfr. "[Ansattes verdipapirhandel](#)" i pkt. 5.4.6.

§ 4-7

Som en konsekvens av at det åpnes for såkalte dekkede short-salg, foreslår utvalget at investeringsforetak kan formidle short-salg dersom kunden disponerer instrumentene på avtaletidspunktet slik at rettidig levering er sikret.

Bestemmelsen er nærmere kommentert under "[Short-salg](#)" i pkt. 5.4.7.

*§ 4-8**Første og annet ledd*

Lån av verdipapirer er nærmere kommentert under "[Lån av finansielle instrumenter](#)" i pkt. 5.4.8. For investeringsforetak som formidler avtaler om lån av finansielle instrumenter eller selv låner ut fra egen portefølje, foreslår utvalget at foretaket skal påse at det stilles betryggende sikkerhet og at denne til enhver tid minst skal tilsvare instrumentenes markedsverdi.

Tredje ledd

Kredittilsynet gis adgang til i særlige tilfeller å gjøre unntak fra kravet til sikkerhet.

Fjerde ledd

Utvalget anser det vanskelig å ha en klar oppfatning av hvilken type organisering av låneordningen som vil anses hensiktsmessig og effektiv på bakgrunn av markedsmessige behov. Tilsynshensyn og hensynet til et ryddig verdipapirmarked anses imidlertid ivaretatt ved at låneavtaler som formidles eller inngås av investeringsforetak, skal godkjennes av Kredittilsynet med mindre avtalen inngås under medvirkning av en oppgjørssentral. Det vises forøvrig til utvalgets drøftelse under "[Lån av finansielle instrumenter](#)" i pkt. 5.4.8.

Femte ledd

Forskrifter vil kunne omfatte bestemmelser både om sentralens organisering og virksomhet, og om oppgjørsordningens innhold, herunder krav til sikkerhetsstillelse fra innlåner.

§ 4-9

Første ledd

Det følger av CAD at hjemlandets myndigheter skal fastsette regler om minste startkapital for investeringsforetak. Den ansvarlige kapitalen i investeringsforetaket skal ikke på noe tidspunkt falle under kravene til startkapital. I direktivet forutsettes det imidlertid at myndighetene når omstendighetene gjør det berettiget, kan gi foretak hvis ansvarskapital faller under det fastsatte nivået, en begrenset frist til å rette på forholdet eller innstille sin virksomhet. Utvalget har funnet å foreslå et noe strengere krav enn direktivets bestemmelse, slik at foretakets egenkapital til enhver tid skal utgjøre minst 730.000 ECU. Bestemmelsen er nærmere kommentert under "[Startkapital](#)" i pkt. 4.4.8.1.

I særlige tilfeller der CAD aksepterer lavere egenkapital, kan Kredittilsynet fravike hovedregelen. Tillatelse kan ikke gis til lavere startkapital enn 125.000 ECU som er CADs minimumskrav for foretak som i hovedsak ikke kan handle for egen regning eller delta som fulltegningsgarantister ved emisjoner. Samme krav gjelder også for foretak som kan tilby forvaltning av individuelle investeringsportefølje.

Annet ledd

Kravet til minste egenkapital må være oppfylt for å kunne drive virksomhet som investeringsforetak.

§ 4-10

Første ledd

Det følger av CAD at myndighetene skal stille krav om at foretakene har en forsvarlig kapitaldekning. Den ansvarlige kapital skal til enhver tid være like stor som eller større enn summen av de kapitalkrav som følger av direktivet. Bestemmelsen er nærmere kommentert under "[Kapitaldekning](#)" i pkt. 4.4.8.2.

Annet ledd

Direktivets utforming av kravene er av utpreget teknisk karakter. Kapitaldekningskravene for investeringsforetak omfatter krav til kapitaldekning for flere typer risiko, blant annet posisjonsrisiko, oppgjørs- og motpartsrisiko og valutarisiko. Hver type risiko beregnes særskilt med forskjellig prosentsats for det enkelte beregningsgrunnlag. Det forslås på denne bakgrunn at nærmere regler fastsettes i forskrift. Ved forskriftsregulering vil en kunne ivareta behovet for endringer i reglene på bakgrunn av en stadig utvikling av verdipapirmarkedene. Forskrifter skal inneholde nærmere regler om hva som skal anses som ansvarlig kapital, regler for beregningsgrunnlaget og hva som skal anses som forsvarlig dekningsgrad for de forskjellige virksomhetsområder foretaket driver.

Tredje ledd

Oppfyllelse av kapitaldekningskravene er en absolutt forutsetning for å drive investeringstjenestevirksomhet.

§ 4-11

Det følger av CAD art. 5 at investeringsforetak skal føre kontroll med sine store engasjementer i samsvar med Rdir. 92/121 om kontroll med kredittinstitusjoners store engasjementer, se "[Kontroll med store engasjementer](#)" i pkt. 4.4.8.3. Bestemmelsen tilsvarer finansieringsvirksomhetsloven § 2-10 om finansinstitusjoners høyeste engasjement med enkeltkunde og er nærmere kommentert under "[Kontroll med store engasjementer](#)" i pkt. 4.4.8.3.

§ 4-12

Bestemmelsen er i tråd med CAD art. 7 om at kravene i art. 4 om kapitaldekning og art. 5 om store engasjementer skal anvendes på konsolidert grunnlag for investeringsforetak som inngår i nærmere angitte konsern og foretaksgrupper. Enkelte foretaksgrupper som vil kunne omfattes av første ledd bokstav a) vil på bakgrunn av finansieringsvirksomhetslovens regler om eierbegrensning og finanskonsern slik disse er idag, i praksis ikke være aktuelle. Utvalget foreslår likevel å ta inn bestemmelsen fra direktivet, men slik at begrepet finansinstitusjon anvendes tilsvarende som i finansieringsvirksomhetsloven. Første ledd bokstav b) er utformet slik at den kun omfatter foretaksgrupper som ikke allerede omfattes av finansieringsvirksomhetsloven.

De nærmere regler for konsolidering kan fastsettes av Finansdepartementet i forskrift i samsvar med CAD art. 7 og Rdir. 92/30.

Bestemmelsen er nærmere kommentert under "[Konsolideringsregler](#)" i pkt. 4.4.8.4.

§ 5-1

Første ledd

Bestemmelsens første ledd samsvarer med ISD art. 10. Etter bokstav a) skal foretaket ha interne regler om bl.a. personlige transaksjoner som foretas av foretakets ansatte. Utvalget legger til grunn at slike interne regler bør inneholde nærmere instruksjoner om at ansatte skal opplyse om sine posisjoner i selskap som de utarbeider analyser av eller utformer prospekt for. Tilsvarende bør slike interne rutiner også omfatte regler om hvorvidt de ansatte kan megle i finansielle instrumenter hvor de innehar egne posisjoner og i så fall at det skal opplyses om slike posisjoner.

Bestemmelsen i bokstav b) om at klientmidler skal holdes adskilt fra foretakets egne midler, innebærer en videreføring av vphl. § 25 første ledd, annen setning.

Bestemmelsen er nærmere kommentert under "[Organisering av virksomheten](#)" i pkt. 4.4.7.4.

Annet ledd

Vphl. § 24 om fondsmegleres adgang til å ha innflytelse i selskap med børsnoterte verdipapirer foreslås videreført i utkastet til § 4-4. Det vil imidlertid være opp til foretaket å fastsette instruksjoner for de ansattes adgang til å ha innflytelse i andre selskaper, herunder forvaltningsselskaper for verdipapirfond. Utvalget forutsetter at retningslinjene skal ivareta hensynet til den ansattes uavhengige stilling.

Tredje ledd

Ved formidling av avtaler om lån av finansielle instrumenter skal foretaket påse at det stilles betryggende sikkerhet før salget utføres. Tilsvarende gjelder der foretaket låner ut finansielle instrumenter fra egen portefølje, jfr. § 4-8 første og annet ledd. Kravet til slik sikkerhet samt nærmere retningslinjer for beregningen skal fremgå av interne rutiner.

Fjerde ledd

Interne rutiner for utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten skal ivareta behovet for å hindre informasjonsflyt internt i foretaket, og vil bl.a. utfylle taushetspliktbestemmelsen i utkastet § 5-6 som gjelder i forhold til enhver utenfor foretaket, se drøftelsen under "[Taushetsplikt](#)" i pkt. 5.4.11.2.

Femte ledd

Bestemmelsen bygger på ISD art. 3 nr. 3 om at retningslinjene for foretakets virksomhet skal fastlegges av minst to personer som oppfyller de nødvendige krav til godandel og erfaring. Regler om godkjenning av daglig leder og styret er foreslått i § 3-3 første og annet ledd.

Sjette ledd

Sjette ledd er en videreføring av vphl. § 23 første ledd annet pkt. Bestemmelsen foreslås imidlertid utvidet til ikke bare å gi hjemmel for vedtak om organisering av virksomhet som ikke er fondsmegling, men om organisering av foretakets virksomhet generelt.

Det vises forøvrig til "[Organisering av virksomheten](#)" i pkt. 4.4.7.4

*§ 5-2**Første ledd*

Bestemmelsen er kommentert under "[God forretningsskikk og etiske krav](#)" i pkt. 5.4.2. Første ledd er utformet på bakgrunn av ISD art. 11 nr. 1.

Annet ledd

Bestemmelsen er i samsvar med ISD art. 11 nr. 3, jfr. også omtale i "[God forretningsskikk og etiske krav](#)" i pkt. 5.4.2.

Tredje ledd

Tredje ledd er en videreføring av vphl. § 39 annen setning, jfr. omtale i "[Generelt](#)" i pkt. 5.4.5.1.

Fjerde ledd

Bestemmelsen er nærmere kommentert under "[Generelt](#)" i pkt. 5.4.5.1. Som nevnt der, legges det til grunn at det vil være tilstrekkelig at kunden gis den beste pris foretaket anser det kan oppnå på bakgrunn av tilgjengelig kursinformasjon.

Femte ledd

Bestemmelsen er en videreføring av vphl. § 19 om opplysningsplikt i fondsmegling, jfr. utvalgets kommentarer under "*Generelt*" i pkt. 5.4.5.1.

Sjette ledd

Kravet om at det skal opplyses om hvilke erstatningsordninger som gjelder samsvarer med ISD art. 12.

Syvende ledd

Utvalget foreslår å innføre en klageadgang i de tilfelle der Kredittilsynet avgir uttalelser om forhold som anses i strid med kravet til god forretningsskikk, når uttalelsene er knyttet til forhold i konkrete foretak, se "*God forretningsskikk og etiske krav*" i pkt. 5.4.2. Det foreslås at forvaltningslovens regler om klage og omgjøring i disse tilfelle gis tilsvarende anvendelse. Bestemmelsen tilsikter ikke endringer i den status Kredittilsynets tolkningsuttalelser generelt kan antas å ha.

Åttende ledd

At paragrafen gis tilsvarende anvendelse for ansatte m.v. er en videreføring av vphl. § 18 annen setning.

*§ 5-3**Første ledd*

Bestemmelsen omfatter egenhandel som foretas som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning. Det vises til kommentarer under "*Generelt*" i pkt. 5.4.5.1. Utvalget har med uttrykket «åpne kundeordre» tatt hensyn til at det er de betingelsesløse ordre om salg og kjøp til markedspris det siktes til. En kunde skal ikke kunne hindre et investeringsforetak fra å selge eller kjøpe fra egen portefølje ved at kunden selv først legger inn en «limit-ordre» i vedkommende finansielle instrument.

Annet ledd

Bestemmelsen må ses som en presisering av plikten til å gi kunden den beste pris som til enhver tid er tilgjengelig i markedet, jfr. § 5-2 fjerde ledd. Det vises forøvrig til "*Generelt*" i pkt. 5.4.5.1.

Tredje ledd

Hensynet til foretakets kunder tilsier at paragrafens første og annet ledd gis tilsvarende anvendelse for egenhandel foretatt av foretakets ansatte.

*§ 5-4**Første ledd*

Bestemmelsen er kommentert under "*Plikt til å registrere handler på børs m.v.*" i pkt. 5.4.10.1.

Første ledd er fastsatt i medhold av ISD art. 14 nr. 3. Tilsvarende bestemmelse for børsmedlemmer følger av børsforskriften § 13-3.

Annet ledd

Vphl. § 27 om at et fondsmeglerforetak ikke kan formidle omsetning av et verdipapir som er suspendert fra notering på børsen er noe modifisert ved at tidligere inngåtte avtaler hvor prisen er fastsatt likevel kan gjennomføres. I tråd med dagens praktisering av bestemmelsen er det presisert at bestemmelsen også gjelder meglers egenhandel. Det vises til kommentarer under "[Handel i finansielle instrumenter som er suspendert fra kursnotering](#)" i pkt. 5.4.10.3.

Tredje ledd

Bestemmelsen tilsvarer vphl. § 27 siste ledd.

§ 5-5

Bestemmelsen er i hovedsak en videreføring av vphl. § 26 om regnskapsplikt m.m. og er kommentert under "[Oppgaveplikt](#)" i pkt. 5.4.11.1.

§ 5-6

Bestemmelsen er i hovedsak en videreføring av vphl. § 29, jfr. omtale i "[Taushetsplikt](#)" i pkt. 5.4.11.2. Bestemmelsen om at taushetsplikten også gjelder for banks fondsavdeling i forhold til bankens øvrige avdelinger foreslås opphevet som følge av endringene når det gjelder organisering av bankens investeringstjenestevirksomhet.

*§ 6-1**Første ledd*

Bestemmelsens første ledd viderefører vphl. § 40, jfr. kommentarene i "[Utførelse av oppdrag i investeringsforetakets navn](#)" i pkt. 6.3.2.1.

Annet og tredje ledd

Annet og tredje ledd viderefører vphl. § 47 om fondsmeglerforetaks ansvar. Utvalget legger til grunn at det må foreligge en uttrykkelig godkjenning av den annen part dersom foretaket ikke skal kunne gjøres ansvarlig for oppfyllelsen overfor oppdragsgiver, se drøftelsen under "[Utførelse av oppdrag i investeringsforetakets navn](#)" i pkt. 6.3.2.1.

*§ 6-2**Første ledd*

Bestemmelsen gir regler for innholdet i foretakenes forretningsvilkår. Disse reglene dekker de viktigste avtalevilkårene som må fastlegges ved inngåelse av oppdrag.

Bokstav a og b er nærmere kommentert under "[Bortfall av oppdrag](#)" i pkt. 6.3.2.2. For bokstav c fremgår nærmere kommentarer av "[Tid og sted for oppfyllelse](#)" i pkt. 6.3.3.2. Merknader til bokstav d fremgår i "[Investeringsforetakets krav](#)" i pkt. 6.3.2.4. Bokstav e er kommentert avslutningsvis i "[Underretning om utførte oppdrag](#)" i pkt. 6.3.2.3, og bokstav f i "[Ugyldighetsregler](#)" i pkt. 6.3.4.1. Bokstav g er kommentert i "[Heving](#)" i pkt. 6.3.4.2 og "[Erstatning](#)" i 6.3.4.3.

Annet ledd

Etter annet ledd skal foretakets forretningsvilkår forelegges nye kunder. Det vises i denne forbindelse til lovforslaget § 5-2 første ledd, bokstav e) om at foretaket på en egnet måte skal gi de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder.

Tredje ledd

Det foreslås ingen godkjennelsesordning av foretakets forretningsvilkår. Kredittilsynet gis imidlertid en adgang til å gi pålegg om endring av urimelige vilkår.

§ 6-3

Bestemmelsen er i all hovedsak en videreføring av vphl. § 41, jfr. kommentarene under "*Innbyrdesforretninger*" i pkt. 6.3.3.1. Når det gjelder rapportering av innbyrdesforretninger til børsen, er det gjort endring med sikte på modernisering. Bestemmelsen vil ha betydning for investeringsforetak som ikke er børsmedlemmer. Nærmere regler om rapportering følger av børsforskriften og det anses derfor hensiktsmessig at det vises til disse.

§ 6-4

Første ledd

Første ledd tilsvarende vphl. § 43 første setning. Adgangen til å fravike bestemmelsen ved avtale foreslås imidlertid ikke videreført. Bestemmelsen er nærmere kommentert under "*Underretning om utførte oppdrag*" i pkt. 6.3.2.3.

Annet ledd

Bestemmelsens annet ledd viderefører i hovedsak vphl. § 26 annet ledd. Bestemmelsen om at departementet skal godkjenne sluttseddelformulærets form og innhold samt gi regler om bruken av sluttsedler foreslås imidlertid erstattet av en bestemmelse om at Kredittilsynet kan gi regler om sluttsedlers form og innhold.

§ 6-5

Første ledd

Bestemmelsen tilsvarende vphl. § 45 første setning.

Annet ledd

Bestemmelsen er utformet på bakgrunn av vphl. § 45.

Investeringsforetaket gis en adgang til å foreta dekningssalg dersom oppdragsgiver ikke betaler innen fem dager etter oppgjørsfrist. Det foreligger altså ingen plikt til å foreta dekningssalg. Fem dagers-fristen er ikke ment som en ekstra oppgjørsfrist, men kan være hensiktsmessig ved uforskyldte eller unnskyldelige forsinkelser. Bestemmelsen er nærmere kommentert under "*Investeringsforetaks sikkerhetsrett*" i pkt. 6.3.3.4.

Tredje ledd

Bestemmelsen er en videreføring av vphl. § 45. Det vises også til reglene om god forretningsskikk i utkastet til § 5-2.

§ 6-6

Bestemmelsen viderefører vphl. § 48.

§ 6-7

Bestemmelsen viderefører i hovedsak vphl. § 54, jfr. kommentarene under "[Heving](#)" i pkt. 6.3.4.2.

*§ 7-1**Første og annet ledd*

Paragrafen tilsvarende i hovedsak vphl. § 34 første og annet ledd og omhandler organiseringen av det offentlige tilsyn med verdipapirhandelen. Paragraf 34 tredje ledd om Kredittilsynets påleggshjemmel foreslås flyttet til en egen bestemmelse om pålegg, se lovutkastet § 7-4. Når det gjelder annet ledd, foreslås «Børsstyret» erstattet med «en børs». I lys av den eksisterende samarbeidsavtale mellom Kredittilsynet og Oslo Børs er dette den praktiske betegnelse.

*§ 7-2**Første ledd*

Paragrafens første ledd tilsvarende vphl. § 35 første ledd, men er utvidet til å omfatte en hjemmel for Kredittilsynet til å fastsette nærmere regler om opplysningspliktens form og innhold. Utvalget anser det hensiktsmessig at det inntas en slik forskriftshjemmel, særlig på bakgrunn av CAD art. 8 og det behovet for en særlig rapportering som kan oppstå i forbindelse med kontroll av foretakenes kapitaldekning, se "[Opplysnings- og rapporteringsplikt](#)" i pkt. 7.4.3.2. Utvalget viser også til CAD art. 8 nr. 2-5 som inneholder krav til jevnlig rapportering til tilsynsmyndigheten. Opplysninger skal sendes tilsynsmyndighetene minst en gang pr. måned, hver tredje måned eller hvert halvår avhengig av hvilken virksomhet foretaket driver. Som nevnt under "[Opplysningsplikt overfor Kredittilsynet](#)" i pkt. 7.2.1.2 forstår Kredittilsynet § 35 første ledd slik at foretakene har en plikt til selv å melde fra om inntrufne begivenheter som berører foretakets soliditet. For å gjøre dette klart foreslår utvalget at det tas inn en bestemmelse hvor en slik plikt fremgår.

Annet ledd

På bakgrunn av ISDs art. 20 om foretakenes plikt til å rapportere transaksjoner, gis Kredittilsynet i et nytt annet ledd hjemmel til å fastsette i hvilket omfang og på hvilken måte rapportering av transaksjoner skal skje, se drøftelsen under "[Opplysnings- og rapporteringsplikt](#)" i pkt. 7.4.3.2.

Tredje og fjerde ledd

Bestemmelsene viderefører henholdsvis tredje og annet ledd i § 35.

Femte ledd

Femte ledd innebærer en videreføring av fjerde ledd i § 35, men «Børsstyret» foreslås endret til «en børs». Vphl. § 40 foreslås videreført i lovutkastet § 6-1 første ledd.

§ 7-3

Paragrafen tilsvarende i all hovedsak vphl. § 36 om Kredittilsynets taushetsplikt. Utvalget foreslår imidlertid at adgangen til å underrette kunder i visse tilfelle etter annet ledd presiseres til å omfatte også forhold som vil påføre noen tap. Idag antas det at bestemmelsen ikke kan medføre krav om et godtgjort økonomisk tap, men at begrunnet mistanke vil være tilstrekkelig.

Også i denne bestemmelsen foreslås det i tredje ledd at «Børsstyret» endres til «børsen».

*§ 7-4**Første ledd*

Første ledd tilsvarende Kredittilsynets påleggshjemmel i vphl. § 34 tredje ledd. Bestemmelsen foreslås imidlertid utvidet til også å gjelde de tilfelle der Kredittilsynet underrettes av tilsynsmyndigheter i et annet land om et norsk investeringsforetaks overtredelse av regler som gjelder for foretakets virksomhet i vedkommende land. Kredittilsynet plikter i slike tilfelle å underrette vertslandsmyndigheten om de aktuelle pålegg. En slik bestemmelse er i tråd med ISD art. 19 nr. 3 og 4.

Annet ledd

Det foreslås en ny bestemmelse som innebærer en adgang for Kredittilsynet til i særlige tilfelle å forby innføring av ny virksomhet der slik virksomhet ikke er regulert og kan påføre foretaket eller dets kunder uforsvarlig stor risiko. På bakgrunn av den utvikling som skjer i verdipapirmarkedet bl.a. når det gjelder innføring av nye produkter legger utvalget til grunn at Kredittilsynet i særlige tilfelle kan ha behov for en hjemmel til å fatte slike avgjørelser i forbindelse med tilsynet med investeringsforetakene. Det legges til grunn at slike vedtak er å anse som enkeltvedtak som kan påklages etter forvaltningslovens bestemmelser. Bestemmelsen er drøftet under "[Materiellrettslige vedtak](#)" i pkt. 7.4.3.1.

Tredje ledd

Bestemmelsen er i tråd med ISD art. 9 nr. 5 om at medlemsstatene skal sørge for at det i de tilfelle der aksjonærer med kvalifisert eierandel gjør sin innflytelse gjeldende på en måte som kan skade en god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket, treffes passende tiltak for å bringe situasjonen til opphør. Utvalget foreslår at i slike tilfelle kan Kredittilsynet gi pålegg om salg av aksjene. Pålegget vil kun omfatte den del av aksjene som medfører at eierandelen er kvalifisert. Bestemmelsen er nærmere kommentert under "[Pålegg om retting mv.](#)" i pkt. 7.4.3.3.1.

Fjerde ledd

Det foreslås en hjemmel for departementet til å tvangsselge aksjer som besittes i strid med Kredittilsynets vedtak etter tredje ledd. Som nevnt under "[Pålegg om retting mv.](#)" i pkt. 7.4.3.3.1, vil en slik regel utgjøre et supplerende sanksjonsmiddel til

pålegg om salg av aksjer etter tredje ledd og tar således sikte på å sikre en effektiv håndhevelse av bestemmelsen. Bestemmelsen er utformet tilsvarende finansinstitusjonslovens § 5-2 om tvangssalg av aksjer som besittes i strid med eierbegrensningsreglene.

§ 7-5

Bestemmelsen vil i all hovedsak innebære en videreføring av vphl. § 37, og er nærmere kommentert under "[Tilbakekall av tillatelse](#)" i pkt. 7.4.3.3.2.

Første ledd

Første ledd er utformet med utgangspkt. i ISD art. 3 nr. 7 som omhandler de tilfelle hvor vedkommende myndigheter kan tilbakekalle tillatelsen til et investeringsforetak. Bokstav f i direktivbestemmelsen åpner imidlertid for at tillatelsen kan tilbakekalles også i andre tilfelle der dette følger av nasjonal lovgivning. Bokstav a – d i første ledd tilsvarer ISD art. 3 nr. 7 a – d, men dekker også innholdet i § 37 første ledd, samt annet ledd når det gjelder de tilfelle hvor vilkårene for tillatelse ikke lenger er tilstede. Bokstav e i direktivbestemmelsen omhandler de tilfelle der foretaket har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske overtredelser av bestemmelser vedtatt etter art. 10 om tilsynsregler og art. 11 om god forretningsskikk. I bokstav e i lovutkastet erstattes henvisningen til «bestemmelser vedtatt etter art. 10 og 11» med «sine plikter etter lov eller forskrift gitt i medhold av lov». Bestemmelsen dekker således også § 37 tredje ledd første pkt. Bokstav f viderefører § 37 tredje ledd annet punkt.

Annet ledd

Annet ledd viderefører vphl. § 37 annet ledd når det gjelder de tilfelle der foretaket har latt være å etterkomme pålegg gitt av Kredittilsynet.

Tredje ledd

Tredje ledd tilsvarer ISD art. 19 nr. 9 og innebærer at dersom en tillatelse tilbakekalles og foretaket driver virksomhet i en annen EØS-stat skal vedkommende myndigheter i vertsstaten underrettes.

§ 8-1

Første og annet ledd

Bestemmelsen gjennomfører ISD art. 19 nr. 1 og nr. 2 som omhandler de opplysninger en vertsstat kan kreve fra investeringsforetak med hovedsete i EØS-stat, se "[Tilsyn med investeringsforetak med hovedsete i EØS-stat](#)" i pkt. 7.4.4. Utvalget foreslår imidlertid at opplysningsplikten skal ha tilsvarende innhold for filialer og for foretak som driver grenseoverskridende virksomhet i Norge.

Den rapportering om virksomheten som kan kreves for statistisk bruk, jfr. ISD art. 19 nr. 1, gjelder kun for filialer. Utvalget viser imidlertid til at slik rapportering også bør kunne kreves av foretak som kun driver grenseoverskridende virksomhet, og at dette kan begrunnes i allmenne hensyn. Når det gjelder eventuelt behov for rapportering, vises til "[Statistikk over verdipapirmarkedet](#)" i pkt. 7.4.5.

Etter ISD art. 19 nr. 2 kan vertsstaten kreve slike opplysninger som er nødvendig for å ivareta sitt ansvar etter direktivet. Dette gjelder både for filialer og for investeringsforetak som driver grenseoverskridende virksomhet.

§ 8-2

Første ledd

Første ledd er i samsvar med ISD art. 24 nr. 1 og 2. Vertsstaten kan altså etter anmodning fra hjemstaten selv foreta stedlig kontroll i en filial.

Annet ledd

I tråd med art. 24 nr. 3 foreslås en bestemmelse i annet ledd om at første ledd ikke skal være til hinder for at Kredittilsynet for å ivareta sitt ansvar som vertsstat kan foreta stedlig kontroll i filialen.

§ 8-3

ISD art. 19 nr. 3 flg. inneholder nærmere bestemmelser om de tiltak en vertsstat kan treffe overfor utenlandske foretak med hovedsete i annen EØS-stat, se den nærmere beskrivelse under "[Sanksjoner og fordeling av tilsyn](#)" i pkt. 7.3.3. Tilsvarende bestemmelser følger av annet bankdirektiv. Paragrafen er utformet på bakgrunn av den tilsvarende bestemmelse som gjelder for utenlandske kredittinstitusjoner, se filialforskriften av 2. mai 1994 § 13 samt forskrift om grenseoverskridende tjenesteyting av 7. juli 1994 § 10.

§ 3-1 første ledd – Lov om verdipapirbørs

Forslaget innebærer kun en presisering av bestemmelsen for å klargjøre at også utenlandske foretak som yter investeringstjenester i Norge, etter søknad kan bli medlem av børsen. Bestemmelsen er nærmere kommentert under "[Handel i regulerte markeder](#)" i pkt. 5.4.10.

Overgangsbestemmelsene

Disse bestemmelsene er omtalt under "[Overgangsregler](#)" i pkt. 4.4.12.

KAPITTEL 10

**Utkast til lov om endring i lov 14. juni 1985 nr. 61 om
verdipapirhandel***I*

I lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel gjøres følgende endringer:

§ 1 første ledd første setning skal lyde:

I denne lovs "*Innhold og sammendrag*" i kapittel 1, 2 og 2a forstås med verdipapirer

§ 2 bokstav b, c og j oppheves.

§ 4 oppheves.

"*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i Kapittel 3, 4 og 5 oppheves.

Nytt "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i kapittel 3 til 8 skal lyde:

"*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i Kapittel 3 Tillatelse til å yte investeringstjenester

§ 3-1 Tillatelse til å yte investeringstjenester

Investeringsstjenester, jfr. § 3-2 kan bare ytes av investeringsforetak med tillatelse fra Kredittilsynet.

Tillatelse til å yte investeringstjenester kreves ikke der:

- a) det bare ytes investeringstjenester ved enkelte anledninger som ledd i en yrkesvirksomhet
- b) foretak bare yter investeringstjenester overfor selskap innen samme konsern
- c) det bare formidles ordre vedrørende finansielle instrumenter og ikke forestås oppgjør hverken av finansielle instrumenter eller betalingsmidler og ordre kun videreformidles til investeringsforetak med tillatelse til å yte investeringstjenester, eller forvaltningsselskap for verdipapirfond
- d) personer 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.
- e) det bare ytes investeringstjenester som består i å forvalte en ordning for arbeidstakers eierandeler
- f) andre enn investeringsforetak deltar for egen regning som garantister for fulltregning av emisjoner i finansielle instrumenter

Departementet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra kravet til tillatelse etter første ledd i andre tilfeller enn nevnt i annet ledd.

§ 3-2 Definisjoner

Som «investeringstjenester» regnes følgende tjenester når disse ytes overfor tredjemann på forretningsmessig basis:

- a) mottak og formidling av ordre på vegne av investor i forbindelse med finansielle instrumenter samt utførelse av slike ordre for andres regning
- b) omsetning av finansielle instrumenter for egen regning

- c) forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors instruks.
- d) garantistillelse for fulltegning av emisjoner i finansielle instrumenter og/eller plassering av slike emisjoner

Med «finansielle instrumenter» menes:

- a) Omsettelige verdipapirer
- b) Verdipapirfondsandeler
- c) Pengemarkedsinstrumenter
- d) Finansielle terminer og tilsvarende finansielle instrumenter med kontant oppgjør
- e) Fremtidige renteavtaler (FRA)
- f) Renteswap og valutaswap samt swap på aksjer og aksjeindeks
- g) Opsjoner på kjøp eller salg av ethvert instrument som nevnt i bokstav a-f, samt tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør

Som «investeringsforetak» regnes i denne lov kredittinstitusjon eller annet foretak som yter investeringstjenester unntatt forsikringsselskaper, forvaltningsselskaper for verdipapirfond og Norges Bank.

§ 3-3 Vilkår for tillatelse

Tillatelse til å yte investeringstjenester kan gis til kredittinstitusjoner. Tillatelsen kan også gis til aksjeselskap som oppfyller følgende vilkår;

- a) Foretaket skal ha forretningskontor og hovedkontor i Norge.
- b) Daglig leder eller den som faktisk leder investeringstjenestevirksomheten skal ha relevant erfaring fra verdipapirmarkedet to av de siste fem år før vedkommende tiltrer stillingen. I tillegg skal vedkommende ha ført en hederligandel og herunder under sitt virke i verdipapirhandelen ha iaktatt god forretnings-skikk.
- c) Foretaket skal oppfylle kravene til egenkapital etter § 4-9.

Tillatelse til investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon kan nektes dersom et medlem av foretakets styre ikke oppfyller nødvendige krav til hederligandel og erfaring.

Tillatelse til investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon kan dessuten nektes dersom aksjonær med kvalifisert eierandel i foretaket ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

Departementet kan i forskrift fastsette det nærmere innhold av kravet til hederligandel, egnethet og erfaring som nevnt i første, annet og tredje ledd.

Tillatelse er i ethvert tilfelle betinget av at investeringsforetaket oppfyller kravene til kapitaldekning etter § 4-10 og at foretaket har tilfredsstillende interne rutiner i tråd med § 5-1.

Tillatelse kan gis for en eller flere av tjenestene som nevnt i § 3-2 første ledd.

§ 3-4 Søknad om tillatelse

I søknad om tillatelse skal det opplyses om styremedlemmenes og ledende ansattes erfaring ogandel, identiteten til aksjonærer med kvalifisert eierandel, hvilke tjenester foretaket skal yte i henhold til §§ 3-2 og 4-1 og andre forhold av betydning for vurderingen av søknaden.

Søknad om tillatelse skal vedlegges foretakets vedtekter, driftsplan og interne rutiner for organisering som nevnt i § 5-1.

Tillatelse kan kun gis etter samråd med myndighetene i annen berørt EØS-stat når foretaket som søker er:

- a) datterforetak av et investeringsforetak med tillatelse i en annen medlemsstat
- b) datterforetak av et hovedforetak for et investeringsforetak med tillatelse i en annen medlemsstat
- c) kontrollert av de samme fysiske eller juridiske personer som kontrollerer et investeringsforetak med tillatelse i en annen medlemsstat

Vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest 6 måneder etter mottagelse av søknaden, eller dersom søknaden er ufullstendig, senest 6 måneder etter at søker har ettersendt de opplysninger som er nødvendige for å treffe avgjørelse.

§ 3-5 Endringer i aksjonærstrukturen

Erverv av kvalifisert eierandel i investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon kan bare foretas etter melding til Kredittilsynet.

Med «kvalifisert eierandel» i første ledd menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene eller som gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Like med vedkommende aksjonærs egne aksjer regnes aksjer som eies av personer eller selskaper som nevnt i § 8A første ledd siste punktum.

Melding til Kredittilsynet skal også foreligge før økning av kvalifisert eierandel som medfører at vedkommendes andel av stemmerettighetene eller kapital når opp til eller overstiger 20%, 33% eller 50%.

Kredittilsynet må innen tre måneder fra den dag melding som nevnt i første og tredje ledd er mottatt, nekte slikt erverv dersom det ikke anser vedkommende aksjonær egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket. § 3-3 fjerde ledd gjelder tilsvarende.

§ 3-4 tredje ledd gjelder tilsvarende ved melding om erverv av eierandel dersom ervervet medfører at investeringsforetaket blir erververens datterforetak eller kontrollert av vedkommende. Tre-måneders fristen i fjerde ledd gjelder ikke i slike tilfeller.

Kredittilsynet kan sette frister for gjennomføring av erverv etter første og tredje ledd.

Ved avhendelse av eierandel som medfører at eierandelens størrelse kommer under grensene som nevnt i første og tredje ledd, skal det gis melding til Kredittilsynet.

Dersom en aksjonær med kvalifisert eierandel ikke har gitt melding til Kredittilsynet etter første og tredje ledd eller erverver aksjer i strid med Kredittilsynets vedtak etter fjerde ledd, kan Kredittilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves eller gi pålegg om salg av aksjene. § 7-4 fjerde ledd gjelder tilsvarende.

Kredittilsynet skal i forskrift gi nærmere regler om investeringsforetakenes plikt til å gi melding om aksjeeiernes identitet.

§ 3-6 Avdelingskontor, filial m.v.

Investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon skal gi melding til Kredittilsynet før det oppretter avdelingskontor i Norge. Kontoret skal ha en faglig leder som oppfyller kravene i § 3-3 første ledd bokstav b.

Investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon kan ikke uten tillatelse fra Kredittilsynet etablere filial eller datterselskap i annet land enn EØS-stat.

Investeringsforetak kan yte investeringstjenester herunder etablere filial i annen EØS-stat etter reglene i § 3-7.

§ 3-7 Melding om virksomhet i annen EØS-stat

Investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon og som ønsker å utøve virksomhet i annen EØS-stat skal gi Kredittilsynet melding om dette.

Meldingen skal inneholde følgende opplysninger:

- a) i hvilken medlemsstat foretaket har til hensikt å utøve virksomhet
- b) en virksomhetsplan der det særlig angis hvilke investeringstjenester som skal ytes.

Melding om etablering av filial skal i tillegg inneholde følgende opplysninger:

- a) hvordan filialen skal være organisert
- b) adresse i vertsstaten der dokumenter kan innhentes
- c) navnet på dem som utgjør filialens ledelse.

Ved melding om utøvelse av virksomhet i henhold til adgangen til å yte tjenester i annen EØS-stat skal Kredittilsynet innen en måned etter å ha mottatt meldingen, oversende den til vedkommende myndigheter i vertsstaten. Investeringsforetaket kan fra dette tidspunkt yte de aktuelle investeringstjenester i vertsstaten.

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 vertsstaten og underrette investeringsforetaket om dette. Kredittilsynet skal også oversende opplysninger om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder. Så snart vertslandets myndigheter 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 vertsstaten innen to måneder etter at de har mottatt melding fra Kredittilsynet.

Oversendelse til vertsstatens myndigheter etter femte ledd skal ikke foretas dersom Kredittilsynet har grunn til å betvile at investeringsforetakets administrative organisering eller økonomisk stilling er god nok, tatt i betraktning den virksomhet som er planlagt. Kredittilsynets beslutning skal i tilfelle begrunnes overfor investeringsforetaket innen tre måneder etter at Kredittilsynet har mottatt alle opplysninger i saken.

Ved endring av opplysninger gitt etter første til tredje ledd skal investeringsforetaket gi skriftlig melding om dette til Kredittilsynet og vedkommende myndigheter i vertsstaten før endringen foretas. Der det er etablert filial i annen EØS-stat skal melding gis minst en måned før endring foretas.

§ 3-8 Investeringsforetak med hovedsete i EØS-stat

§§ 3-1 til 3-3 er ikke til hinder for at investeringsforetak med hovedsete i EØS-stat yter investeringstjenester, herunder oppretter filial i Norge. Slike investeringsforetak må være gitt tillatelse til å yte investeringstjenester og være underlagt tilsyn i annen EØS-stat. Dersom foretaket oppretter flere forretningssteder i Norge skal disse regnes som én filial.

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 om de vilkår, herunder reglene for god for-

retningsskikk, som gjelder for utøvelsen av virksomheten i Norge. Filialen kan etableres så snart Kredittilsynet har gitt de nevnte opplysninger, eller senest to måneder etter at Kredittilsynet har mottatt meldingen.

Ved melding om utøvelse av virksomhet i henhold til adgangen til å yte tjenester i annen EØS-stat, skal Kredittilsynet så snart de har mottatt meldingen opplyse investeringsforetaket om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk som skal gjelde for den som yter de aktuelle investeringstjenester i Norge.

Ved endringer av opplysninger i meldinger Kredittilsynet mottar etter denne paragraf, gjelder § 3-7 syvende ledd tilsvarende for investeringsforetakets plikt til å gi skriftlig melding til Kredittilsynet.

§ 3-9 Investeringsforetak med hovedsete utenfor EØS-området

Investeringsforetak med hovedsete utenfor EØS-området kan gis tillatelse av Kredittilsynet til å etablere filial i Norge. Slike foretak kan i særlige tilfeller også gis anledning til å yte tjenester i Norge direkte fra forretningssted utenfor EØS-området.

Tillatelse etter første ledd kan kun gis investeringsforetak som har tillatelse til å yte investeringstjenester og er underlagt betryggende tilsyn i hjemlandet.

Foretaket kan gis tillatelse til å yte tilknyttede tjenester etter § 4-1 dersom det kan drive tilsvarende virksomhet i sitt hjemland.

§ 3-4 første og annet ledd gjelder tilsvarende for søknad om tillatelse etter første ledd.

Departementet kan gi nærmere bestemmelser om de krav som kan stilles ved tillatelser etter første ledd og om saksbehandlingen.

§ 3-10 Verdipapirhandellovens anvendelse for utenlandske foretak

For foretak med tillatelse etter § 3-9 gjelder lovens bestemmelser med unntak av:

- § 3-5 dersom dette er bestemt av Kredittilsynet og tilsvarende regler følger av hjemlandets rett.
- §§ 3-6 annet og tredje ledd, 3-7 og 3-8 samt "[Lovforslagets administrative og økonomiske konsekvenser](#)" i kapittel 8.
- "[Tilsyn, sanksjoner mv.](#)" i Kapittel 7 dersom dette er bestemt av Kredittilsynet på bakgrunn av tilsynsavtale med hjemstatens myndigheter.

Følgende bestemmelser gis tilsvarende anvendelse for foretak som yter investeringstjenester i Norge i medhold av § 3-8:

- a) "[Innhold og sammendrag](#)" i Kapittel 1, 2 og 2 a
- b) §§ 4-4, 4-5 tredje ledd, 4-6, 4-7 og 4-8 for såvidt gjelder finansielle instrumenter notert på norsk børs eller utstedt av norsk selskap
- c) "[Rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet](#)" i Kapittel 5 med unntak av § 5-1
- d) "[Verdipapirhandel gjennom investeringsforetak](#)" i Kapittel 6 med mindre annet er avtalt
- e) "[Lovforslagets administrative og økonomiske konsekvenser](#)" i Kapittel 8

§ 3-11 Norsk fondsmeglertittel og betegnelsen fondsmeglerforetak

Betegnelsen fondsmeglerforetak kan kun benyttes av investeringsforetak med tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i § 3-2 første ledd bokstav a.

Ingen må nytte tittelen fondsmegler med mindre slik opplæring som er godkjent av den bransjeorganisasjon departementet utpeker, er gjennomført.

*"Vilkår for å yte investeringstjenester" i Kapittel 4 Virksomhetsregler**§ 4-1 Tilknyttede tjenester*

Som tilknyttede tjenester regnes:

- a) oppbevaring og forvaltning av finansielle instrumenter
- b) rådgivning med hensyn til foretaks kapitalstruktur, industriell strategi og lignende spørsmål
- c) tjenester i forbindelse med fusjoner og oppkjøp av selskaper
- d) tjenester tilknyttet fulltegningsgaranti
- e) investeringsrådgivning i forbindelse med finansielle instrumenter
- f) tjenester i tilknytning til valutavirksomhet når dette skjer i forbindelse med ytelse av investeringstjenester
- g) boksutleie

Foretak som har tillatelse til å yte samtlige tjenester nevnt i § 3-2 første ledd, kan uten særskilt tillatelse yte tilleggstjenester nevnt i første ledd. Foretaket skal likevel gi melding til Kredittilsynet før det tilbyr tilleggstjenester utover det som fremgår av søknad om tillatelse etter § 3-4 første ledd.

Foretak som kun yter enkelte av tjenestene i § 3-2 første ledd må ha særskilt tillatelse til å yte tilleggstjenester etter denne paragrafs første ledd.

§ 4-2 Kredittgivning

Etter tillatelse fra Kredittilsynet kan investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon yte kreditt til kjøp av finansielle instrumenter dersom instrumentene handles gjennom foretaket.

Foretak med tillatelse til å yte kreditt skal påse at det stilles betryggende sikkerhet for kreditten.

Foretaket kan ikke yte kreditt til kunder dersom det foreligger særlige forhold som medfører risiko for at kunden ikke kan oppfylle sine forpliktelser.

Foretaket kan ikke yte kreditt på bedre vilkår enn de alminnelige vilkår foretaket ellers benytter, ved kreditt til:

- a) styremedlem
- b) person som alene eller sammen med andre avgjør foretakets kredittsaker
- c) aksjeeier med minst tre prosent av aksjekapitalen
- d) ektefelle eller samboer til person som nevnt i a) -c)
- e) selskap der person som nevnt i a) – c) har slik innflytelse som nevnt i aksjelovens § 1-2

§ 4-3 Foretakenes adgang til å drive annen næringsvirksomhet

Investeringsforetak kan utover det som følger av § 4-1, § 4-2 eller tillatelse til å drive finansieringsvirksomhet, ikke drive annen næringsvirksomhet uten at dette har rimelig sammenheng med utøvelsen av investeringstjenestevirksomheten.

Kredittilsynet kan når det foreligger særlige grunner gi tillatelse til at et foretak driver annen virksomhet enn nevnt i første ledd.

Et investeringsforetak kan bare delta som ansvarlig deltaker eller medeier i driften av annen næringsvirksomhet eller ha slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper § 1-2 i et annet selskap i den utstrekning dette ikke svekker investeringsforetakets uavhengige stilling.

§ 4-4 Ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet m.m.

Ansatte i investeringsforetak som normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets investeringstjenester må ikke være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap i foretak med børsnoteerte verdipapirer. Vedkommende må heller ikke ha slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper § 1-2 i slikt selskap.

Kredittilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra bestemmelsen i første ledd første punktum.

§ 4-5 Foretakets verdipapirhandel for egen regning

Et investeringsforetak kan med den begrensning som følger av §§ 5-2 og 5-3, kun kjøpe, selge eller tegne finansielle instrumenter for egen regning i følgende tilfeller:

- a) Handelen foretas som ledd i investeringstjenestevirksomhet
- b) Handelen er ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning

For investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon kan handel som nevnt i første ledd bokstav b) kun foretas i finansielle instrumenter notert på regulert marked, med mindre instrumentene er ervervet for langsiktig plassering av foretakets midler.

Ved salg av finansielle instrumenter investeringsforetaket ikke eier, må foretaket disponere instrumentene på avtaletidspunktet.

Investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon skal gi Kredittilsynet melding om egenhandel etter første ledd bokstav b) etter nærmere regler fastsatt av Kredittilsynet.

§ 4-6 Ansattes adgang til å handle for egen regning

Ansatte i investeringsforetak som normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets investeringstjenester kan for egen regning kun erverve finansielle instrumenter som nevnt i § 3-2 annet ledd bokstav a-c.

Finansielle instrumenter som nevnt i § 3-2 annet ledd bokstav a og c kan avhendes tidligst tre måneder etter ervervet.

Ansatte som nevnt i første ledd kan ikke finansiere kjøp av finansielle instrumenter ved lån opptatt med sikkerhet i egne finansielle instrumenter. Ansatte som nevnt kan heller ikke foreta short salg eller låne finansielle instrumenter.

Ansatte som nevnt i første ledd skal gi Kredittilsynet melding om egenhandel etter nærmere regler fastsatt av Kredittilsynet.

Reglene i denne paragrafs første til fjerde ledd gjelder tilsvarende for kjøp, salg eller tegning ansatte foretar for regning av sin ektefelle/samboer, mindreårige barn eller selskap hvor han, hans ektefelle/samboer eller mindreårige barn har slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper § 1-2.

Kredittilsynet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra annet og tredje ledd. Departementet kan i forskrift fastsette begrensninger i adgangen til egenhandel utover det som følger av første ledd.

§ 4-7 Formidling av short salg

Investeringsforetak kan kun formidle salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier dersom kunden disponerer de finansielle instrumentene og foretaket på avtale-tidspunktet er sikret rettidig levering.

§ 4-8 Lån av finansielle instrumenter

Ved formidling av avtaler om lån av finansielle instrumenter skal investeringsforetaket påse at det stilles betryggende sikkerhet for lånet. Sikkerheten skal minst tilsvare instrumentenes markedsverdi til enhver tid.

Kravet til sikkerhetsstillelse etter første ledd gjelder tilsvarende dersom investeringsforetaket låner ut finansielle instrumenter fra egen portefølje.

Kredittilsynet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra kravene til sikkerhetsstillelse.

Låneavtaler etter første og annet ledd samt avtaler om investeringsforetaks innlån av finansielle instrumenter skal godkjennes av Kredittilsynet dersom avtalene ikke inngås under medvirkning av en oppgjørssentral som enten garanterer eller trer inn som part i avtalen. Kredittilsynet kan trekke godkjenningen tilbake dersom hensynet til sikker levering tilsier det.

Departementet gir forskrifter om oppgjørsordningens innhold samt oppgjørssentralens organisering og virksomhet.

§ 4-9 Minstekrav til kapital

Investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjon skal ha en egenkapital på minst et beløp i norske kroner som svarer til 730.000 ECU. Kredittilsynet kan for foretak som bare yter enkelte av tjenestene i § 3-2 første ledd gi tillatelse til en lavere egenkapital men ikke mindre enn et beløp i norske kroner som svarer til 125 000 ECU.

Dersom foretakets egenkapital faller under kravene etter første ledd, skal foretaket innstille sin virksomhet med mindre forholdet rettes innen en frist fastsatt av departementet.

§ 4-10 Kapitaldekningskrav

Investeringsforetak skal til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er betryggende ut fra den risiko som er knyttet til virksomheten foretaket driver, herunder den markedsrisiko og kredittrisiko foretaket påtar seg.

Departementet fastsetter forskrifter om hva som skal anses som ansvarlig kapital, regler for beregningsgrunnlaget og hva som skal anses som forsvarlig dekningsgrad for de ulike typer virksomhet foretaket driver.

Ytelse av investeringstjenester kan ikke foretas uten at kravene til betryggende ansvarlig kapital er oppfylt.

§ 4-11 Høyeste engasjement med en enkelt kunde

Et investeringsforetak kan ikke ha høyere samlet engasjement med en enkelt kunde enn det som til enhver tid er forsvarlig.

Departementet kan fastsette forskrift om høyeste samlede engasjement med en enkelt kunde, herunder om beregningsmåte for engasjement i og utenfor balansen og andre forhold vedrørende gjennomføringen av kravet.

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.

§ 4-12 Konsolideringsregler

Kravene i §§ 4-10 og 4-11 skal anvendes på konsolidert grunnlag etter nærmere regler fastsatt av departementet, for investeringsforetak som:

- a) har som datterforetak en kredittinstitusjon, annen finansinstitusjon eller investeringsforetak, eller har kapitalinteresser i slike foretak,
- b) har som morselskap et holdingsselskap, som ikke driver annen virksomhet enn å forvalte sine eierinteresser i konsernet.

Med kapitalinteresser forstås det å ha, direkte eller indirekte, 20% eller mer av stemmerettene eller kapitalen i et foretak.

"Rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet" i Kapittel 5 Organisering av virksomheten m.m.

§ 5-1 Organisering av virksomheten

Investeringsforetak skal innrette sin virksomhet slik at foretaket:

- a) har gode administrasjons- og regnskapsrutiner, kontroll- og sikkerhetsordninger, samt tilfredstillende interne kontrollmetoder, som blant annet omfatter regler for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ansatte,
- b) oppbevarer finansielle instrumenter og midler tilhørende investorene adskilt fra foretakets egne midler og for øvrig treffer tilfredstillende tiltak med sikte på å verne investorenes rettigheter og forhindre at investeringsforetaket benytter investorenes midler for egen regning,
- c) sørger 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,
- d) 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. Ved opprettelse av en filial kan likevel organisasjonsmåten ikke være i strid med de regler for god forretningsskikk som vertsstaten har fastsatt med hensyn til interessekonflikter.

Foretaket skal ha interne instruksjoner for de ansattes adgang til å være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap eller ha slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper § 1-2 i selskaper. Slike instruksjoner skal også omfatte styremedlem i foretaket som har slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper § 1-2. Tilsvarende instruksjoner skal utarbeides for tilfeller der det er gitt dispensasjon etter § 4-4 annet ledd.

Foretaket skal ha interne rutiner for krav til og beregning av sikkerhet ved formidling og inngåelse av avtaler etter § 4-8 første og annet ledd.

Foretaket skal ha interne instruksjoner for utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten.

Styre og daglig leder skal utarbeide interne retningslinjer og instruksjoner i samsvar med første til fjerde ledd.

Kredittilsynet kan i det enkelte tilfelle treffe vedtak om organiseringen av investeringsforetaks virksomhet dersom denne anses innrettet i strid med denne paragraf.

§ 5-2 God forretningsskikk

Investeringsforetak 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. Foretaket skal herunder påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas så godt som mulig ved at det:

- a) opptrer ryddig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet, herunder utfører mot-tatte oppdrag med tilbørlig omhu og hurtighet
- b) utviser den nødvendige kompetanse, omhu og interesse i sin opptreden
- c) har og effektivt benytter de ressurser og de fremgangsmåter som er nødvendig for å kunne utøve virksomheten på en god måte
- d) sørger for å få opplysninger om kundenes økonomiske stilling, investeringserfaring og målsetting for de ønskede tjenester
- e) på en egnet måte gir de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder
- f) bestreber seg på å unngå interessekonflikter, og når det ikke lar seg gjøre, sørger for at dets kunder får en rimelig behandling

Ved utførelse av ordre skal anvendelsen av første ledd bokstav a – f vurderes på bakgrunn av investors profesjonalitet. Som investor regnes den som er opphavsmann til ordren.

Når særskilt kurs ikke er angitt i et oppdrag skal oppdraget utføres til en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

Kunden skal gis den beste pris som til enhver tid er tilgjengelig i markedet med mindre kunden forlanger at foretaket stiller en bestemt kurs eller vedkommende aksepterer en bestemt kurs når oppdraget gis.

Før foretaket påtar seg oppdrag eller yter investeringstjenester i tilfelle hvor foretakets egne interesser eller andre særlige grunner er egnet til å skape tvil om foretakets upartiskhet, skal oppdragsgiver eller andre interesserte parter gis de nødvendige opplysninger om forholdet.

Før investeringsforetak gjør forretninger med investorer skal det opplyse dem om hvilken erstatningsordning eller tilsvarende vern som gjelder for de aktuelle transaksjonene, hvilken dekning som gis under disse ordningene, eller om at det ikke finnes slike ordninger eller slik erstatning.

Kredittilsynet kan avgi tolkningsuttalelser om hva som anses som god forretningsskikk. Når en slik uttalelse er knyttet til forhold i konkrete foretak, kan uttalelsen påklages til departementet. Forvaltningslovens kap. VI gjelder tilsvarende for slik klagesak.

Denne paragraf gjelder tilsvarende for foretakets tjeneste- og tillitsmenn og for personer og foretak som har slik innflytelse i investeringsforetaket som nevnt i aksjelovens § 1-2.

§ 5-3 Krav til god forretningsskikk ved egenhandel

Investeringsforetak kan ikke foreta egenhandel som nevnt i § 4-5 første ledd bokstav b) i finansielle instrumenter det foreligger åpne kundeordre på, med mindre vedkommende som utfører handelen på foretakets vegne ikke kjente til eller burde kjent til at det forelå kundeordre.

Investeringsforetaket kan ikke tre inn i avtalen med oppdragsgiveren dersom investeringsforetaket kan oppnå bedre betingelser for kunden ved kjøp eller salg i markedet på tidspunktet for behandling av oppdraget. Investeringsforetaket skal ved sluttседdel eller på annen måte opplyse til kunden dersom det helt eller for en vesentlig del har trådt inn som motpart i avtalen.

Første og annet ledd gjelder tilsvarende for ansattes egenhandel etter § 4-6.

§ 5-4 Handel i børsnoterte finansielle instrumenter

Investerings tjenester i forbindelse med finansielle instrumenter børsnotert i Norge skal foretas over børs eller, dersom de foretas utenfor børs, straks meldes til børsen.

Et investeringsforetak kan ikke handle eller formidle omsetning i et finansielt instrument som er suspendert fra kursnotering på børsen. Dette gjelder likevel ikke gjennomføring av tidligere inngåtte avtaler hvor prisen er fastsatt.

Departementet kan fastsette forskrifter om investeringsforetakets plikt til å gi børsen opplysninger om dets omsetning utenfor børs av børsnoterte finansielle instrumenter.

§ 5-5 Oppgaveplikt

Investeringsforetak plikter å føre oppgaver over mottatte og utførte oppdrag som gir full oversikt over dets forretningsførsel, etter forskrifter fastsatt av Kredittilsynet.

§ 5-6 Taushetsplikt for investeringsforetak og dets ansatte

Ansatte, tillitsmenn og andre personer med bestemmende innflytelse i investeringsforetak har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold med mindre noe annet er særskilt bestemt i lov eller forskrifter gitt med hjemmel i lov.

"Verdipapirhandel gjennom investeringsforetak" i Kapittel 6 Verdipapirhandel gjennom investeringsforetak

§ 6-1 Utførelse av oppdrag

Investerings tjenester som nevnt i § 3-2 første ledd bokstav a) skal utføres i investeringsforetakets navn. Foretaket skal ikke opplyse hvem det opptrer på vegne av eller slutter avtaler med med mindre dette er bestemt i lov.

Investeringsforetaket er ansvarlig overfor oppdragsgiveren og den det slutter avtale med, for oppfyllelse av kjøp eller salg det har foretatt.

Annet ledd gjelder ikke dersom oppdragsgiveren på forhånd har godkjent den annen part.

§ 6-2 Investeringsforetaks forretningsvilkår

Investeringsforetak skal utarbeide forretningsvilkår som minst regulerer følgende forhold:

- a) i hvilken form de enkelte oppdrag skal gis
- b) oppdragets varighet
- c) tid og sted for levering og oppgjør, herunder hvilke erklæringer som skal anses som tilstrekkelig bekreftelse på levering og oppgjør
- d) investeringsforetakets godtgjørelse, herunder om godtgjørelse kan tas i form av kurtasje eller fra kursdifferanse, hva foretaket kan kreve dersom handel ikke kommer istand, samt adgangen til å kreve dekning av utlegg
- e) oppdragsgivers adgang til å gjøre gjeldende at avtalen eller noen av dens vilkår er i strid med oppdraget, herunder eventuelle frister for å gi melding til foretaket
- f) 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 investeringsforetaket
- g) adgangen til å slutte dekningsavtale dersom levering av finansielle instrumenter ikke skjer rettidig, herunder bestemmelser om beregning av erstatning dersom dekningsavtale slutes.

Foretakets forretningsvilkår skal forelegges kunden før foretaket første gang utfører oppdrag for kunden, samt ved senere endringer i vilkårene.

Kredittilsynet kan gi pålegg om endringer i forretningsvilkår når slike vilkår anses urimelige.

§ 6-3 Innbyrdes forretninger

Har et investeringsforetak mottatt oppdrag både om kjøp og salg av samme finansielle instrument, kan oppdragene utføres ved at foretaket selv foretar avtaleslutningen på vegne av oppdragsgiverne (innbyrdesforretning). Foretaket skal vareta begge oppdragsgiveres tarv med samme omhu og fastsette prisen på de finansielle instrumentene på grunnlag av børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

Innbyrdesforretninger i børsnoteerte finansielle instrumenter skal rapporteres til børsen med angivelse av kurs og volum etter nærmere regler fastsatt i børsforskriftene.

§ 6-4 Underretning om utførte oppdrag

Investeringsforetaket skal ved sluttseddel eller på annen måte straks gi oppdragsgiveren underretning om avtale som er sluttet for hans regning.

Utførte oppdrag skal bekreftes ved sluttseddel. Kredittilsynet kan gi regler om sluttsedlers form og innhold.

§ 6-5 Investeringsforetakets sikkerhetsrett

Foretaket har sikkerhetsrett for krav som utspringer av oppdraget i de finansielle instrumenter som det har kjøpt for oppdragsgiveren.

Betaler ikke oppdragsgiveren innen 5 dager etter oppgjørsfrist, kan investeringsforetaket selge de finansielle instrumentene for oppdragsgiverens regning til dekning av sine krav. Denne bestemmelse kan fravikes ved avtale.

Dekningssalg som nevnt i annet ledd skal foretas til børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

§ 6-6 Alminnelige ugyldighetsregler

Ved kjøp eller salg av finansielle instrumenter gjennom investeringsforetak gjelder de alminnelige regler om avtalers ugyldighet tilsvarende i forholdet mellom kjøperen og selgeren.

§ 6-7 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. Denne bestemmelse kan fravikes ved avtale.

*"Tilsyn, sanksjoner mv." i Kapittel 7 Om kontroll med verdipapirhandelen**§ 7-1 Kontroll med verdipapirhandelen*

Kontroll med investeringsforetaks virksomhet, samt med overholdelse av denne lovs bestemmelser, skal føres av Kredittilsynet. Departementet bestemmer i hvilken utstrekning og på hvilken måte kontrollen til enhver tid skal gjennomføres.

Dersom en børs har grunn til å anta at det i verdipapirhandelen 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.

§ 7-2 Opplysningsplikt overfor Kredittilsynet

Et investeringsforetak plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som måtte bli krevet om forhold som angår dets forretning og virksomhet. Foretaket plikter også å fremvise og i tilfelle utlevere til kontroll forretningsbøker og øvrige dokumenter som angår virksomheten. Dersom det inntreffer forhold som truer foretakets evne til å tilfredsstille de fastsatte kapitalkrav, skal foretaket straks opplyse Kredittilsynet om dette. Kredittilsynet kan gi nærmere regler om opplysningspliktens innhold og i hvilken form opplysningene skal foreligge.

Et investeringsforetak 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 et EØS-land.

Et foretak som har utstedt finansielle instrumenter 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.

Kredittilsynet kan uten hinder av taushetsplikt kreve å få opplysninger det finner påkrevet i sin kontrollvirksomhet fra Verdipapirsentralen på den måten Kredittilsynet finner hensiktsmessig.

For det tilfelle at en børs innhenter fra investeringsforetak navn på kunder foretaket har opptrådt på vegne av eller har sluttet avtale med, jfr. § 6-1 første ledd, gjelder § 7-3 tilsvarende.

§ 7-3 Kredittilsynets taushetsplikt

Kredittilsynet har taushetsplikt etter lov av 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (Kredittilsynet) § 7 første ledd.

Gir kontrollen grunn til å anta at det er utvist rettsstridig forhold i forbindelse med verdipapirhandel som har påført eller vil påføre noen tap, kan vedkommende gis den underretning om forholdet som er nødvendig for at han skal kunne vareta sine rettigheter overfor investeringsforetaket. Tilsvarende gjelder dersom det ellers er grunn til å anta at noen er eller vil bli påført tap som følge av at denne lovs bestemmelser ikke er overholdt.

Uten hensyn til om tap er forvoldt kan Kredittilsynet meddele børsen forhold som gjelder overtredelse av denne lov.

§ 7-4 Pålegg m.v.

Kredittilsynet kan gi investeringsforetak pålegg om retting dersom foretaket har handlet i strid med lov eller forskrifter gitt med hjemmel i lov. Tilsvarende gjelder dersom Kredittilsynet underrettes av tilsynsmyndigheter i annen EØS-stat om at et norsk investeringsforetak har overtrådt regler som gjelder for foretakets virksomhet

i vedkommende land. Kredittilsynet skal i siste tilfelle underrette vedkommende myndighet om hvilke pålegg som blir gitt.

Kredittilsynet kan i særlige tilfelle forby investeringsforetak å ta opp ny virksomhet som ikke er regulert og som 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.

Dersom en aksjonær med en kvalifisert eierandel gjør sin innflytelse gjeldende på en måte som kan skade en god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket, kan Kredittilsynet i særlige tilfelle gi pålegg om salg av aksjene.

Aksjer som noen besitter i strid med Kredittilsynets vedtak i medhold av tredje ledd kan departementet etter kunngjøring med fire ukers frist i Norsk Lysingsblad la selge ved offentlig auksjon.

§ 7-5 Tilbakekall av tillatelse

Kredittilsynet kan tilbakekalle tillatelsen til et investeringsforetak dersom foretaket :

- a) innen tolv måneder ikke gjør bruk av tillatelsen, gir uttrykkelig avkall på den eller har opphørt å yte investeringstjenester i mer enn seks måneder
- b) har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter
- c) ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen
- d) ikke lenger overholder reglene om en forsvarlig kapitaldekning
- e) har gjort seg skyldig i alvorlige eller systematiske overtredelser av sine plikter etter lov eller forskrift gitt i medhold av lov
- f) gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan være til skade for allmenne interesser

Dersom foretaket har latt være å etterkomme pålegg gitt i medhold av § 7-4, kan Kredittilsynet sette en frist for foretaket til å bringe forholdene i orden. Dersom foretaket ikke innen fristens utløp har brakt forholdene i orden, avgjør departementet om foretakets tillatelse skal tilbakekalles.

Dersom tillatelsen til et foretak som driver virksomhet i en annen EØS-stat tilbakekalles, skal vedkommende myndigheter i vertsstaten underrettes.

"Lovforslagets administrative og økonomiske konsekvenser" i Kapittel 8 Tilsyn med investeringsforetak med hovedsete i annen EØS-stat

§ 8-1 Opplysningsplikt

Kredittilsynet kan til statistisk bruk pålegge investeringsforetak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester her i landet å avgi rapporter om sin virksomhet.

Kredittilsynet kan dessuten kreve opplysninger som er nødvendige for å kontrollere at de regler som gjelder for virksomheten her i landet overholdes.

§ 8-2 Stedlig kontroll

For investeringsforetak med hovedsete i EØS-stat som yter investeringstjenester her i landet gjennom filial kan vedkommende myndigheter i hjemstaten etter forutgående melding til Kredittilsynet foreta stedlig kontroll i filialen. Etter anmodning fra vedkommende myndigheter i hjemstaten kan Kredittilsynet foreta den nevnte kontroll.

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.

§ 8-3 Pålegg om tvangstiltak m.m.

Kredittilsynet kan pålegge investeringsforetak med hovedsete i annen EØS-stat å bringe virksomheten her i landet til opphør dersom virksomheten drives i strid med lov eller forskrift.

Kredittilsynet kan dessuten treffe tiltak for å hindre nye overtredelser, og i tilfelle oversende saker vedrørende straffbare overtredelser til påtalemyndigheten.

Før Kredittilsynet treffer vedtak om iverksettelse av sanksjoner etter første ledd, skal tilsynsmyndighetene i investeringsforetakets hjemland 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 kan Finansdepartementet treffe nødvendige tiltak uten slikt forutgående varsel som nevnt i tredje ledd.

Dersom et foretak med hovedsete i annen EØS-stat har fått sin tillatelse tilbakekalt, skal Kredittilsynet treffe tiltak for å hindre at det fortsatt ytes investerings-tjenester her i landet.

§ 62 annet ledd skal lyde:

Med bøter eller fengsel inntil 1 år, eller begge deler straffes:

1. den som forsettlig eller uaktsomt overtrer §§ 4, 5, 6a, 6b, 7, 8, 3-11 eller 7-2 eller forskrift gitt i medhold av § 8
2. den som forsettlig eller uaktsomt overtrer §§ 9-11, 11a-11b med tilhørende forskrifter
3. fondsmegler, ansatt eller styremedlem i *investeringsforetak* som forsettlig eller uaktsomt overtrer §§ 3-10, 4-2 til 4-8, 5-2 til 5-5 eller 6-3 med tilhørende forskrifter, §§ 7-2, 6-1 *første ledd* eller pålegg gitt med hjemmel i § 7-4.

II

I Lov 17. juni 1988 nr. 57 om verdipapirbørs gjøres følgende endring:

§ 3-1 første ledd skal lyde:

Investeringsforetak som i henhold til verdipapirhandelloven kan yte investerings-tjenester i Norge, kan etter søknad bli medlem av børsen. Søknaden avgjøres av børsstyret.

III

IKRAFTTREDELSE OG OVERGANGSBESTEMMELSER

1. Loven trer ikraft 31. desember 1995.
2. Kongen kan bestemme at enkelte av lovens bestemmelser trer i kraft tidligere.
3. Fondsmeglerforetak med tillatelse til å drive fondsmegling etter tidligere "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i Kap. 3 del I kan fortsette sin virksomhet i henhold til tillatelsen inntil 31. desember 1996. Lovens tidligere "*Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet*" i Kap. 3, 4 og 5 kommer til anvendelse på virksomheten.
4. Kongen kan gi nærmere overgangsregler, herunder bestemme at forskrifter gitt med hjemmel i verdipapirhandelloven fortsatt skal gjelde.

Vedlegg I

14. juni 1985 nr. 61 Lov om verdipapirhandel

"Innhold og sammendrag" i Kap. 1. Alminnelige bestemmelser.

§ 1.¹⁾ Verdipapirer.

I denne lov forstås med verdipapir

- a) norske eller utenlandske obligasjoner – ihendehaverobligasjoner eller andre omsetningsgjeldsbrev hvorav det utstedes eller registreres mange i sammenheng og med lik tekst (mengdegjeldsbrev)²⁾ – unntatt obligasjoner tilknyttet leierett til bolig³⁾ eller annet areal i bebygget eiendom.
- b) norske eller utenlandske aksjer eller lignende papirer som gir rett til forholdsmessig andel i kapital i et aksjeselskap,⁴⁾ kommandittaksjeselskap,⁵⁾ verdipapirfond⁶⁾ eller lignende selskap – unntatt aksjer og andeler som går inn under lov av 16 juni 1989 nr 53 om eiendomsmegling § 1-1 første ledd nr 3 og 4.
- c) tegningsrettsbevis, tildelingsbevis, interimsbevis eller lignende bevis på rett til verdipapirer som nevnt i bokstavene a og b;⁷⁾
- d) rente- og utbyttekuponger knyttet til verdipapirer som nevnt i bokstavene a og b;
- e) opsjoner knyttet til verdipapirer som nevnt i bokstavene a) eller b) og som er beregnet på alminnelig omsetning.
- f) indeksoptjoner som er beregnet på alminnelig omsetning.
- g) andre verdipapirer eller lignende fondsaktiver som er beregnet på alminnelig omsetning, etter departementets⁸⁾ bestemmelse.

Kongen⁹⁾ kan bestemme at en eller flere av denne lovens bestemmelser skal få anvendelse på andeler i andre selskaper eller foretak enn dem som er nevnt i første ledd, bokstav b.¹⁰⁾

- 1. Endret ved lover 9 juni 1989 nr 28, 16 juni 1989 nr 53, 20 des 1993 nr 140 (i kraft 1 jan 1994 samtidig med EØS-avtalen).
- 2. Jfr lover 17 feb 1939 nr 1 § 11, 14 juni 1985 nr 62.
- 3. Jfr lov 16 juni 1939 nr 6 *"Merknader til de enkelte bestemmelser"* i kap 9.
- 4. Jfr lov 4 juni 1976 nr 59 § 1-1.
- 5. Lov 6 juli 1957 nr 5 (opphevet ved lov 21 juni 1985 nr 83 § 4-3).
- 6. Jfr lov 12 juni 1981 nr 52.
- 7. Jfr lov 4 juni 1976 nr 59 § 3-6, *"Vilkår for å yte investeringstjenester"* i kap 4 og kap *"Rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet"* i 5.
- 8. Finansdepartementet.
- 9. Finansdepartementet jfr res 20 sep 1985 nr 1706.
- 10. Jfr lov 21 juni 1985 nr 83 § 3-23.

§ 2.¹⁾ Andre definisjoner.

I denne lov forstås med

- a) verdipapirhandel – kjøp eller salg, samt markedsføring eller tegning, for egen eller fremmed regning av verdipapirer;
- b) fondsmegling – den virksomhet å opptre mot godtgjørelse som mellommann ved verdipapirhandel;

- c) fondsmeglerforetak – aksjeselskap som driver fondsmegling eller banks fondsavdeling;
 - d) Børsstyret – Børsstyret ved Oslo Børs;²⁾
 - e) opsjonshandel – verdipapirhandel som gjelder opsjoner eller indeksopsjoner;
 - f) opsjon – avtale om rett til å kjøpe eller selge et antall verdipapirer til en fastsatt kurs innen eller på et bestemt tidspunkt;
 - g) indeksopsjon – avtale hvorefter det til fastsatt tid skal skje avregning/oppgjør mellom partene på grunnlag av endringer i en angitt indeksverdi for en bestemt gruppe av verdipapirer;
 - h) termin – avtale om levering av et antall verdipapirer til en fastsatt kurs innen eller på et bestemt tidspunkt;
 - i) terminhandel – verdipapirhandel som gjelder terminer.
 - j) aktiv forvaltningsservice – den virksomhet å motta til forvaltning verdipapirer eller andre midler fra en ubestemt kundekrets for å utføre verdipapirhandel for den enkelte kundes regning;
 - k) Verdipapirkontrollen – den myndighet som av departementet er gitt i oppgave å forestå kontroll med fondsmeglerforetaks virksomhet og med overholdelsen av denne lovs bestemmelser.³⁾
- 1) Endret ved lover 9 juni 1989 nr 28, 24 juni 1994 nr 28 (i kraft 1 juli 1994 iflg vedtak 30 juni 1994 nr 533).
 - 2) Jfr lov 17 juni 1988 nr 57 § 2-6 og § 2-7.
 - 3) Jfr lov 7 des 1956 nr 1.

§ 3. Tilsyn.

Tilsyn med verdipapirhandelen og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandel forestås av departementet.¹⁾

- 1. Finansdepartementet.

§ 4.¹⁾ Enerett til fondsmegling.

Fondsmegling²⁾ kan bare drives av fondsmeglerforetak.³⁾

Bank uten fondsavdeling kan likevel medvirke som mellommann ved emisjon av obligasjoner. Kongen⁴⁾ kan tillate andre å medvirke som mellommann ved omsetning av verdipapirer som nevnt i § 1a) jf c) og d), og ved opsjonshandel⁵⁾ eller terminhandel.⁶⁾ Det kan settes vilkår for tillatelsen.

Bestemmelsene i denne paragraf er ikke til hinder for at fondsmegling drives av kredittinstitusjoner, herunder filial av slik institusjon etablert her i riket, som har hovedsete, er gitt tillatelse til å drive fondsmeglervirksomhet, og er underlagt myndighetstilsyn i annen stat som omfattes av Det europeiske økonomiske samarbeidsområdet.

Kongen⁷⁾ kan fastsette at andre foretak enn nevnt i denne bestemmelse første, annet og tredje ledd, som har hovedsete, er gitt tillatelse til å drive fondsmeglervirksomhet og er underlagt myndighetstilsyn i annen stat som omfattes av Det europeiske økonomiske samarbeidsområde, skal kunne drive fondsmegling.

Kongen⁷⁾ kan fastsette nærmere regler om i hvilken utstrekning bestemmelsene i loven skal gjelde for selskap som har sitt hovedsete i en annen stat innenfor Det europeiske økonomiske samarbeidsområde, og fastsette nærmere regler for slike selskapers virksomhet i Norge.

Bestemmelsene i denne paragraf hindrer ikke at noen leilighetsvis medvirker som mellommann ved verdipapirhandel når dette skjer i forbindelse med varetagelse av en annens øvrige økonomiske anliggender, eller når en overdragelse av

aksjer eller andeler i et selskap er ment å være overdragelse – helt eller for en vesentlig del – av selskapets eiendeler eller den næring eller virksomhet selskapet driver.

1. Endret ved lover 9 juni 1989 nr 28, 20 des 1993 nr 140 (i kraft 1 jan 1994 samtidig med EØS-avtalen), 24 juni 1994 nr 28 (i kraft 1 juli 1994 iflg vedtak 30 juni 1994 nr 533).
2. Jfr. § 2b.
3. Jfr. § 2c og § 62.
4. Finansdepartementet jfr res 20 sep 1985 nr 1706.
5. Jfr. § 2e.
6. Jfr. § 2 i.
7. Finansdepartementet iflg res 20 des 1993 nr 1163.

§ 5. *God forretningsskikk m.v.*

God forretningsskikk skal¹⁾ iakttas ved henvendelser som rettes til almenheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av verdipapir eller som ellers har til formål å fremme verdipapirhandel.²⁾

Ingen må¹⁾ benytte urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelen.³⁾
Ervervsmessig verdipapirhandel kan kun drives fra fast forretningssted.

1. Jfr. § 62.
2. Jfr. § 9.
3. Jfr lov 16 juni 1972 nr 47.

§ 5A.¹⁾ *Tilbudsplikt ved aksjeerwerb.*

Den som gjennom erwerb blir eier av børsnoterte aksjer som representerer mer enn 45 pst av stemmene i et aksjeselskap, plikter straks å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet, jf dog § 5C. Dette gjelder også aksjer med begrenset eller ingen stemmerett. Oslo Børs skal avgjøre om et tilbud kan godkjennes.

Like med erververens egne aksjer regnes aksjer som eies av

- a) vedkommendes ektefelle, mindreårige barn eller personer som vedkommende lever sammen med, eller
- b) selskap hvor vedkommende har slik innflytelse som nevnt i lov av 4 juni 1976 nr 59 om aksjeselskap § 1-2, eller
- c) noen som vedkommende handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelse med.

Børsstyret ved Oslo Børs²⁾ avgjør om det inntreffer tilbudsplikt etter dette ledd.

Hvis ervervet er avhengig av styrets godkjenning etter selskapets vedtekter, skal styret ansees å samtykke, hvis ikke saken er avgjort innen tre uker etter at melding om ervervet er mottatt av selskapet.

Et tilbud kan gjøres betinget av at tilbydereren tilsammen blir eier av aksjer med minst to tredjedeler av stemmene i selskapet.

Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbydereren har betalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte, eller i tilbudsperioden dersom dette er høyere. I de siste tilfelle anses nytt tilbud som fremsatt.

Oppgjør i henhold til tilbudet skal skje i penger. Det kan likevel avtales annet oppgjør. Oppgjøret skal garanteres av bank eller forsikringsselskap etter nærmere regler fastsatt av Oslo Børs.

Tilbudet skal angi en frist for aksjeeiere til å akseptere tilbudet (tilbudsperioden). Fristen kan ikke settes kortere enn tre uker og ikke lenger enn seks uker. Fristen regnes fra det tidspunkt Oslo Børs har godkjent tilbudet.

Før tilbudsperiodens utløp kan tilbyderen fremsette nytt tilbud, dersom tilbudet blir godkjent av Oslo Børs. Selskapets aksjeeiere har rett til å velge mellom tilbudene. Fremsettes nytt tilbud forlenges tilbudsperioden med en uke.

1. Tilføyd ved lov 16 juni 1989 nr 51.
2. Jfr lov 17 juni 1988 nr 57 § 2-7.

§ 5B.¹⁾ Forskrifter og unntak.

Kongen²⁾ kan i forskrift fastsette nærmere regler for tilbudsplikt etter § 5A. I slik forskrift kan det bestemmes at reglene også skal gjelde ved erverv av aksjer i grupper av aksjeselskaper hvor aksjene ikke er børsnoterte. En forskrift kan også omfatte unntak for erverv av aksjer ved arv, skifte, gave, eller ved vederlag ved fusjon eller ved inndrivelse av krav mot en skyldner.

Bestemmelsene i § 5A gjelder ikke for Statens Banksikringsfond³⁾ eller Statens Bankinvesteringsfond,⁴⁾ eller for finansinstitusjon som har overtatt aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement.

1. Tilføyd ved lov 16 juni 1989 nr 51, endret ved lov 8 jan 1993 nr 1 (i kraft 15 mars 1993 iflg vedtak 15 mars 1993).
2. Finansdepartementet iflg res 16 juni 1989 nr 384.
3. Lov 15 mars 1991 nr 2.
4. Lov 29 nov 1991 nr 78.

§ 5C.¹⁾ Sanksjoner.

Aksjeeiere som har plikt til å fremsette tilbud etter § 5A første ledd, uten å gjøre dette, skal innen fire uker avhende aksjer slik at tilbudsplikten faller bort. Fristen regnes fra det tidspunkt aksjene ble ervervet. Overskrides fristen, kan Oslo Børs etter kunngjøring med fire ukers frist i Norsk lysingsblad la aksjer selge ved offentlig auksjon slik at tilbudsplikten faller bort.

Aksjeeiere som forsømmer sin tilbudsplikt etter § 5A første ledd kan, så lenge tilbudsplikten foreligger, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, med mindre et flertall av alle øvrige aksjonærer samtykker i det.

Børsen kan kreve opplysninger fra fondsmeglerforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt.

Aksjeeier som forsømmer sin tilbudsplikt kan ilegges en daglig mulkt som påløper inntil avhendelsesplikten etter første ledd er oppfylt. Oslo Børs kan pålegge foretak eller en person som ikke oppfyller opplysningsplikten etter tredje ledd, en daglig løpende mulkt inntil opplysningsplikten er oppfylt. Oslo Børs fastsetter mulktens størrelse. Påløpt mulkt forfaller til betaling ved påkrav og er tvangsgrunnlag for utlegg.²⁾ Mulkten tilfaller statskassen.

1. Tilføyd ved lov 16 juni 1989 nr 51, endret ved lov 11 juni 1993 nr 83 (i kraft 1 aug 1993 iflg res 23 juli 1993 nr 764).
2. Jfr tvangsl "[Tilsyn, sanksjoner mv.](#)" i kap 7.

§ 6.¹⁾ Misbruk av presise og fortrolige opplysninger

Kjøp eller salg av verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning må²⁾ ikke foretas av noen som har presise og fortrolige opplysninger om verdipapirene, utste-

deren av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig. Styremedlem, medlem av kontrollkomite, revisor eller ledende ansatt hos utsteder av verdipapirer kan ikke kjøpe eller selge verdipapirer som foretaket har utstedt uten først å ha undersøkt om det foreligger opplysninger som nevnt i første punktum om foretaket. Kjøpet eller salget skal på forhånd klareres av foretakets øverste administrative leder. Foretakets øverste administrative leder skal for eget vedkommende innhente klarering fra sin foresatte (styreleder). Kongen³⁾ kan gi nærmere regler om framgangsmåten ved klarering.

Dersom kjøp eller salg som nevnt i første ledd annet punktum forsettlig ikke på forhånd er klarert som angitt i første ledd tredje eller fjerde punktum, og det ikke på annen måte er sannsynliggjort at vedkommende ikke hadde opplysninger som nevnt, skal det legges til grunn at vedkommende hadde opplysninger om utsteder som nevnt i første ledd første punktum.

Første ledd gjelder ikke kjøp eller salg som utsteder eller innehaver av opsjon eller termin foretar i samsvar med og ved utløpet av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt. For handel med opsjoner og terminer gjelder første ledd annet punktum tilsvarende for den som har tilknytning som angitt til det foretak som har utstedt verdipapirene avtalen gjelder.

1. Endret ved lover 9 juni 1989 nr 28, 8 nov 1991 nr 75 (iflg vedtak 10 feb 1992 nr 84 i kraft 10 feb 1992 for første ledd første punktum og tredje ledd første punktum, resten av paragrafen i kraft 1 mars 1993 iflg vedtak 23 des 1992 nr 1196), 5 juni 1992 nr 51.
2. Jfr. § 49 og § 62.
3. Finansdepartementet iflg res 8 nov 1991 nr 725.

§ 6a.¹⁾ Taushetsplikt, forbud mot rådgivning.

Styremedlem, medlem av kontrollkomite, revisor eller ledende ansatt hos utsteder av verdipapirer som er gjenstand for organisert omsetning må ikke gi presise og fortrolige opplysninger til uvedkommende om verdipapirene eller utstederen av disse som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig.

Tilsvarende regel skal gjelde for den som på grunn av sin eierandel i utstederforetaket eller på grunn av arbeid eller oppdrag for utsteder har kjennskap til presise og fortrolige opplysninger om verdipapirene eller utstederen av disse.

Personer som nevnt i første og annet ledd, og som har opplysninger som nevnt, må ikke gi råd om handel med de verdipapirer opplysningene vedrører.

1. Tilføyd ved lov 8 nov 1991 nr 75, endret ved lov 20 des 1993 nr 140 (i kraft 1 jan 1994 samtidig med EØS-avtalen).

§ 6b.¹⁾ Forbud mot handel i visse perioder.

Styremedlem, medlem av kontrollkomite, revisor eller ledende ansatt hos utsteder av verdipapirer må ikke kjøpe eller selge verdipapirer som er utstedt av denne utstederen og som er gjenstand for organisert omsetning, i tidsrommet to måneder før offentliggjøring av styrets forslag til utstедers årsoppgjør, eller to måneder før foreløpig årsoppgjør dersom dette offentliggjøres tidligere, og en måned før offentliggjøring av utstедers delårsrapport. Tilsvarende gjelder for opsjoner og terminer til slike verdipapirer. Børsstyret kan i særlige tilfelle tillate kjøp eller salg i de nevnte tidsrom.

Forbudet i første ledd gjelder ikke salg av tegningsretter i forbindelse med kapitalforhøyelse, eller kjøp eller salg som utsteder eller innehaver av opsjon eller ter-

min foretar i samsvar med og ved utløpet av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt.

1. Tilføyd ved lov 8 nov 1991 nr 75.

§ 7. Opplysningsplikt for foretak.

Et foretak med børsnoterte verdipapirer skal¹⁾ straks offentliggjøre forslag eller beslutning vedtatt av dets styre, bedriftsforsamling eller representantskap om utbytte, forhøyelse eller nedsettelse av aksjekapitalen, eller opptak av lån med rett for långiveren til å kreve gjeldsbrevene ombyttet med aksjer i selskapet.²⁾ Det samme gjelder tilbud om kjøp av selskapets aksjer eller om bytte av aksjene med aksjer i et annet selskap, og tilsvarende tilbud om kjøp av selskapets eiendeler og virksomhet eller en vesentlig del derav. Forøvrig skal foretaket i samsvar med det god forretningsskikk krever, uten ugrunnet opphold offentliggjøre opplysninger om slike forhold vedrørende foretakets virksomhet som kan antas å få vesentlig betydning for kursen på verdipapirene.

Meldinger som selskapet sender til aksjonærene, skal i alle tilfelle offentliggjøres senest samtidig med utsendelsen.

1. Jfr. § 62.
2. Jfr lov 4 juni 1976 nr 59 "[Vilkår for å yte investeringstjenester](#)" i kap 4, 5 og 6, § 12-6.

§ 8.¹⁾ Meldepliktig verdipapirhandel.

Et selskap med børsnoterte verdipapirer skal²⁾ regelmessig sende børsstyret³⁾ og Verdipapirkontrollen⁴⁾ utdrag av den protokoll som er nevnt i lov av 4 juni 1976 nr 59 om aksjeselskaper § 8-6 første ledd siste punktum. Utdraget skal gi oversikt over den verdipapirhandel som angår hver enkelt av de personer som har plikt til å gi selskapet melding om salg og erverv av aksjer og andre verdipapirer i selskapet.

Kongen⁵⁾ kan ved forskrift eller i det enkelte tilfelle pålegge foretak eller institusjon med ansatte som i stilling får kunnskap om forhold som omfattes av foretaks opplysningsplikt etter § 7 før de offentliggjøres, regelmessig å gi Børskomiteen⁶⁾ og Verdipapirkontrollen⁴⁾ oversikt over den verdipapirhandel som angår hver enkelt av slike ansatte, samt dennes ektefelle, mindreårige barn og selskap hvori den ansatte, ektefellen og mindreårige barn har slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper⁷⁾ § 1-2. Kongen⁵⁾ fastsetter hvilke ansatte og hvilke verdipapirer meldeplikten omfatter, og kan pålegge slike ansatte å gi foretaket eller institusjonen omgående melding om verdipapirhandel som nevnt.

Kongen⁴⁾ kan gi forskrifter om foretaks, institusjoners og ansattes meldeplikt etter denne paragraf. Kongen⁵⁾ kan bestemme at visse foretak skal være unntatt fra regelen i første ledd.

1. Endret ved lov 17 juni 1988 nr 57.
2. Jfr. § 62.
3. Jfr lov 17 juni 1988 nr 57 § 2-7.
4. Jfr. § 2 k, jfr. § 34 flg.
5. Finansdepartementet jfr res 20 sep 1985 nr 1706.
6. Jfr. § 2d med note.
7. Lov 4 juni 1976 nr 59.

§ 8A.¹⁾ Fører et aksjeerverv til at erververens andel av aksjer når opp til eller passerer 10, 25, 50 eller 75 prosent av aksjekapitalen, eller av aksjer som represen-

terer en tilsvarende andel av stemmene, i et selskap hvis aksjer noteres på børs, skal erververen straks melde ervervet til selskapet og til børsen. Tilsvarende meldeplikt har den som ved avhendelse endrer sin andel av aksjekapitalen eller stemmene slik at andelen reduseres til eller passerer prosentsatser som nevnt i første punktum. Like med erververens eller avhenderens egne aksjer, regnes aksjer som eies, eller i tilfelle erverves eller avhendes av

- a) vedkommendes ektefelle, mindreårige barn eller en person som vedkommende lever sammen med,
- b) selskap hvor vedkommende har slik innflytelse som nevnt i aksjelovens § 1-2, eller
- c) noen som vedkommende handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelse med.

Kongen²⁾ kan fastsette nærmere regler for plikt til å melde erverv og avhendelse av rettigheter til aksjer.

1. Tilføyd ved lov 4 des 1992 nr 123 (i kraft samtidig med EØS-avtalen 1 jan 1994), endret ved lov 24 juni 1994 nr 28 (i kraft 1 juli 1994 iflg vedtak 30 juni 1994 nr 533). – Jfr. EØS-avtalen vedlegg IX punkt
a) (Rdir 88/627/EØF).
2. Finansdepartementet iflg res 4 des 1992 nr 882.

"Bakgrunnen for lovreformen" i Kap. 2. Om emisjoner.

§ 9.¹⁾ Emisjonskontroll

Børsstyret²⁾ fører kontroll med enhver innbydelse til tegning eller tilsvarende erverv av verdipapirer³⁾ når innbydelsen er rettet til flere enn 50 personer og emisjonen gjelder et beløp større enn 5 millioner kroner. Børsstyret skal også føre kontroll med enhver innbydelse til tegning der verdipapirene søkes børsnotert i Norge når innbydelsen er rettet til flere enn 50 personer og emisjonen gjelder et beløp større enn 300.000 kroner. Tegner flere i fellesskap, anses hver enkelt som tegner. Tilsvarende kontroll kan foretas selv om innbydelsen er rettet til færre enn 50 personer, dersom det skal utarbeides tegningsinnbydelse i henhold til lov eller bestemmelse gitt i medhold av lov.

Senest en uke før det innbys til tegning skal⁴⁾ alt tegningsmateriale innsendes til børsstyret for kontroll. Tegning av aksjer kan ikke skje før tidligst 4 virkedager etter at tegningsinnbydelsen er kunngjort i en avis som er alminnelig lest på stedet. Innbys det til tegning i andre blad, ved oppslag eller sirkulære eller lignende, skal en slik innbydelse inneholde opplysning om at den er ufullstendig og at fullstendig tegningsmateriale kan fås hos emittenten eller det foretak emittenten nærmere angir. Tegningsinnbydelsen skal kunngjøres i Norsk lysingsblad senest innen utløpet av den perioden tegning kan finne sted.

Finner børsstyret at tegningsmaterialet inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger eller det for øvrig ville være ulovlig å gjennomføre emisjonen, herunder på grunn av forhold som inntreffer etter at det ble innbudt til tegning, kan børsstyret nedlegge forbud mot at emisjonen gjennomføres. Børsstyret skal så snart som mulig meddele emittenten resultatet av kontrollen. Foretaksregisteret skal straks underrettes om at emisjonen ikke kan registreres.

Børsstyret kan meddele emittenten at det ikke har innvendinger mot det innsendte tegningsmateriale. Meddelelsen innebærer ingen godkjenning av emisjonen, og er ikke til hinder for at børsstyret senere nedlegger forbud etter tredje ledd.

Kongen⁵⁾ kan gi forskrifter om:

- a) når tegning og tilsvarende erverv av verdipapirer bare kan finne sted etter forutgående tegningsinnbydelse, hvilke opplysninger tegningsinnbydelser skal inneholde om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne verdipapirer, samt hvordan tegningsinnbydelser skal utformes og offentliggjøres;
- b) plikt til å utforme prospekt ved emisjoner som omfattes av børsstyrets kontroll og emisjon som gjelder et beløp større enn 300.000 kroner, herunder utformingen og innholdet av slike prospekter og lignende tegningsmateriale;
- c) at dokumenter vedrørende emisjonen eller foretaket og dets tidligere virksomhet som inneholder opplysninger som nevnt under a) og som ikke er gjengitt i sin helhet i tegningsinnbydelsen, skal holdes tilgjengelig for eller utleveres til tegnerne og andre, og hvordan dette skal gjøres;
- d) hvilke opplysninger om emisjonen eller om foretaket og dets tidligere virksomhet som skal sendes børsstyret sammen med tegningsinnbydelsen;
- e) hvilke tilfelle som skal regnes som tilsvarende erverv i henhold til første ledd, jf dette ledds bokstav a;
- f) at børsen kan kreve gebyr av emittenten til dekning av utgiftene ved emisjonskontrollen;
- g) fastsettelsen av overtredelsesgebyr ved brudd på regler gitt i eller i medhold av dette kapittel;
- h) andre bestemmelser for å sikre gjennomføringen av kontrollen med emisjoner i samsvar med reglene i dette kapittel.

Børsstyret kan i særlige tilfelle herunder når tegneren på annen måte har fått tilstrekkelig informasjon dispensere fra bestemmelsene i denne paragraf og bestemmelser gitt i medhold av disse.

Børsen plikter å oppbevare tegningsmateriale i 10 år.

Tegner og emittent kan påklage børsstyrets vedtak til børsklagenemnden.⁶⁾

- 1. Endret ved lover 17 juni 1988 nr 57, 8 nov 1991 nr 75, 20 des 1993 nr 140 (i kraft 1 jan 1994 samtidig med EØS-avtalen), 24 juni 1994 nr 28 (i kraft 1 juli 1994 iflg vedtak 30 juni 1994 nr 533).
- 2. Jfr lov 17 juni 1988 nr 57 § 2-7.
- 3. Jfr. § 1.
- 4. Jfr. § 62.
- 5. Finansdepartementet iflg res 8 nov 1991 nr 725.
- 6. Jfr lov 17 juni 1988 nr 57 § 6-4.

§ 10.¹⁾ Ugyldig tegning.

En tegning av verdipapirer er ikke bindende dersom tegningsmaterialet som nevnt i § 9 inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å tegne verdipapirer. Hver av partene kan forelegge spørsmålet for børsstyret til avgjørelse.

Innsigelse om at en tegning ikke er bindende kan ikke fremsettes etter utløpet av den frist som er satt i lov om aksjeselskaper²⁾ § 2-5 siste ledd. Blir slik innsigelse fremsatt, skal innbyderne eller selskapet straks underrette børsstyret.³⁾

- 1. Endret ved lover 17 juni 1988 nr 57, 8 nov 1991 nr 75, 24 juni 1994 nr 28 (i kraft 1 juli 1994 iflg vedtak 30 juni 1994 nr 533).
- 2. Lov 4 juni 1976 nr 59.
- 3. Jfr lov 17 juni 1988 nr 57 § 2-7.

§ 11.¹⁾ Forhøyelse av aksjekapital ved nytegning.

Dersom et selskaps aksjonærer har fortrinnsrett til å tegne verdipapirer ved forhøyelse av aksjekapitalen eller opptak av lån på vilkår som gir långiveren rett til å kreve utstedt aksjer i selskapet,²⁾ og det må antas at tegningsretten vil få betydelig verdi, kan børsstyret³⁾ pålegge selskapets styre å treffe vedtak som nevnt i lov om aksjeselskaper⁴⁾ § 4-2 første ledd siste punktum, eller å gjennomføre en tilsvarende ordning til fordel for de aksjonærer som ikke utnytter sin fortrinnsrett.⁵⁾ Børsstyret skal ta hensyn til om dette vil påføre selskapet uforholdsmessig ulempe eller utgift eller vanskeliggjøre gjennomføringen av emisjonen.

1. Endret ved lov 17 juni 1988 nr 57.
2. Jfr lov 4 juni 1976 nr 59 § 4-2 og § 5-1 tredje ledd.
3. Jfr lov 17 juni 1988 nr 57 § 2-7.
4. Lov 4 juni 1976 nr 59.
5. Jfr. § 62.

"Bakgrunnen for lovreformen" i Kap 2a. ¹⁾ Opsjoner til verdipapirer, terminer.

1. Tilføyd ved lov 9 juni 1989 nr 28.

§ 11a.¹⁾ Handel med opsjoner.

Kongen²⁾ fastsetter hvilke opsjoner eller indeksopsjoner som til enhver tid vil være gjenstand for omsetning.

Offentlig kursnotering av handel med opsjoner skal ikke kunne forestås av andre enn norsk børs, jf lov av 17 juni 1988 nr 57. Børs skal organisere systemene for handel med opsjoner, herunder registrere og fordele ordre. For kursnoteringen gjelder børslovens regler tilsvarende, så lenge ikke annet følger av denne lov. Alle kontrakter med opsjoner skal skje under medvirkning av institusjon som enten er part i alle transaksjoner eller gir garanti for oppfyllelse av inngåtte kontrakter. Slik institusjon (opsjonssentral) skal godkjennes av Kongen.²⁾

Kongen²⁾ kan gi nærmere regler om opsjonshandel og for virksomhet i forbindelse med handel med opsjoner. Reglene kan fravike bestemmelsene i *"Bakgrunnen for lovreformen"* i kapitlene 2, 3 og 4.

1. Tilføyd ved lov 9 juni 1989 nr 28.
2. Finansdepartementet iflg res 9 juni 1989 nr 376.

§ 11b.¹⁾ Handel med terminer.

Kongen²⁾ kan gi nærmere regler om terminhandel, herunder fastsette i hvilken utstrekning det kan foregå terminhandel og hvordan terminhandel og virksomhet i forbindelse med terminhandel skal organiseres.

1. Tilføyd ved lov 9 juni 1989 nr 28.
2. Finansdepartementet iflg res 9 juni 1989 nr 376.

"Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet" i Kap. 3. Om fondsmegling.***I. Fondsmeglerbevilling m.v.*****§ 12. Fondsmeglerbrev.**

Fondsmeglerbrev utstedes av departementet¹⁾ til personer som har fondsmeglerekamen og minst tre års praktisk utdanning i verdipapirhandel²⁾ – derav minst to år i fondsmeglerforetak³⁾ – dersom vedkommende er økonomisk vederheftig, har ført

en hederligandel og under sitt virke i verdipapirhandelen har iaktatt god megler-skikk (§ 18).

Departementet¹⁾ gir nærmere forskrifter om fondsmeglereksamen.

1. Finansdepartementet.
2. Jfr. § 2a.
3. Jfr. § 2c.

§ 13. Personlig fondsmeglerbevilling.

Fondsmeglerbevilling meddeles person som fyller vilkårene i § 12.

§ 14. Aksjeselskap.

Fondsmegling kan bare drives av aksjeselskap som

- a) har fullt innbetalt aksjekapital og er økonomisk vederheftig;
- b) har en faglig leder med personlig fondsmeglerbevilling (§ 13).

Fondsmeglerforetak kan ikke uten Kongens¹⁾ tillatelse opprette filial eller datterselskap i utlandet.

Andre enn norske statsborgere kan eie aksjer for til sammen opptil 10 pst av aksjekapitalen. Kongen²⁾ kan samtykke i at eierandelen økes til 25 pst.

Like med norske statsborgere etter dette og foregående ledd regnes staten, institusjoner og fond som styres av staten, norske kommuner, norske banker, korporasjoner og stiftelser som har helt norsk styre med sete i Norge og har allmennyttige formål, samt aksjeselskaper og andre selskaper med begrenset ansvar, som har helt norsk styre med sete i Norge når minst to tredeler av deres grunnkapital tilhører staten, norske kommuner eller norske statsborgere.

1. Finansdepartementet iflg res 20 sep 1985 nr 1706.
2. Finansdepartementet iflg res 7 sep 1990 nr 732.

§ 15. Banks fondsavdeling.

Fondsmegling kan drives av banks fondsavdeling dersom avdelingen har en faglig leder med personlig fondsmeglerbevilling (§ 13), og avdelingen og dens forretninger holdes adskilt fra bankens øvrige virksomhet etter departementets godkjennelse. Kongen kan ved forskrift eller i det enkelte tilfelle treffe vedtak om at fondsmegler-virksomhet skal organiseres i eget selskap.

§ 16. Avdelingskontor m.v.

Fondsmeglerforetak skal etter søknad meddeles tillatelse til å opprette avdelingskontor som driver fondsmegling dersom kontoret har en faglig leder med personlig fondsmeglerbevilling (§ 13), og det stilles særskilt sikkerhet for kontorets virksomhet. § 15 gjelder tilsvarende.

Prokura¹⁾ eller tilsvarende fullmakt til å drive fondsmegling kan bare meddeles personer med personlig fondsmeglerbevilling (§ 13). Departementet kan i særlige tilfelle fravike kravet i foregående punktum.

1. Jfr lov 21 juni 1985 nr 80.

§ 17. Fondsmeglertittelen.

Ingen må¹⁾ nytte tittelen fondsmegler med mindre han enten

- a) har fondsmeglerbevilling, eller

b) har fondsmeglereksamen og er ansatt i fondsmeglerforetak.

1) Jfr. § 62.

II. Om fondsmeglerforetaks virksomhet m.m.

§ 18. God meglerskikk.

Et fondsmeglerforetak skal¹⁾ utøve sin virksomhet i samsvar med god meglerskikk. Foretaket må ikke¹⁾ opptre på en måte som er egnet til å skape tvil om dets stilling som uavhengig mellomledd. Dette gjelder tilsvarende for foretakets tjeneste- og til-litsmenn og for personer og foretak som har slik innflytelse i fondsmeglerforetaket som nevnt i lov om aksjeselskaper²⁾ § 1-2.

1. Jfr. § 62.

2. Lov 4 juni 1976 nr 59.

§ 19. Opplysningsplikt i fondsmegling.

Før fondsmeglerforetaket påtar seg oppdrag eller utfører verdipapirhandel i tilfelle hvor foretakets egne interesser eller andre særlige grunner er egnet til å skape tvil om foretakets upartiskhet, skal¹⁾ oppdragsgiveren eller andre interesserte parter gis de nødvendige opplysninger om forholdet.

1. Jfr. § 62.

§ 20.¹⁾ Fondsmeglerforetakets verdipapirhandel for egen regning m.m.

Et fondsmeglerforetak kan med den begrensning som følger av § 18 og forskrifter gitt av Kongen²⁾ etter annet ledd, kjøpe, selge eller tegne verdipapirer for egen regning, når dette skjer som ledd i fondsmeglervirksomheten og for å lette denne.³⁾

Kongen²⁾ kan fastsette forskrifter for den samlede anskaffelsesverdi av den beholdning av verdipapirer et fondsmeglerforetak til enhver tid kan ha. Kongen kan videre fastsette forskrifter om fondsmeglerforetakets plikt til å gi Verdipapirkontrollen⁴⁾ opplysninger vedrørende verdipapirhandel som omhandles i denne paragraf.

Avtaler om kjøp, salg eller tegning av verdipapirer for egen regning skal fondsmeglerforetaket slutte gjennom eget foretak og med annet fondsmeglerforetak som motpart. Kongen²⁾ kan ved forskrift gjøre unntak fra bestemmelsen foran. Ved kjøp av verdipapirer skal kjøpesummen betales kontant.

Regelen i tredje ledd gjelder tilsvarende for kjøp, salg eller tegning av verdipapirer som foretas på vegne av selskaper innen samme konsern som fondsmeglerforetaket, jfr lov om aksjeselskaper⁵⁾ § 1-2 eller på vegne av person som har slik innflytelse i fondsmeglerforetak som nevnt i lov om aksjeselskaper 4) § 1-2.

1. Endret ved lov 17 juni 1988 nr 57.

2. Finansdepartementet jfr res 20 sep 1985 nr 1706.

3. Jfr. § 50 jfr. § 51.

4. Jfr. § 2 k.

5. Lov 4 juni 1976 nr 59.

§ 21. Bankers verdipapirhandel.

Bank som har fondsavdeling, skal¹⁾ utføre verdipapirhandel for bankens regning gjennom egen fondsavdeling og med annet meglerforetak som motpart enn foretak hvor banken har slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper²⁾ § 1-2. § 20 annet ledd annet punktum og tredje ledd annet punktum gjelder tilsvarende.³⁾

1. Jfr. § 62.
2. Lov 4 juni 1976 nr 59.
3. Jfr. § 50 jfr. § 51.

§ 22. Ansattes verdipapirhandel.

En fondsmegler kan ikke¹⁾ erverve verdipapirer for egen regning annet enn for langsiktig plassering av egne midler.²⁾ Verdipapirer som er ervervet for langsiktig plassering kan omsettes tidligst to år etter anskaffelsen. Departementet³⁾ kan likevel tillate salg før dette, når særlige grunner taler for det. Kjøp, salg eller tegning for egen regning skal skje gjennom fondsmeglerforetak hvor vedkommende er ansatt og med annet fondsmeglerforetak som motpart.

Reglene i første ledd gjelder tilsvarende for ansatte i fondsmeglerforetak som ikke er fondsmeglere dersom de normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets verdipapirforretninger.

Reglene i denne paragrafs første og annet ledd gjelder tilsvarende for kjøp, salg eller tegning som fondsmegler eller person som nevnt i annet ledd, foretar for regning av sin ektefelle, mindreårige barn eller selskap hvor han, hans ektefelle eller mindreårige barn har slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper⁴⁾ § 1-2.

Bestemmelsen i § 20 annet ledd annet punktum, får tilsvarende anvendelse på verdipapirhandel som omhandles i denne paragraf.

1. Jfr. § 62.
2. Jfr. § 50 jfr. § 51.
3. Finansdepartementet.
4. Lov 4 juni 1976 nr 59.

§ 23. Fondsmeglerforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet m.m.

Et fondsmeglerforetak kan ikke¹⁾ drive annen næringsvirksomhet uten at dette har rimelig sammenheng med utøvelsen av fondsmeglervirksomheten. Kongen²⁾ kan ved forskrift eller i det enkelte tilfelle treffe vedtak om organiseringen av den delen av fondsmeglerforetakets virksomhet som ikke er fondsmegling, og kan herunder bestemme at slik virksomhet skal organiseres i eget selskap.

Et fondsmeglerforetak kan bare delta som ansvarlig deltaker³⁾ eller medeier i driften av annen næringsvirksomhet eller ha slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper⁴⁾ § 1-2 i et annet selskap i den utstrekning dette ikke svekker fondsmeglerforetakets uavhengige stilling.

1. Jfr. § 62.
2. Finansdepartementet jfr res 20 sep 1985 nr 1706.
3. Jfr lov 21 juni 1983 nr 83 § 2-4.
4. Lov 4 juni 1976 nr 59.

§ 24.¹⁾ Fondsmeglers adgang til å drive næringsvirksomhet m.m.

En fondsmegler må ikke²⁾ være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap i foretak med børsnoterte verdipapirer eller forvaltningsselskap for et verdipapirfond.³⁾ Han må heller ikke ha slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper⁴⁾ § 1-2 i slikt selskap. En fondsmegler kan bare drive eller delta som ansvarlig deltaker⁵⁾ eller ansvarlig medeier i driften av annen næringsvirksomhet eller ha slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper § 1-2 i selskap i den utstrekning dette ikke svekker hans uavhengige stilling.

Kongen⁶⁾ kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra bestemmelsen i første ledd første punktum.

Denne paragraf gjelder tilsvarende for ansatte i fondsmeglerforetak som normalt har innsyn i eller tilknytning til foretakets verdipapirforretninger og for styremedlem i fondsmeglerforetaket som har slik innflytelse som nevnt i lov om aksjeselskaper § 1-2.

1. Endret ved lov 20 des 1993 nr 140 (i kraft 1 jan 1994 samtidig med EØS-avtalen).
2. Jfr. § 62.
3. Jfr lov 12 juni 1981 nr 52 *"Bakgrunnen for lovreformen"* i kap 2.
4. Lov 4 juni 1976 nr 59.
5. Jfr lov 21 juni 1985 nr 83 § 2-4.
6. Finansdepartementet jfr res 20 sep 1985 nr 1706.

§ 25. Kredittgivning m.m.

Fondsmeglerforetak må ikke¹⁾ yte lån, kreditt eller stille garanti for lån til innkjøp av verdipapirer og heller ikke medvirke til at lån eller garanti for lån blir ytet av andre. Dersom fondsmeglerforetak mottar midler fra kunder, må 1) disse holdes adskilt fra foretakets egne midler.

Fondsmeglerforetak kan stille garanti for et begrenset beløp ved emisjon av verdipapirer.

Kongen²⁾ kan fastsette forskrifter om fondsmeglerforetakets virksomhet etter denne paragraf. Kongen kan også gi forskrifter om salg av verdipapirer som et fondsmeglerforetak har ervervet etter garantistillelse etter foregående ledd.

1. Jfr. § 62.
2. Finansdepartementet jfr res 20 sep 1985 nr 1706.

§ 26. Regnskapsplikt m.m.

Fondsmeglerforetak plikter¹⁾ å føre journaler over mottatte og utførte oppdrag og andre bøker som gir full oversikt over dets forretningsførsel,²⁾ etter forskrifter fastsatt av departementet.³⁾

Utførte oppdrag skal¹⁾ bekreftes ved sluttseddel. Departementet³⁾ kan kreve kopier og forøvrig gi regler om bruken av sluttsedler. Sluttseddelformularets innhold og form skal være godkjent av departementet.³⁾

1. Jfr. § 62.
2. Jfr lov 13 mai 1977 nr 35.
3. Finansdepartementet.

§ 27. Suspenderte verdipapirer m.m.

Et fondsmeglerforetak kan ikke¹⁾ formidle omsetning av et verdipapir som er suspendert fra notering på børsen.

Kongen²⁾ kan fastsette forskrifter om fondsmeglerforetakets plikt til å gi børsen opplysninger om dets omsetning utenfor børs av børsnoterte verdipapirer.

1. Jfr. § 62.
2. Finansdepartementet jfr res 20 sep 1985 nr 1706.

§ 28. Kurtasje m.m.

Dersom hensynet til omsetningen av verdipapirer tilsier det, kan Kongen gi forskrifter om fastsettelse av vederlag (kurtasje) ved kjøp og salg av mindre verdipapirposter.

For provisjon ved tegning av verdipapirer gjelder første ledd tilsvarende.

Andre enn fondsmeglerforetak må ikke¹⁾ få andel i kurtasjen. Fondsmeglerforetak og banker kan få andel av provisjon.

1. Jfr. § 62.

§ 29. Taushetsplikt i fondsmeglervirksomhet.

Ansatte, tillitsmenn og andre personer med bestemmende innflytelse i fondsmeglerforetak har taushetsplikt¹⁾ om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold med mindre noe annet er særskilt bestemt i lov eller forskrifter gitt med hjemmel i lov. For banks fondsavdeling gjelder dette også i forhold til bankens øvrige avdelinger.

1. Jfr. § 62.

III. Sikkerhetsstillelse**§ 30.¹⁾ Fondsmeglerforetaks plikt til å stille sikkerhet.**

Fondsmeglerforetak og foretak som driver virksomhet i forbindelse med opsjonshandel eller terminhandel skal stille sikkerhet som hefter for det ansvar det pådrar seg ved utøvelsen av sin virksomhet.²⁾ Departementet³⁾ fastsetter nærmere forskrifter om sikkerhetsstillelse. Fondsmegling må ikke utøves uten at slik sikkerhet er stillet.

Sikkerheten opphører å hefte når ett år er gått fra den dag Verdipapirkontrollen⁴⁾ har mottatt melding fra foretaket om at det opphører med virksomheten eller fra den dag dets fondsmeglerbevilling er trådt ut av kraft såfremt det ikke innen denne tid er anmeldt noe krav, men ellers først når de anmeldte krav er dekket eller av annen grunn bortfalt. Når ett-årsfristen er utløpet, gjelder sikkerheten bare det beløp som trenges for å dekke de anmeldte krav.

1. Endret ved lov 9 juni 1989 nr 28.

2. Jfr. § 46 og § 47.

3. Finansdepartementet.

4. Jfr. § 2 k.

§ 31.¹⁾ Rett til dekning av sikkerheten.

Når et krav og dets forfall til betaling er fastslått på bindende måte overfor foretaket kan det kreves dekket av sikkerheten. Begjæring om dekning fremsettes skriftlig overfor Verdipapirkontrollen²⁾ og den må vise at vilkårene for å søke dekning foreligger.

Foretaket skal snarest mulig gis skriftlig varsel om begjæringen og oppfordres til innen tre uker å godtgjøre at det har dekket kravet eller at dette på annen måte er bortfalt.

Hvis foretaket ikke har etterkommet oppfordringen innen fristens utløp, skal Verdipapirkontrollen²⁾ stille sikkerheten til rådighet for skifteretten på det sted hvor foretaket har hatt sitt forretningskontor.

1. Endret ved lov 9 juni 1989 nr 28.

2. Jfr. § 2 k.

§ 32.¹⁾ Anmeldelse av krav til skifteretten.

Når sikkerheten er stillet til rådighet for skifteretten, skal retten straks oppfordre enhver som vil kreve dekning av sikkerheten, til innen to måneder å anmelde og godtgjøre sitt krav. Oppfordringen kunngjøres i Norsk lysingsblad og i minst en avis som er alminnelig lest på stedet, ved oppslag på rettsstedet og på børsen og forøvrig på den måte retten bestemmer.

Krav som ikke er meldt innen fristens utløp, kan ikke kreves dekket av sikkerheten.

Når fristen er ute, skal de innkomne krav i 14 dager ligge til ettersyn i skifteretten for de fordringshavere som har foretatt anmeldelse og for foretaket og eventuelt dets bo. Skifteretten skal gi disse anledning til under et møte å fremkomme med sine innsigelser. Utleggelsen og innkallelsen til møtet kunngjøres sammen med den oppfordring som er nevnt i første ledd.

1. Endret ved lov 9 juni 1989 nr 28.

§ 33. Utbetaling og utlodning.

Skifteretten anvender det som trengs av sikkerheten til dekning av de krav som ikke er bestridt eller som er avgjort ved endelig dom. Den avsetter midler til dekning av krav som er bestridt eller ikke forfalt.

Twist om et anmeldt krav eller om retten til dekning av sikkerheten, avgjøres av skifteretten ved kjennelse. Kjennelsen er gjenstand for anke. Bestemmelsene i lov av 8 juni 1984 nr 58 om gjeldsforhandling og konkurs (konkursloven) § 154 får tilsvarende anvendelse.

Er sikkerheten ikke tilstrekkelig til å dekke alle krav, utloddes midlene forholdsmessig etter at fradrag er gjort for det beløp som trengs til dekning av omkostningene ved behandlingen.

IV. Om kontroll med verdipapirhandelen**§ 34.¹⁾ Verdipapirkontrollen.**

Kontroll med fondsmeglerforetaks virksomhet og med foretak som driver virksomhet i forbindelse med opsjonshandel eller terminhandel, samt med overholdelse av denne lovs bestemmelser, skal føres av Verdipapirkontrollen.²⁾ Departementet³⁾ bestemmer i hvilken utstrekning og på hvilken måte kontrollen til enhver tid skal gjennomføres.

Dersom børsstyret⁴⁾ har grunn til å anta at det i verdipapirhandelen er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptrådt i strid med god forretningsskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelsene i denne lov, skal dette meddeles Verdipapirkontrollen.²⁾

Verdipapirkontrollen²⁾ kan gi foretak som nevnt i første ledd pålegg om å rette på forholdene dersom foretaket har handlet i strid med lov eller forskrifter gitt med hjemmel i lov.

1. Endret ved lover 17 juni 1988 nr 57, 9 juni 1989 nr 28, 24 juni 1994 nr 28 (i kraft 1 juli 1994 iflg vedtak 30 juni 1994 nr 533).

2. Jfr. § 2 k.

3. Finansdepartementet.

4. Jfr. § 2d.

§ 35.¹⁾ Opplysningsplikt overfor Verdipapirkontrollen.

Et fondsmeglerforetak eller et foretak som driver virksomhet i forbindelse med opsjonshandel eller terminhandel, plikter å gi Verdipapirkontrollen²⁾ de opplysninger som måtte bli krevet om forhold som angår dets forretning og virksomhet. Foretaket plikter også å fremvise og i tilfelle utlevere til kontroll forretningsbøker og øvrige dokumenter som angår virksomheten.

Verdipapirkontrollen kan uten hinder av taushetsplikt kreve å få³⁾ opplysninger den finner påkrevet i sin kontrollvirksomhet fra Verdipapirsentralen på den måten Verdipapirkontrollen finner hensiktsmessig.

Et foretak som har utstedt verdipapirer plikter³⁾ å gi Verdipapirkontrollen de opplysninger som Verdipapirkontrollen anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov.

For det tilfelle at børsstyret⁴⁾ innhenter fra fondsmeglerforetak navn på kunder foretaket har opptrådt på vegne av eller har sluttet avtale med, jf. § 40, gjelder § 36 tilsvarende.

1. Endret ved lover 9 juni 1989 nr 28, 24 juni 1994 nr 28 (i kraft 1 juli 1994 iflg vedtak 30 juni 1994 nr 533).
2. Jfr. § 2 k.
3. Jfr. § 62.
4. Jfr. § 2d.

§ 36.¹⁾ Verdipapirkontrollens taushetsplikt.

Bestemmelsen om taushetsplikt i lov av 7 desember 1956 nr 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (Kredittilsynet) § 7 første ledd gjelder tilsvarende for Verdipapirkontrollen.²⁾

Gir kontrollen grunn til å anta at det er utvist rettsstridig forhold i forbindelse med verdipapirhandel som har påført noen tap, kan vedkommende gis den underretning om forholdet som er nødvendig for at han skal kunne vareta sine rettigheter overfor fondsmeglerforetaket. Tilsvarende gjelder dersom det ellers er grunn til å anta at noen er påført tap som følge av at denne lovs bestemmelser ikke er overholdt.³⁾

Uten hensyn til om tap er forvoldt kan Verdipapirkontrollen²⁾ meddele børsstyret⁴⁾ forhold som gjelder overtredelse av denne lov.

1. Endret ved lov 24 juni 1994 nr 28 (i kraft 1 juli 1994 iflg vedtak 30 juni 1994 nr 533).
2. Jfr. § 2 k.
3. Jfr. § 46 og § 47.
4. Jfr. § 2d.

§ 37. Bortfall av retten til å drive fondsmegling m.v.

Er et fondsmeglerforetak tatt under konkursbehandling eller er dets sikkerhet stillet til skifterettens rådighet (§ 31), kan foretaket ikke drive fondsmegling.

Er ett eller flere av de vilkår som stilles for å drive fondsmegling ikke lenger til stede, eller har foretaket latt være å etterkomme pålegg gitt av Verdipapirkontrollen,¹⁾ kan denne sette en frist for foretaket til å bringe forholdene i orden. Dersom foretaket ikke innen fristens utløp har brakt forholdene i orden, avgjør departementet²⁾ om fondsmeglingen skal opphøre.

Departementet²⁾ kan pålegge fondsmeglerforetak å stoppe fondsmeglingen dersom styret eller administrasjonen har gjort seg skyldig i grov eller vedvarende overtredelse av sine plikter etter lov eller forskrifter gitt i medhold av lov. Det

samme gjelder dersom det ellers finnes mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan være til skade for allmenne interesser.

1. Jfr. § 2 k.
2. Finansdepartementet.

§ 38. Tilbakekall av fondsmeglerbrev.

Departementet¹⁾ kan ta tilbake fondsmeglerbrev dersom en fondsmegler ved overtreddelse av lov eller forskrift gitt i medhold av lov, eller på annen måte, har gjort seg skyldig i forhold som medfører at vilkårene for utstedelse av fondsmeglerbrev ikke lenger er til stede. I slike tilfelle faller den personlige fondsmeglerbevilling etter § 13 bort.

1. Finansdepartementet.

"Vilkår for å yte investeringstjenester" i Kap. 4. Verdipapirhandel gjennom fondsmeglerforetak.

I. Oppdraget

§ 39. Fondsmeglerforetakets omsorgsplikt.

Fondsmeglerforetaket skal vareta oppdragsgiverens tarv og utføre det mottatte oppdrag med tilbørlig omhu og hurtighet.¹⁾ Når særskilt kurs ikke er angitt i oppdraget, skal oppdraget utføres til en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

1. Jfr. § 58.

§ 40.¹⁾ Utførelse av oppdrag.

Oppdrag om kjøp og salg av verdipapir skal²⁾ utføres i fondsmeglerforetakets navn. Foretaket skal ikke²⁾ opplyse hvem det opptrer på vegne av eller slutter avtale med med mindre dette er bestemt i lov.³⁾

1. Endret ved lov 8 nov 1992 nr 75.
2. Jfr. § 62.
3. Jfr. § 57.

§ 41. Innbyrdesforretninger.

Har et fondsmeglerforetak mottatt oppdrag både om kjøp og salg av samme verdipapir, kan oppdragene utføres ved at foretaket selv foretar avtaleslutningen på vegne av oppdragsgiverne (innbyrdesforretning).¹⁾ Foretaket skal vareta begge oppdragsgiveres tarv med samme omhu og fastsette prisen på verdipapirene på grunnlag av børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig. Innbyrdesforretninger i børsnoteerte verdipapirer må meldes til Børsen samtidig som kursnoteringen på vedkommende verdipapir foregår med angivelse av kurs og volum.

1. Jfr. § 57.

§ 42. Bortfall av oppdrag.

Et oppdrag gjelder til utløpet av den annen virkedag det har vært kursnotering av verdipapirer på Børsen.¹⁾ Den virkedag oppdraget kom frem, medregnes ikke.

Oppdraget kan tilbakekalles så lenge fondsmeglerforetaket ikke ved avtale har bundet seg overfor tredjemann.¹⁾

1. Jfr. § 57.

§ 43. Underretning om utførte oppdrag.

Fondsmeglerforetaket skal ved sluttseddel eller på annen måte straks gi oppdragsgiveren underretning om avtale som er sluttet for hans regning.¹⁾ Oppdragsgiveren må straks etter å ha mottatt underretningen, gi melding til foretaket, dersom han vil gjøre gjeldende at avtalen eller noen av dens vilkår er i strid med oppdraget.

1. Jfr. § 57.

§ 44. Fondsmeglerforetakets krav.

Ved oppfyllelsen av kjøp og salg for oppdragsgiverens regning, har foretaket krav på kurtasje. Særskilt vederlag kan kreves for utgifter ved oppdragets utførelse som det ikke er vanlig å anse dekket ved kurtasjen.¹⁾

Foretaket har krav på dekning av oppdragsgiveren når det har oppfylt avtale sluttet for dennes regning. Reglene i lov av 17 februar 1939 nr 1 om gjeldsbrev § 6 gjelder tilsvarende.

1. Jfr. § 57.

§ 45. Fondsmeglerforetakets sikkerhetsrett.

Foretaket har sikkerhetsrett for krav som utspringer av oppdraget i de verdipapirer som det har kjøpt for oppdragsgiveren.¹⁾ Betaler ikke oppdragsgiveren innen fem dager etterat sluttseddelen eller annet påkrav påviselig er mottatt, skal foretaket søke verdipapirene avhendet for oppdragsgiverens regning til børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig til dekning av sine krav.

1. Jfr. § 57.

§ 46. Fondsmeglerforetakets erstatningsansvar.

Forsømmer foretaket sine plikter i forbindelse med oppdraget, skal det erstatte den skade som derved voldes oppdragsgiveren.¹⁾

1. Jfr. § 57.

II. Utførte oppdrag**§ 47. Fondsmeglerforetaks ansvar.**

Fondsmeglerforetaket er ansvarlig overfor oppdragsgiveren og den det slutter avtale med, for oppfyllelse av kjøp eller salg det har foretatt.¹⁾

Bestemmelsen foran gjelder ikke dersom oppdragsgiveren på forhånd har godkjent den annen part.

1. Jfr. § 57.

§ 48. Alminnelige ugyldighetsregler.

Ved kjøp eller salg av verdipapirer gjennom fondsmeglerforetak gjelder de alminnelige regler om avtalers ugyldighet¹⁾ tilsvarende i forholdet mellom kjøperen og selgeren.²⁾

1. Jfr lover 31 mai 1918 nr 4 "[Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet](#)" i kap 3, 26 juni 1953 nr 4 § 18.

2. Jfr. § 57.

§ 49. *(Opphevet ved lov 8 nov 1991 nr 75 (i kraft 10 feb 1992 iflg vedtak 10 feb 1992 nr 84).)*

§ 50. *Ulovlig egenhandel.*

Avtale om kjøp eller salg av verdipapirer i strid med § 20, § 21 og § 22 kan ikke gjøres gjeldende av fondsmeglerforetak, fondsmegler eller person som er nevnt i § 22 annet og tredje ledd.¹⁾

1. Jfr. § 57.

§ 51.¹⁾ *Innsigelse m.m.*

Den som vil gjøre gjeldende at en avtale ikke er bindende etter reglene i § 48, § 49, § 50 må fremsette innsigelse om dette uten ugrunnet opphold etter at han fikk kunnskap om de forhold som begrunner at avtalen ikke er bindende. I alle tilfelle må innsigelsen være fremsatt innen seks måneder etter at avtalen er sluttet med mindre den grunnes på svik.

Avtale mellom den part som påberoper seg reglene i § 48, § 49, § 50 og fondsmeglerforetaket som har medvirket ved omsetningen, faller bort når reglene i § 48, § 49, § 50 kommer til anvendelse. Det samme gjelder avtale mellom flere fondsmeglerforetak som har medvirket ved omsetningen.

1. Endret ved lov 17 juni 1988 nr 57.

III. Avtalers oppfyllelse

§ 52. *Tid og sted for oppfyllelsen.*

Selgeren plikter å levere verdipapirene eller stille dem til rådighet for fondsmeglerforetaket mot betaling av kjøpesummen med fradrag av foretakets kurtasje og andre krav som utspringer av oppdraget.

Kjøper plikter å betale fondsmeglerforetaket kjøpesummen med tillegg av kurtasje og andre krav som utspringer av oppdraget mot at verdipapirene stilles til rådighet for kjøperen.

Oppfyllelse skal skje hos fondsmeglerforetaket. Dersom flere fondsmeglerforetak har medvirket, skal oppfyllelse skje hos det foretak som har oppdrag fra kjøperen.

Kongen¹⁾ fastsetter ved forskrift frister for partenes ytelser. Et fondsmeglerforetak kan ikke formidle en avtale med lenger oppgjørsfrist enn den som er fastsatt av Kongen.¹⁾

Departementet²⁾ kan gi forskrifter om hvilke erklæringer som skal utgjøre tilstrekkelig bevis for at verdipapirene er stillet til rådighet.

1. Finansdepartementet jfr res 20 sep 1985 nr 1706. – Jfr. § 57.

2. Finansdepartementet.

§ 53. *Oppgjør for salg av ubetalte verdipapirer.*

Har fondsmeglerforetaket utført salg av verdipapirer som det tidligere har kjøpt for oppdragsgiveren, skal oppdragsgiveren ha betalt kjøpesummen for verdipapirene i samsvar med § 52 annet ledd, før oppgjøret for salget finner sted.¹⁾

1. Jfr. § 57.

§ 54.¹⁾ Innsigelse.

Dersom en part ikke har oppfylt sine plikter til den tid som er angitt i § 52 eller fastsatt i avtalen, må²⁾ den annen part straks gi fondsmeglerforetaket meddelelse dersom han vil påberope forsinkelsen som grunnlag for å heve avtalen eller slutte dekningsavtale etter regelen i § 55.

1. Endret ved lov 17 juni 1988 nr 57.
2. Jfr. § 57.

§ 55.¹⁾ Hevning. Dekningsavtale.

Har en part ikke mottatt oppfyllelse senest dagen etter at han har gitt meddelelse som nevnt i § 54, kan han heve avtalen eller slutte dekningsavtale som er rimelig etter markedets stilling.²⁾ Avtalen anses hevet dersom han ikke uten ugrunnet opphold har meddelt at han vil utøve sin rett til å slutte dekningsavtale.

Har dekningsavtale ikke kunnet slutes innen fem dager etter det tidspunkt som er nevnt i første ledds første punktum, kan avtalen kreves oppfylt etter sitt innhold. Krav om oppfyllelse må fremsettes ved fristens utløp; ellers anses avtalen hevet.

1. Endret ved lov 17 juni 1988 nr 57.
2. Jfr. § 57.

§ 56.¹⁾ Erstatning.

Erstatning for tap som følge av forsinkelse kan kreves i samsvar med reglene i kjøpsloven av 13 mai 1988 nr 27 § 27.

Dersom dekningsavtale som nevnt i § 55 er blitt sluttet, beregnes erstatningen etter den kurs som denne avtale fastsetter. Er avtalen hevet, beregnes erstatningen etter verdien av verdipapirene ved utløpet av den frist som følger av § 55 første eller annet ledd.

1. Endret ved lov 24 juni 1994 nr 28 (i kraft 1 juli 1994 iflg vedtak 30 juni 1994 nr 533).

§ 57. Fravikelighet.

Med unntak av det som følger av § 40, § 46, § 47, § 48, § 49, § 50, § 51 § 52 fjerde ledd og § 53 kan reglene i dette kapittel fravikes ved avtale.

§ 58. Alminnelige forretningsvilkår.

Alminnelige forretningsvilkår for fondsmegling eller kjøp eller salg av verdipapirer skal for å være gyldig være godkjent av departementet.

"Rammevilkår for investeringsforetaks virksomhet" i Kap. 5. Aktiv forvaltningsservice.

§ 59.¹⁾ Bevilling m.v.

Aktiv forvaltningsservice mot godtgjørelse kan bare drives av fondsmeglerforetak med særskilt bevilling til dette og foretak som nevnt i denne lov § 4 tredje og fjerde ledd.

I bevillingen kan det fastsettes vilkår for virksomheten som er ønskelig ut fra hensynet til kundene eller ordnet verdipapirhandel. Det kan kreves egen sikkerhet for slik virksomhet for det ansvar som pådras. § 30, § 31, § 32, § 33 gjelder tilsvarende.

1. Endret ved lov 20 des 1993 nr 140 (i kraft 1 jan 1994 samtidig med EØS-avtalen).

§ 60. God forretningsskikk m.v.

Aktiv forvaltningsservice skal utøves i samsvar med god forretningsskikk og hensynet til ordnet verdipapirhandel. § 29 gjelder tilsvarende.

§ 61. Tilsyn m.v.

Verdipapirkontrollen¹⁾ skal føre kontroll med utøvelsen av aktiv forvaltningsservice. § 34, § 35, § 36, § 37, § 38 gjelder tilsvarende.

Departementet²⁾ kan utferdige forskrifter om utøvelsen av virksomheten.

1. Jfr. § 2 k.
2. Finansdepartementet.

"Verdipapirhandel gjennom investeringsforetak" i Kap. 6. Avsluttende bestemmelser.

§ 62.¹⁾ Straff.

Med bøter²⁾ eller fengsel inntil seks år, eller begge deler, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 6 første ledd første og annet punktum. På samme måte straffes den som har gitt uriktig klarering som nevnt i § 6 første ledd tredje og fjerdepunktum.

Med bøter²⁾ eller fengsel inntil 1 år, eller begge deler, straffes:

1. den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 4, § 5, § 6a, § 6b, § 7, § 8, § 17, § 35, § 59 eller § 60 eller forskrift gitt i medhold av § 8 eller § 61.
2. den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 9, § 10, § 11, § 11a-11b med tilhørende forskrifter.
3. fondsmegler, ansatt eller styremedlem i fondsmeglerforetak som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 17, § 18, § 19, § 20, § 21, § 22, § 23, § 24, § 25, § 26, § 27, § 28, § 29 med tilhørende forskrifter, § 35, § 40 eller § 52 fjerde ledd eller pålegg gitt med hjemmel i § 34 tredje ledd.

Med bøter straffes den som forsettlig eller uaktsomt unnlater å anmelde erverv eller avhending av aksje eller å gi opplysning i samsvar med § 8A med tilhørende forskrifter.

Medvirkning straffes på samme måte.

Påtale finner sted bare når allmenne hensyn krever det. Straffbar overtredelse av § 6 anses som forbrytelse, for øvrig anses straffbar overtredelse som forseelse.

1. Endret ved lover 17 juni 1988 nr 57, 9 juni 1989 nr 28, 20 juli 1991 nr 66, 8 nov 1991 nr 75, 24 juni 1994 nr 28 (i kraft 1 juli 1994 iflg vedtak 30 juni 1994 nr 533).
2. Jfr strl. § 27.

§ 63. Ikrafttreden.

Kongen bestemmer når loven skal tre i kraft.¹⁾

Fra lovens ikrafttreden oppheves midlertidig lov av 14 august 1918 nr 5 om fonds- og aktiemæglere.

Nærmere overgangsbestemmelser fastsettes av Kongen.²⁾

1. I kraft fra 15 okt 1985 jfr res 11 okt 1985 nr 1807.

2. Finansdepartementet jfr res 20 sep 1985 nr 1706.

§ 64. Endring i andre lover.

Fra lovens ikrafttreden gjøres følgende endringer i andre lover: – – –

Lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel I kraft: 15. oktober 1985

Senere lovendringer:

- lov 17. juni 1988 nr. 57 om verdipapirbørs, Ot.prp. nr. 83 (1986-87), Innst.O. nr. 90 (1987-88).
- lov 9. juni 1989 nr. 28 om endringer i verdipapirhandelloyen og visse andre lover, Ot. prp. nr. 78 (1987-88), Innst.O. nr. 75 (1988-89).
- lov 16. juni 1989 nr. 51 om endringer i verdipapirhandelloyen (tilbudsplykt ved større aksjekjøp). Ot.prp. nr. 53, Innst.O. nr. 91 (1988-89).
- lov 16. juni 1989 nr. 53 om eiendomsmepling, Ot.prp. nr. 59, Innst.O. nr. 92 (1988-89).
- lov 20. juli 1991 nr. 66 om endringer i straffeloyen m.m. (straffansvar for foretak) .Ot.prp. nr. 27, Innst.O. nr. 55 (1990-91).
- lov 8. november 1991 nr. 75 om endringer i verdipapirhandelloyen samt endringer i enkelte andre lover (Innsideregeler og emisjonskontroll m.v.). Ot.prp. nr. 72 (1990-91), Innst. O. nr. 5 (1991-92).
- lov 5. juni 1992 nr. 51 om Norges Postbank. Ot.prp. nr. 45, Innst.O. nr. 58 (1991-92).
- lov 4. desember 1992 nr. 123 om endringer i visse lover på Finansdepartementets område (EØS-tilpasning). Ot.prp. nr. 85, Innst.O. nr. 23 (1991-92).
- lov 8. januar 1993 nr. 1 om endringer i lov av 15. mars 1991 nr. 2 om Statens Banksikringsfond, lov av 29. november 1991 nr. 78 om Statens Bankinvesteringsfond, lov av 24. mai 1961 nr. 2 om forretningsbanker og lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel. Ot.prp. nr. 20, Innst.O. nr. 47 (1992-93).
- lov 11. juni 1993 nr. 83 om endringer i rettergangslovgivningen m.m. Ot.prp. nr. 77, Innst.O. nr. 128 (1992-93) .
- lov 20. desember 1993 nr. 140 om endringer i lov 12. juni 1981 nr. 52 om aksjefond m.v. og visse andre lover. Ot.prp. nr. 15, Innst.O. nr. 14 (1993-94).
- lov 24 juni 1994 nr. 28 om endringer i lov 10. juni 1988 nr. 39 om forsikringsvirksomhet mv. (endringer i forbindelse med tilpasninger til Tilleggsavtalen til EØS-avtalen mv.) Ot.prp. nr. 77, Innst.O. nr. 72 (1993-94).

Forskrifter gitt i medhold av Lov om verdipapirhandel:

1. Forskrift 20. september 1985 om delegering av myndighet til Finansdepartementet etter lov om verdipapirhandel.
2. Forskrift 11. oktober 1985 om meldeplyktig verdipapirhandel.
3. Reglement for fonds- og aksjemeglere av 1. mars 1962, (gjelder fortsatt i henhold til overgangsregler fastsatt av Finansdepartementet 15.10.85).
4. Forskrift 3. oktober 1986 om fondsmeglerforetaks plykt til å stille sikkerhet.
5. Forskrift 24. mars 1987 om fondsmeglerforetaks egenhandel.
6. Forskrift 19. august 1988 om fondsmeglereksamen.
7. Forskrift 27. oktober 1988 om aktiv forvaltningsservice.
8. Forskrift 27. oktober 1988 om adgang til å opptre som mellommann ved omsetning av sertifikater.
9. Delegering 9. juni 1989 av myndighet til Finans- og tolldepartementet etter lov

- om verdipapirhandel m.v. (§ 11 a og b og IV om myndighet til å sette loven i kraft).
10. Delegering 16. juni 1989 av myndighet etter lov av 16. juni 1989 om endringer i lov om verdipapirhandel (tilbudsplikt ved større aksjekjøp og om myndighet til å sette loven i kraft).
 11. Forskrift 5. oktober 1989 om flagging ved erverv av rettigheter til aksjer (opsjoner og konvertible obligasjoner mv.)
 12. Midlertidig forskrift 14. desember 1989 om anvendelsen av bestemmelser i lov om verdipapirhandel på handel med eierandeler i kommandittselskaper mv.
 13. Forskrift 6. februar 1990 om fondsmeglerforetaks adgang til å delta i fulltegningssgarantier ved emisjon av verdipapirer.
 14. Forskrift 6. februar 1990 om oppgjørsfrister for partenes ytelser.
 15. Forskrift 26. mai 1992 for handel med opsjoner og terminer.
 16. Standardvilkår 26. mai 1992 for handel med opsjoner og terminer.
 17. Delegering 4. desember 1992 av myndighet etter lov om endringer i visse lover på Finansdepartementets område (EØS-tilpasning) kap. XIV om ikrafttredelse og overgangsregler.
 18. Forskrift 23. desember 1992 om fremgangsmåte ved klarering av verdipapirhandel.
 19. Delegering 20. desember 1993 av myndighet etter lov 20. desember 1993 om endringer i lov av 12. juni 1981 nr. 52 om aksjefond m.v. og visse andre lover.
 20. Børsforskrift av 17. januar 1994
 21. Forskrift 17. januar 1994 om plikt til å utarbeide og om innholdet i tegningsinnbydelser for visse verdipapirer.
 22. Forskrift 17. januar 1994 om krav til utforming, registrering og offentliggjøring av emisjonsprospekter når emisjonen gjelder et beløp større enn 300.000 kroner og til og med 5 millioner kroner og verdipapirene ikke er børsnotert eller søkes børsnotert.
 23. Forskrift 17. januar 1994 om krav til utforming, kontroll og offentliggjøring av emisjonsprospekter når emisjonen gjelder verdipapirer som ikke er børsnotert.
 24. Forskrift 2. mai 1994 om filial av banker og andre kredittinstitusjoner med hovedsete i annen stat innen det europeiske samarbeidsområdet, m.m.
 25. Forskrift 7. juli 1994 om grenseoverskridende tjenesteyting av utenlandske banker og andre kredittinstitusjoner med hovedsete i annen stat innenfor det europeiske økonomiske samarbeidsområdet, m.m.
 26. Forskrift 27. september 1994 om grenseoverskridende tjenesteyting av utenlandske investeringsforetak med hovedsete i annen stat innenfor EØS-området og som driver fondsmegling.
 27. Forskrift 8. desember 1994 om handel med opsjoner og terminer.

Vedlegg II

7. des. 1956 nr. 1
Lov om tilsynet for kredittinstitusjoner,
forsikringsselskaper og verdipapirhandel mv.
(Kredittilsynet)

Lovens tittel endret ved lov 7 juni 1985 nr 47. – Jfr. tidligere lover 4 april 1924 nr 2 "[*Verdipapirhandel gjennom investeringsforetak*](#)" i kap 6, 4 juli 1924 § 2, § 3, § 4, § 5 § 11 aug 1924 nr 5.

§ 1.¹⁾ Tilsyn etter denne lov føres med:

1. Forretningsbanker.²⁾
2. Sparebanker.³⁾
3. Skadeforsikringsselskaper, herunder utenlandske skadeforsikringsselskapers generalagent (hovedagent) i Norge.⁴⁾
4. Livsforsikringsselskaper, herunder utenlandske livsforsikringsselskapers generalagent (hovedagent) i Norge.⁴⁾
5. Filial av kredittinstitusjon som nevnt i § 1-4 første ledd nr 4 i lov 10 juni 1988 nr 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner, for såvidt gjelder virksomhet som drives her i riket.⁵⁾
6. Finansieringsforetak, jf lov av 10 juni 1988 nr 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 3-1.
7. Enhver som etter § 4-1 i lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner har plikt til å melde fra til Kredittilsynet om organisert eller ervervsmessig formidling av lån.
8. Foretak som går inn under § 1-3 første ledd nr 1-6 i lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner eller som Kongen etter § 1-3 annet ledd unntar fra noen av lovens bestemmelser, når det bestemmes at Kredittilsynet skal føre tilsyn med virksomheten.
9. Den Norske Industribank A/ S.⁶⁾
10. Bank som eies av staten ved Postverket.⁷⁾
11. Sjøtrygdslag, jf lov av 3 juli 1953 nr 2.
12. Utenlandske finansinstitusjoners representasjonskontorer i Norge.
13. Fondsmeglerforetak og andre foretak som driver virksomhet i forbindelse med verdipapirhandel, samt med overholdelsen av bestemmelser om verdipapirhandel gitt i eller i medhold av lov.
14. Private, kommunale og fylkeskommunale pensjonskasser og pensjonsfond.
15. Andre foretak så langt det bestemmes i eller i medhold av særskilt lov.

Når en institusjon som nevnt i første ledd er en del av et konsern, skal det føres tilsyn etter denne lov også med andre selskaper i konsernet. Når tilsynsmessige hensyn tilsier det, gjelder dette også den del av virksomheten til selskapene i konsernet som ikke ellers omfattes av denne lov.

Tilsyn etter denne lov føres også med utenlandske foretak som tilsvarende foretak som nevnt i første ledd, eller driver virksomhet som tilsvarende virksomhet som nevnt i første ledd, og utenlandsk foretak som tilsvarende foretak som nevnt i lov 10 juni 1988 nr 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 2a-6 første ledd bokstav b og e, i den utstrekning foretaket driver virksomhet her i riket.⁸⁾

1. Endret ved lover 24 mai 1961 nr 1, 24 mai 1961 nr 2, 11 juni 1976 nr 71, 25 mars 1977 nr 14, 15 des 1978 nr 84, 8 juni 1984 nr 49, 7 juni 1985 nr 47, 10 juni 1988 nr 40, 17 juni 1988 nr 58, 9 juni 1989 nr 28, 15 juni 1990 nr 19, 5 juni 1992 nr 51 (i kraft 1 jan 1993 iflg forskrift 29 des 1992 nr 1226), 4 des 1992 nr 123 (i kraft 1 jan 1994 samtidig med EØS-avtalen), 20 des 1993 nr 140 (i kraft 1 jan 1994 samtidig med EØS-avtalen), 4 nov 1994 nr 59 (i kraft straks iflg res 4 nov 1994 nr 986).
2. Jfr lov 24 mai 1961 nr 2.
3. Jfr lov 24 mai 1961 nr 1.
4. Jfr lov 10 juni 1988 nr 39.
5. Jfr. EØS-avtalen vedlegg IX punkt 16 (Rdir 89/646/EØF).
6. Jfr lov 25 mars 1977 nr 14.
7. Jfr lov 5 juni 1992 nr 51.
8. Jfr. EØS-avtalen vedlegg IX punkt 7 (Rdir 88/357/EØF) og 16 (Rdir 89/646/EØF).

§ 2.¹⁾ Tilsynet føres av Kredittilsynet. Kongen kan gi nærmere forskrifter om tilsynets virksomhet.

Kredittilsynet ledes av et styre med fem medlemmer. Medlemmene og varamedlemmene oppnevnes av Kongen. Kongen utpeker styrets leder og nestleder. Direktøren for Kredittilsynet ansettes av Kongen for en periode av seks år. Styrets medlemmer og varamedlemmer oppnevnes for en periode av fire år. Kongen kan fastsette instruks for styret.

Av og blant de ansatte velges to medlemmer som supplerer styret ved behandlingen av administrative saker. Valgordningen avtales i forhandlinger med de ansatte, og fastsettes i mangel av slik avtale av departementet.²⁾

Norges Bank skal ha en observatør i styret. Observatøren har tale- og forslagsrett, men ikke stemmerett. Observatøren med stedfortreder oppnevnes av departementet etter forslag fra Norges Bank for en periode på fire år.

Kredittilsynet kan engasjere statsautoriserte og registrerte revisorer³⁾ og personer med annen sakkyndighet til å utføre oppdrag innenfor tilsynets arbeidsområde.

Tilsynet kan oppnevne utvalg til å foreta selvstendige granskninger innenfor tilsynets arbeidsområde. Institusjoner og tillits- og tjenestemenn i finansinstitusjoner under tilsyn har samme opplysningsplikt overfor et slikt utvalg som de har overfor tilsynet, jf. § 3 annet og tredje ledd. Som ledd i granskningen kan utvalget kreve bevisopptak ved domstolene etter domstoloven § 44. Utvalgets medlemmer har taushetsplikt som angitt i § 7 femte ledd og må hvis ikke annet er fastsatt eller forutsatt ved oppnevningen, følge de regler som gjelder for styremedlemmer i tilsynet.

Departementet kan bestemme at utgiftene ved oppdrag som nevnt i de to foregående ledd, helt eller delvis skal refunderes av de institusjoner hvor oppdragene har vært utført.

1. Endret ved lover 18 juni 1971 nr 74, 11 juni 1976 nr 71, 7 juni 1985 nr 47, 25 okt 1991 nr 74, 20 des 1993 nr 140 (i kraft 1 jan 1994 samtidig med EØS-avtalen).
2. Finansdepartementet.
3. Se lov 14 mars 1964 nr 2 § 11.

§ 3.¹⁾ Tilsynet skal se til at de institusjoner det har tilsyn med, virker på hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med lov og bestemmelser gitt i medhold av lov samt med den hensikt som ligger til grunn for institusjonens opprettelse, dens formål og vedtekter.

Tilsynet skal granske regnskaper og andre oppgaver fra institusjonene og skal ellers gjøre de undersøkelser om deres stilling og virksomhet som tilsynet finner nødvendig. Institusjonen plikter²⁾ når som helst å la tilsynet få gå gjennom sine protokoller, bøker, dokumenter og beholdninger av enhver art og gi alle opplysninger som tilsynet måtte kreve.

Hvis opplysningsplikten som er pålagt institusjonen etter annet ledd ikke oppfylles, kan opplysningsplikten pålegges de enkelte tillits- og tjenestemenn i institusjonen. Institusjonen skal i slike tilfeller som hovedregel varsles. Revisor kan pålegges å gi opplysninger som fremgår av årsregnskapet, regnskapsskjemaet, følgeskriv A til lønns- og trekkoppgaver, revisjonsprotokoll og revisjonsberetning.

1. Endret ved lover 7 juni 1985 nr 47, 17 juni 1988 nr 58.
2. Jfr. § 10.

§ 4.¹⁾ Tilsynet kan pålegge²⁾ de institusjoner som det har tilsyn med:³⁾

1. å innrette bokføring, årsoppgjør, delårsrapport og revisjon etter de regler som tilsynet fastsetter,
2. å offentliggjøre sine årsregnskaper i den form som tilsynet bestemmer,
3. å sende inn regnskapsutdrag slik tilsynet bestemmer, gi oppgaver over sine rentesatser for innskudd og sine rentediskonto- og provisjonssatser for utlån, og ellers sende inn de opplysninger som ansees påkrevet for utarbeidelse av statistikk over de kontrollerte institusjoners virksomhet,
4. å sende inn andre oppgaver og opplysninger, som tilsynet mener det trenger for å kunne utføre sitt verv,
5. å følge forskrifter som blir gitt av tilsynet om formen for og innholdet av innskuddsbevis, innskuddsbøker (kontrabøker) og andre legitimasjoner for innlån,
6. å ha en høyere ansvarlig kapital enn de lovbestemte minstekrav,
7. å begrense samlet kreditt til en kunde til et lavere beløp enn den lovbestemte høyeste grense,
8. å endre sammensetningen av kontrollkomiteen.
9. å rette på forholdet dersom en institusjons organer har handlet eller forsømt seg i strid med sine plikter etter lovgivning eller vedtektene,
10. å rette på misforhold i plasseringen av institusjonens midler, og å innrette sin virksomhet slik at den blir i samsvar med vedtak som i medhold av lov er gjort av Stortinget, Kongen, et departement eller Norges Bank.

Ved regler som nevnt i første ledd nr 1 og 2 kan aksjelovens 4) regler om revisjon, årsoppgjør og delårsrapport fravikes.

1. Endret ved lover 4 juni 1976 nr 59, 7 juni 1985 nr 47, 10 juni 1988 nr 40.
2. Jfr. § 10.
3. Jfr. § 1.
4. Lov 4 juni 1976 nr 59.

§ 5.¹⁾ Tilsynet kan kalle sammen styre, kontrollkomite og representantskap eller tilsvarende organer i institusjoner som står under tilsyn. I slike møter og i generalforsamlinger kan tilsynet la seg representere og sette fram forslag, men har ikke stemmerett. Blir ekstraordinær generalforsamling ikke innkalt når tilsynet har stilt krav om det, kan tilsynet kalle inn slik generalforsamling.

Som ledd i sitt tilsynsarbeid kan Kredittilsynet kreve bevisopptak ved domstolene etter domstolloven § 44. Reglene om bevisopptak i tvistemål²⁾ gjelder tilsvarende for bevisopptak etter denne lov.

1. Endret ved lover 7 juni 1985 nr 47, 17 juni 1988 nr 58, 4 des 1992 nr 123 (i kraft samtidig med EØS-avtalen 1 jan 1994).

2. Jfr tvml kap 14 og 20.

§ 6.¹⁾ Overtredelse av bestemmelser som gjelder for institusjoner Kredittilsynet har tilsyn med, kan meldes til påtalemyndigheten eller til vedkommende offentlige myndighet som saken særskilt hører under.

Når Tilsynet i sitt tilsynsarbeide blir kjent med forhold som gir grunn til mistanke om overtredelser av bestemmelser i straffeloven § 317 jf § 162 eller kapitlene 24 til 26, skal opplysninger om dette oversendes Den sentrale enhet for etterforskning og påtale av økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet, ØKOKRIM.²⁾

1. Opphevet ved lov 7 juni 1985 nr 47 (fra 24 mars 1986), tilføyd igjen ved lov 4 des 1992 nr 123 (i kraft samtidig med EØS-avtalen 1 jan 1994), endret ved lov 11 juni 1993 nr 76
2. Jfr. EØS-avtalen vedlegg IX punkt 23 (Rdir 91/308/EØF).

§ 7.¹⁾ Tilsynets styremedlemmer og tjenestemenn har taushetsplikt²⁾ 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. Taushetsplikten gjelder ikke overfor Norges Bank.

Tilsynets styremedlemmer og tjenestemenn må ikke³⁾ være ansatt eller ha lønnet arbeid i eller være med i styre, representantskap eller tilsvarende organ i noen institusjon som er under tilsyn.

Disse institusjoner skal ikke gi lån mot endossement eller annen kausjon av styremedlem eller tjenestemann i tilsynet eller av et selskap som han er ansvarlig medlem av.⁴⁾ De skal heller ikke gi lån til tilsynets tjenestemenn eller styremedlem uten samtykke i hvert enkelt tilfelle av vedkommende departement⁵⁾ når det gjelder lån til tilsynets styremedlemmer eller direktører eller av direktøren for Kredittilsynet når det gjelder lån til andre tjenestemenn. Styremedlemmene, varamedlemmene og tilsynets direktører skal, etter nærmere regler gitt av Kongen, gi opplysninger om egen verdipapirhandel og om de kundeforhold de inngår med institusjoner som er underlagt tilsynet.

Tilsynets styremedlemmer og tjenestemenn kan ikke eie aksjer i eller andeler utstedt av institusjoner som er under tilsyn. Departementet⁵⁾ kan dispensere fra forbudet.

Bestemmelsene i denne paragraf gjelder tilsvarende for styrets varamedlemmer, observatører og observatørers stedfortredere.

1. Endret ved lover 18 juni 1971 nr 74, 7 juni 1985 nr 47, 16 mai 1986 nr 21, 17 juni 1988 nr 58, 20 des 1993 nr 140 (i kraft 1 jan 1994 samtidig med EØS-avtalen).
2. Se strl. § 121.
3. Se strl. § 325 nr 2.
4. Jfr lover 20 juli 1893 nr 1 § 39, 21 juli 1985 nr 83 § 2-4.
5. Finansdepartementet.

§ 8.¹⁾ Tilsynet skal forberede alle saker som kommer under dets tilsynsvirksomhet når avgjørelsen er tillagt Kongen eller et departement.

Tilsynet gir hvert år en melding om sin virksomhet til vedkommende departement.

1. Endret ved lov 7 juni 1985 nr 47.

§ 9.¹⁾ Utgiftene ved tilsynet skal utliknes på de institusjoner som i henhold til § 1 eller annen særskilt lovhjemmel er under tilsyn ved begynnelsen av budsjettåret. Utgiftene fordeles på de ulike grupper av institusjoner etter omfanget av tilsynsarbeidet. Utgiftene ved tilsynet med overholdelsen av de alminnelige bestemmelser

om verdipapirhandel utliknes etter størrelsen på beløpene etter fordelingen etter foregående punktum. Slike utgifter skal allikevel ikke utliknes på eiendomsmeglerforetak, inkassoforetak og revisorer.

Fordelingen innen de gruppene som er nevnt i § 1 første ledd nr 1, 2, 6, 8 og 14 skjer på grunnlag av størrelsen av institusjonenes forvaltningskapital ved begynnelsen av året, likevel slik at departementet²⁾ for hvert år fastsetter et minste og et høyeste beløp som kan utliknes på den enkelte institusjon innen hver gruppe. For en forretningsbank som er stiftet etter forretningsbanklovens³⁾ § 4 tredje ledd, kan det fastsettes et særskilt beløp etter omfanget av tilsynsarbeidet. Fordelingen innen de gruppene som er nevnt under § 1 første ledd nr 3, 4, og 11 skjer på grunnlag av størrelsen av premieinntekt for direkte forsikring avsluttet i Norge. Departementet kan likevel for hvert år fastsette et minste og et høyeste beløp som kan utliknes på den enkelte institusjon innen hver gruppe. Fordelingen innen de grupper som omfattes av § 1 første ledd nr 5, 7, 12 og 13 skjer etter regler som fastsettes av departementet. For gruppe som omfattes av § 1 første ledd nr 9 og 10 fastsetter departementet et beløp særskilt. Når tilsynet følger av § 1 annet ledd eller annen særskilt lovhjemmel, jf. § 1 første ledd nr 15, skjer fordelingen innen den enkelte gruppe etter regler som fastsettes av departementet. Utlikningen skal utføres av tilsynet, men skal godkjennes av departementet.

Den del av utgiftene som blir utlignet på boligsparelag, skal utredes av statskassen.

De utlignede bidrag er tvangsgrunnlag for utlegg.⁴⁾ De bekjentgjørelser som Kredittilsynet innsender til Norsk Lysingsblad i medhold av lov 29 juli 1911, om forsikringsselskaper betales av vedkommende forsikringsselskap.

1. Endret ved lover 18 juni 1971 nr 74, 22 des 1978 nr 92, 14 mai 1982 nr 20, 18 mars 1983 nr 10, 8 juni 1984 nr 49, 7 juni 1985 nr 47, 9 juni 1989 nr 28, 26 juni 1992 nr 86 (i kraft 1 jan 1993 iflg res 23 okt 1992 nr 765), 20 des 1993 nr 140 (i kraft 1 jan 1994 samtidig med EØS-avtalen).
2. Finansdepartementet.
3. Lov 24 mai 1961 nr 2.
4. Jfr tvangsl "*Tilsyn, sanksjoner mv.*" i kap 7.

§ 10.¹⁾ Tillits- eller tjenestemenn i institusjoner som er under tilsyn fra Kredittilsynet²⁾ og som forsettlig eller uaktsomt overtrer denne lov eller bestemmelse eller pålegg gitt med hjemmel i loven eller som medvirker til det, straffes med bøter³⁾ eller fengsel inntil 1 år eller begge deler, for så vidt forholdet ikke går inn under noen strengere straffebestemmelse. Foreligger det særlig skjerpende omstendigheter kan fengsel inntil 3 år anvendes.

Hvis et pålegg av tilsynet ikke blir etterkommet, kan vedkommende departement⁴⁾ bestemme at de personer eller den institusjon, institusjonenes morselskap eller morselskapet i det konsern som institusjonen er en del av, som skal oppfylle pålegget, skal betale en daglig løpende mulkt til forholdet er rettet. Pålegg om mulkt er tvangsgrunnlag for utlegg.⁵⁾

1. Endret ved lover 7 juni 1985 nr 47, 17 juni 1988 nr 58, 20 juli 1991 nr 66, 26 juni 1992 nr 86 (som endret ved lov 8 jan 1993 nr 20, i kraft 1 jan 1993 iflg res 23 okt 1992 nr 765).
2. Jfr. § 1.
3. Se strl. § 27.
4. Finansdepartementet.
5. Jfr tvangsl "*Tilsyn, sanksjoner mv.*" i kap 7.

§ 11.

- I. Denne lov trer i kraft straks.
- IV. Fra samme tid skal de gjøremål som etter lovgivningen er tillagt Bankinspeksjonen eller sjefen for Bankinspeksjonen, Sparebankinspeksjonen eller sjefen for Sparebankinspeksjonen, eller Bank- og Sparebankinspeksjonen, tilligge den i denne lov omhandlede inspeksjon.

Vedlegg III

Oversikt over norske rettsavgjørelser på verdipapirrettens område

INSTANS:	Høyesterett – dom
DATO:	1993.03.30
PUBLISERT:	Rt 1993 312 (99-93).
STIKKORD:	Obligasjonsrett – meglervirksomhet – verdipapirhandel.-
SAMMENDRAG:	Debitor ble ansett forpliktet til å betale sin gjeld til meglerfirma som hadde gitt vedkommende kreditt for aksjespekulasjon i strid med kredittforbudet i verdipapirhandelloven av 14. juni 1985 nr. 61, § 25 – Hverken loven eller reelle hensyn tilsa at debitor kunne slippe betalingsplikt, men megleren burde ikke få noen vinning ved avtalen – Det ble gjort fradrag for renter og kurtasje.
INSTANS:	Høyesterett – kjennelse
DATO:	1994.01.12
PUBLISERT:	Rt 1994 33 (5-92).
STIKKORD:	Svikaktig dobbeltsalg – verdipapirhandel – lovanvendelse.-
SAMMENDRAG:	Tidligere straffet mann, 57 år på gjerningstiden, var i byretten idømt seks måneder betinget fengsel for overtredelse av straffeloven § 277 – Som aksjemegler hadde han foretatt dobbeltsalg av aksjer – I henhold til vanlig praksis var det for de fleste aksjers vedkommende ennå ikke utstedt aksjebrev – Det ble forgjeves hevdet at lovanvendelsen var feil fordi aksjene ikke var individualisert. Byretten hadde lagt til grunn at aksjene ved de forskjellige transaksjoner domfellelsen gjaldt, kunne individualiseres. Aktor i Høyesterett anførte forgjeves at straffeloven § 277 bare gjaldt eierens egne salg. Da § 277 var anvendelig, kunne underslagsbestemmelsen ikke benyttes, jfr straffeloven § 255, annet ledd. Etter domfeltes død hadde gjenlevende ektefelle trådt inn i ankesaken, jfr straffeprosessloven § 337.
INSTANS:	Høyesteretts kjæremålsutvalg.
DATO:	1989.09.21
PUBLISERT:	Rt 1989 1053 (346-89)
STIKKORD:	Sivilprosess.
SAMMENDRAG:	Kjæremålsfristen på tre dager i tvistemålsloven § 398, annet ledd, gjelder bare den som et pålegg om å fremlegge bevis er rettet mot, ikke andre som fremleggelsen angår. Fremleggelse av kontoutskrifter fra en megler med taushetsplikt etter verdipapirhandelloven § 29 skulle begrenses til de kontoutskrifter som hadde betydning som bevis – Bearbeidelse av materialet før fremleggelse ble forutsatt å skulle

S

- kje ved partenens prosessfullmektiger, jfr tvistemålsloven § 252, annet ledd.
- INSTANS: Høyesteretts kjæremålsutvalg.
DATO: 1990.11.16
PUBLISERT: Rt 1990 1186 (400-90).
STIKKORD: Sivilprosess – Forklaringsplikt ved rettslig avhør begjært av Kredittilsynet, jfr domstolloven § 43 og § 44 samt kredittilsynsloven av 7. desember 1956 nr. 1, § 5, jfr. § 3.
- SAMMENDRAG: Plikten til å la seg avhøre ved domstolene etter kredittilsynsloven § 5 er uavhengig av om det eksisterer en direkte opplysningsplikt overfor Kredittilsynet. – Privatpersoner har ikke noen direkte forklaringsplikt overfor Kredittilsynet etter de påberopte bestemmelser. – Adgangen til bevisopp- tak etter kredittilsynsloven § 5, tredje ledd, gjelder ikke bare i forhold til kontrollfunksjoner som Kredittilsynet har etter kredittilsynsloven.
- INSTANS: Frostating lagmannsrett – kjennelse.
DATO: 1991.09.18
PUBLISERT: RG 1992 293 (38-92).
STIKKORD: Sivilprosess – verdipapirrett – prosessfellesskap verdipapir- handelloyen § 30 og § 33 og tvistemålsloven § 72 og § 178.
- SAMMENDRAG: Tre banker hadde stilt sikkerhet for et fondsmeglerforetaks virksomhet med opsjonshandel – I forbindelse med at skif- teretten avsa dom for at et fremsatt krav skulle dekkes av sikkerheten, ble bankene ilagt solidaransvar for saksom- kostningene. To banker påanket dommen, mens den tredje unnlot dette fordi den i hovedspørsmålet bare hadde et sub- sidiært ansvar som ikke ville bli aktuelt. Kravshaveren hev- det at saksomkostningene måtte utbetales under henvisning til at dette spørsmålet var avgjort ved endelig dom, men fikk ikke medhold. På bakgrunn av det spesielle ansvarsgrunnla- get fant retten at det var slik innbyrdes avhengighet mellom de saksøkte bankene at omkostningsansvaret ikke var ende- lig avgjort.
- INSTANS: Eidsivating lagmannsrett.
DATO: 1991.11.22
PUBLISERT:
STIKKORD: Aksjerett – Fulltegningsgaranti, aksjeemisjon.-
SAMMENDRAG: Ved en aksjeemisjon ble kapitalutvidelsen fulltegnet. Før innbetalingsfristen inntraff et børskrakk, og tegnerne mis- lighold betalingsforpliktelsen. Spørsmålet om selskapet

	kunne holde fulltegningsgarantistene ansvarlig besvart benektende.
INSTANS:	Frostating lagmannsrett – dom.
DATO:	1993.09.17
PUBLISERT:	
STIKKORD:	Strafferett – Straffeloven § 275 jf § 276, § 372 første ledd, verdipapirhandelloven § 62 første ledd nr 4 jf § 22 annet ledd.
SAMMENDRAG:	Konsulent/aksjemegler i fondsmeglerselskap dømt for grov utroskap overfor arbeidsgiver ved egenhandel med kjøpsopsjoner på aksjer herunder utstedelse av kjøpsopsjoner. Utstedelse av kjøpsopsjoner på vegne av fondsmeglerselskapets kunde ansett som grov utroskap hvor det var på det rene at kunden sannsynligvis ikke kunne oppfylle sine forpliktelser. Straffen satt til 1 år og 4 mnd. hvorav 1 år og 2 mnd. ble gjort betinget. Eierne av et investeringsselskap ble frifunnet for medvirkning.

Vedlegg IV

Rådsdirektiv 93/22/EØF av 10. mai 1993 om investerings- tjenester i forbindelse med verdipapirer.

RÅDET FOR DE EUROPEISKE FELLESSKAP HAR -

under henvisning til traktaten om opprettelse av Det europeiske økonomiske fellesskap, særlig artikkel 57 paragraf 2,
under henvisning til forslag fra Kommisjonen¹,
i samarbeid med Europaparlamentet²,
under henvisning til uttalelse fra Den økonomiske og sosiale komité³, og
ut fra følgende betraktninger:

Dette direktiv er et viktig instrument i gjennomføringen av det indre marked, slik det er besluttet i Den europeiske enhetsakt og planlagt i Kommisjonens «Hvit-bok», med hensyn til etableringsadgang og adgang til å yte tjenester for investeringsforetak.

Foretak som yter investeringstjenester som omfattes av dette direktiv, må for å verne investorene og gi stabilitet i finanssystemet ha tillatelse fra investeringsforetakets hjemstat.

Den fremgangsmåte som er valgt, består i å foreta bare den grunnleggende harmonisering som er nødvendig og tilstrekkelig for å oppnå en gjensidig anerkjennelse av tillatelser og tilsynsordninger, slik at det blir mulig å gi en enkelt tillatelse som er gyldig i hele Fellesskapet og å anvende prinsippet om tilsyn ved hjemstatens tilsynsmyndigheter. Med en gjensidig anerkjennelse kan et investeringsforetak som har fått tillatelse i hjemstaten, yte en eller flere av de tjenester det har fått tillatelse til og som er omfattet av dette direktiv, i hele Fellesskapet, ved å etablere filialer eller i henhold til adgangen til å yte tjenester.

Prinsippene om gjensidig anerkjennelse og tilsyn ved hjemstatens tilsynsmyndigheter forutsetter at vedkommende myndigheter i hver medlemsstat unnlater å gi tillatelse eller tilbakekaller den når det klart fremgår av faktorer som virksomhetsplan, geografisk plassering eller den virksomhet som faktisk utøves, at et investeringsforetak har valgt rettssystemet i den aktuelle medlemsstat for å unndra seg strengere standarder i en annen medlemsstat der investeringsforetaket har til hensikt å utøve eller utøver størstedelen av sin virksomhet. For dette direktivs formål må et investeringsforetak som er en juridisk person, ha tillatelse i den medlemsstat der det har sitt forretningskontor. Et investeringsforetak som ikke er en juridisk person, må ha tillatelse i den medlemsstat der det har sitt hovedkontor. Medlemsstatene må for øvrig kreve at et investeringsforetak alltid har sitt hovedkontor i sin hjemstat og at det faktisk utøver virksomhet der.

For å verne investorene må internkontrollen i investeringsforetaket sikres ved at ledelsen ivaretas av to personer i fellesskap eller, når det ikke kreves etter dette direktiv, ved andre ordninger som sikrer et tilsvarende resultat.

For å sikre like konkurransevilkår må investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjoner, få samme adgang til å opprette filialer og yte tjenester på tvers av landegrensene som de institusjoner som omfattes av annet rådsdirektiv 89/646/EØF av 15. desember 1989 om samordning av lover og forskrifter om adgang til å starte og utøve virksomhet som kredittinstitusjon⁴.

1. EFT nr. C 43 av 22.2.1989, s. 7. EFT nr. C 42 av 22.2.1990, s. 7.

2. EFT nr. C 304 av 4.12.1989, s. 39. EFT nr. C 115 av 26.4.1993.

3. EFT nr. C 298 av 27.11.1989, s. 6.

Et investeringsforetak kan ikke påberope seg dette direktiv for å foreta spot- eller terminforretninger i valuta med mindre transaksjonene foretas som ledd i en investeringstjeneste. Følgelig vil bruk av en filial bare for å foreta valutatransaksjoner være en omgåelse av dette direktiv.

Et investeringsforetak som har fått tillatelse i sin hjemstat, kan utøve virksomhet i hele Fellesskapet på den måte det finner hensiktsmessig. Det kan for dette formål, dersom det mener det er nødvendig, benytte fullmektiger som mottar og videreformidler ordre for foretakets regning og på dets hele og fulle ansvar. Under slike forhold må fullmektigenes virksomhet betraktes som foretakets virksomhet. Dette direktiv er for øvrig ikke til hinder for at en hjemstat kan stille særlige krav til fullmektigenes status. Dersom investeringsforetaket utøver virksomhet på tvers av landegrensene, må vertsstaten behandle dem som om de var foretaket selv. For øvrig bør dørsalg av verdipapirer ikke omfattes av dette direktiv, og bestemmelser om dette må høre inn under nasjonal lovgivning.

Med verdipapirer menes de typer verdipapirer som vanligvis omsettes på kapitalmarkedet, f.eks. statsobligasjoner, aksjer, omsettelige verdipapirer med rett til å erverve aksjer ved tegning eller ombytting, depotbevis, obligasjoner utstedt i serie, indeks-warrants og verdipapirer med rett til å erverve slike obligasjoner ved tegning.

Med pengemarkedsinstrument menes de typer instrumenter som vanligvis omsettes på pengemarkedet, f.eks. statskasseveksler, innskuddsbevis og rentebærende markedspapirer.

Den svært brede definisjonen av verdipapirer og pengemarkedsinstrumenter som er lagt til grunn i dette direktiv, har virkning bare for dette direktiv og berører derfor ikke på noen måte de forskjellige definisjoner av finansielle instrumenter som er fastsatt i nasjonal lovgivning i andre sammenhenger, som for skatteformål. For øvrig omfatter definisjonen av verdipapirer bare omsettelige instrumenter, og aksjer eller verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, utstedt av selskaper som «building societies» og «industrial and provident societies», der eiendomsretten i praksis kan overdras bare ved at de gjenkjøpes av det utstedende selskap, er derfor ikke omfattet av denne definisjon.

Med instrumenter som svarer til finansielle terminkontrakter, menes kontrakter som avregnes kontant på grunnlag av svingninger i en av følgende faktorer: rentesatsen eller valutakursen, kursen på et instrument oppført i vedlegg B eller en indeks som gjelder for et av disse instrumenter.

I dette direktiv er mottak og formidling av ordre også det forhold at to eller flere investorer settes i kontakt med hverandre, slik at de kan foreta en transaksjon.

Ingen bestemmelser i dette direktiv berører de fellesskapsbestemmelser, eller om slike bestemmelser ikke finnes, de nasjonale bestemmelser, som gjelder når instrumenter omhandlet i dette direktiv utbys til offentligheten. Det samme gjelder markedsføring og spredning av slike instrumenter.

Medlemsstatene har fortsatt det fulle ansvar for å iverksette sine egne pengepolitiske tiltak, med forbehold for de tiltak som er nødvendige for å styrke det europeiske valutasystem.

Forsikringsforetak hvis virksomhet er underlagt et passende tilsyn av vedkommende tilsynsførende myndigheter og som er samordnet på fellesskapsplan, samt foretak som foretar gjenforsikring, herunder forsikring av gjenforsikring (retrocesjon), skal ikke omfattes av dette direktiv.

4. EFT nr. L 386 av 30.12.1989, s. 1. Direktivet sist endret ved direktiv 92/30/EØF (EFT nr. L 110 av 28.4.1992, s. 52).

Foretak som ikke yter tjenester overfor tredjemann, men hvis virksomhet bare består i å yte en investeringstjeneste overfor sitt hovedforetak, sitt datterforetak eller et av sitt hovedforetaks andre datterforetak, bør ikke omfattes av dette direktiv.

Dette direktiv skal omfatte de foretak hvis vanlige virksomhet består i å yte investeringstjenester overfor tredjemann på forretningsmessig basis, og det bør derfor ikke gjelde for den som driver annen yrkesvirksomhet (f.eks. advokater og notarer), og som bare ved enkelte anledninger yter investeringstjenester som ledd i sin vanlige yrkesvirksomhet, forutsatt at denne virksomhet omfattes av lovbestemmelser som ikke utelukker at det ved enkelte anledninger ytes investeringstjenester. Av samme grunn bør dette direktiv ikke gjelde for den som yter investeringstjenester bare til produsenter eller brukere av råvarer, og bare i det omfang som er nødvendig for å gjennomføre transaksjoner med disse varer, når slike transaksjoner utgjør vedkommendes hovedvirksomhet.

Foretak hvis investeringstjenester bare går ut på å forvalte en ordning for arbeidstakeres eierandeler og som i denne forbindelse ikke yter investeringstjenester til tredjemann, bør ikke omfattes av bestemmelsene i dette direktiv.

Dette direktiv bør ikke gjelde for sentralbanker og andre lignende organer, samt offentlige organer som har ansvar for statsgjeldsforvaltningen, eller som deltar i slik forvaltning, herunder gjeldens plassering. Dette unntaket gjelder likevel spesielt ikke for helt eller delvis statseide selskaper hvis formål er kommersielt eller knyttet til erverv av eierandeler.

Dette direktiv bør ikke gjelde for foretak eller personer hvis virksomhet begrenser seg til å motta og videreformidle ordre til bestemte motparter uten å sitte med penger eller verdipapirer som tilhører deres kunder. De omfattes derfor ikke av etableringsadgangen og adgangen til å yte tjenester på de vilkår som er fastsatt i dette direktiv, og om de ønsker å drive virksomhet i en annen medlemsstat, er de derfor underlagt de relevante bestemmelser som er vedtatt i vedkommende stat.

Dette direktiv bør ikke gjelde for foretak for kollektiv investering, uansett om de er samordnet på fellesskapsplan eller ikke, eller for depotmottakere og forretningsførere for slike foretak, i den grad de er underlagt særlige bestemmelser som er direkte tilpasset deres virksomhet.

Dersom sammenslutninger som er opprettet av en medlemsstats pensjonsfond med sikte på forvaltning av dets aktiva, begrenser seg til en slik forvaltning og ikke yter investeringstjenester overfor tredjemann, og dersom pensjonsfondene selv er under tilsyn av myndigheter som også fører tilsyn med forsikringsforetak, synes det ikke nødvendig å underkaste slike sammenslutninger dette direktivs vilkår for adgang til og utøvelse av investeringstjenester.

Dette direktiv bør ikke gjelde for *agenti di cambio* som definert i italiensk lovgivning, ettersom de tilhører en kategori der det ikke vil bli gitt nye tillatelser og deres virksomhet er begrenset til det nasjonale territorium og ikke innebærer noen risiko for konkurransevridning.

De rettigheter investeringsforetakene gis ved dette direktiv, berører ikke den rett medlemsstatene, medlemsstatenes sentralbanker og andre nasjonale organer med lignende oppgaver har til å velge sine motparter på grunnlag av objektive og ikke-diskriminerende kriterier.

Vedkommende myndigheter i et investeringsforetaks hjemstat har ansvaret for tilsyn med foretakets finansielle soliditet, etter rådsdirektiv 93/6/EØF av 15. mars 1993 om investeringsforetakenes og kredittinstitusjonenes kapitaldekningsgrad⁵ der reglene om markedsrisiko samordnes.

5. EFT nr. L 141 av 11.6.1993, s. 1.

Hjemstaten kan generelt innføre strengere regler enn dem som er fastsatt i dette direktiv, særlig med hensyn til vilkår for å gi tillatelse, tilsyn og regler om rapportering og åpenhet.

Utøvelse av virksomhet som ikke omfattes av dette direktiv, kommer inn under traktatens alminnelige bestemmelser om etableringsrett og adgang til å yte tjenester.

For å verne investorene bør det sørges for at investors eiendomsrett og andre tilsvarende rettigheter til verdipapirer samt vedkommendes rettigheter til de midler foretaket er betrodd, vernes ved at de holdes atskilt fra foretakets egne. Dette prinsipp forhindrer imidlertid ikke at foretaket kan investere i eget navn på vegne av investor når transaksjonens art gjør dette nødvendig og investor samtykker, f.eks. lån av verdipapirer.

Fremgangsmåtene for å gi tillatelse til filialer av investeringsforetak som har fått tillatelse i tredjestater, vil fortsatt gjelde for slike foretak. Slike filialer omfattes ikke av adgangen til å yte tjenester etter traktatens artikkel 59 annet ledd, og heller ikke av etableringsadgangen i andre medlemsstater enn medlemsstaten der de er etablert. Søknader fra foretak som hører inn under en tredjestats lovgivning, om tillatelse til et datterforetak eller til erverv av eierandeler, må imidlertid behandles etter en fremgangsmåte som sikrer at Fellesskapets investeringsforetak på grunnlag av gjensidighet får tilsvarende behandling i de aktuelle tredjestater.

Når vedkommende nasjonale myndigheter gir tillatelse til investeringsforetak i samsvar med bestemmelsene i dette direktiv, vil det få virkning i hele Fellesskapet og ikke bare på nasjonalt plan, og de eksisterende gjensidighetsklausuler vil for fremtiden være uten virkning. Det er derfor behov for en smidig fremgangsmåte som gjør det mulig å vurdere gjensidighet på et fellesskapsgrunnlag. Formålet med en slik fremgangsmåte er ikke å stenge Fellesskapets finansmarkeder men, ettersom Fellesskapet ønsker å holde sine finansmarkeder åpne for resten av verden, å fremme liberaliseringen av alle finansmarkeder i tredjestater. For dette formål fastsettes i dette direktiv fremgangsmåter for forhandling med tredjestater og, som en siste utvei, mulighet for å treffe tiltak som består i å suspendere nye søknader om tillatelse eller begrense antallet nye tillatelser.

Dette direktiv har som ett av sine formål å sikre tilstrekkelig vern for investorene. Det har derfor vist seg hensiktsmessig å ta hensyn til at de forskjellige kategorier av investorer ikke har de samme behov for vern, og til hvilken grad av faglig sakkunnskap de sitter inne med.

Medlemsstatene må sørge for at det ikke finnes noen hindring for at virksomhet som kommer inn under bestemmelsene om gjensidig anerkjennelse, kan utøves på samme måte som i hjemstaten, forutsatt at den ikke er i strid med gjeldende lover og forskrifter som skal verne allmennhetens interesser i vertsstaten.

En medlemsstat kan ikke begrense den rett investorer som har sitt vanlige bosted eller er etablert i vedkommende medlemsstat, har til å motta en hvilken som helst investeringstjeneste fra et investeringsforetak som omfattes av dette direktiv og som er beliggende utenfor medlemsstaten og utøver sin virksomhet utenfor medlemsstaten.

I visse medlemsstater kan avregning og oppgjør foretas gjennom institusjoner som ikke er en del av de markeder der transaksjonene finner sted. Når adgang til eller medlemskap i regulerte markeder nevnes i dette direktiv, må det derfor også omfatte adgang til eller medlemskap i de institusjoner som foretar avregning og oppgjør for de regulerte markeder.

Hver medlemsstat må sørge for at alle investeringsforetak som har fått tillatelse i en medlemsstat, samt alle finansielle instrumenter som noteres på et regulert marked i en medlemsstat, får lik behandling på dens territorium. Særlig må alle investeringsforetak ha samme mulighet for å bli medlem av eller ha adgang til regulerte

markeder. Uansett på hvilken måte transaksjonene finner sted i medlemsstatene, må de tekniske og juridiske begrensninger i adgangen til regulerte markeder avskaffes på de vilkår som er fastsatt i dette direktiv, og i henhold til bestemmelsene i dette direktiv.

I visse medlemsstater kan en kredittinstitusjon bare indirekte bli medlem av regulerte markeder, ved å etablere et spesialisert datterforetak. Den mulighet en kredittinstitusjon gis ved dette direktiv til å bli direkte medlem av regulerte markeder uten å etablere et spesialisert datterforetak, utgjør en viktig reform for disse medlemsstater, og alle følger av den bør vurderes på nytt i lys av utviklingen på finansmarkedene. På denne bakgrunn må den rapport Kommisjonen fremlegger for Rådet om dette spørsmålet senest 31. desember 1998, ta hensyn til alle faktorer som er nødvendige for at Rådet på nytt kan vurdere følgene for disse medlemsstater, og særlig risikoen for interessekonflikt og den grad av vern som gis investor.

Det er svært viktig at harmoniseringen av erstatningsordningene kommer til anvendelse samme dag som dette direktiv. Til den dag et direktiv om erstatningsordninger trer i kraft, har vertsstaten fortsatt mulighet for å kreve at dets egen erstatningsordning anvendes overfor de investeringsforetak, også kredittinstitusjoner, som har fått tillatelse i de øvrige medlemsstater, dersom hjemstaten ikke har noen erstatningsordning eller den ikke gir et tilsvarende vern.

De regulerte markeders struktur må fortsatt høre inn under nasjonal lovgivning, men slik lovgivning kan ikke utgjøre en hindring for en liberalisering av adgangen til vertsstatens regulerte markeder for de investeringsforetak som har fått tillatelse til å yte de aktuelle investeringstjenester i hjemstaten. Etter dette prinsippet finnes det i Forbundsrepublikken Tyskland og i Nederland lovbestemmelser om virksomhet som henholdsvis *Kursmakler* og *hoekman*, som sier at de ikke kan utøve sin virksomhet parallelt med annen virksomhet. Det må altså fastslås at en *Kursmakler* og en *hoekman* ikke kan yte tjenester i de øvrige medlemsstater. Uansett hjemstat kan ingen gjøre krav på å arbeide som *Kursmakler* eller *hoekman* uten å måtte overholde de samme regler om uforenlighet som dem som følger av å ha status som *Kursmakler* eller *hoekman*.

Det bør understrekes at dette direktiv ikke kan berøre bestemmelser som følger av rådsdirektiv 79/279/EØF om samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs⁶.

Et stabilt og velfungerende finanssystem og vern av investor forutsetter at det er vertsstatens rett og ansvar å forhindre og straffe enhver handling som et investeringsforetak foretar på dens territorium og som er i strid med regler for god forretningsskikk og andre lover og forskrifter den har vedtatt av hensyn til allmennhetens interesser, og å gripe inn i akutte situasjoner. Vedkommende myndigheter i vertsstaten må i forbindelse med utførelsen av sine oppgaver dessuten kunne regne med et meget nært samarbeid med vedkommende myndigheter i hjemstaten, særlig med hensyn til virksomhet i henhold til adgangen til å yte tjenester. Vedkommende myndigheter i hjemstaten har rett til å bli underrettet av vedkommende myndigheter i vertsstaten om tiltak som innebærer sanksjoner overfor et investeringsforetak eller begrensning av et investeringsforetaks virksomhet, og som disse myndigheter har truffet overfor investeringsforetak førstnevnte myndigheter har gitt tillatelse til, slik at de på en effektiv måte kan ivareta sine tilsynsoppgaver. For dette formål må samarbeidet mellom vedkommende myndigheter i hjemstaten og vertsstaten sikres.

Med det dobbelte formål å verne investorene og sørge for at verdipapirmarkedene virker som de skal, må det sikres at transaksjonene er gjennomsluktige og at de

6. EFT nr. L 66 av 16.3.1979, s. 21. Direktivet sist endret ved tiltredelsesakten for Spania og Portugal.

regler for regulerte markeder som er fastsatt for dette formål i dette direktiv, gjelder både for investeringsforetak og for kredittinstitusjoner når de deltar på markedet.

En gjennomgåelse av problemene på de områder som omfattes av rådsdirektivene om investeringstjenester og verdipapirer, med hensyn til anvendelsen av de tiltak som allerede foreligger og med sikte på en nærmere samordning, forutsetter at de nasjonale myndigheter og Kommisjonen må samarbeide i en komité. Nedsettelsen av en slik komité må ikke berøre andre former for samarbeid mellom tilsynsmyndighetene på dette området.

Det kan med jevne mellomrom bli nødvendig å foreta tekniske endringer av de detaljerte regler i dette direktiv av hensyn til den utvikling som finner sted i forbindelse med investeringstjenester. Kommisjonen vil, etter å ha forelagt saken for den komité for verdipapirer som skal nedsettes, foreta de nødvendige endringer -

VEDTATT DETTE DIREKTIV:

Avdeling I

Definisjoner og virkeområde

Artikkel 1

I dette direktiv menes med

1. «investeringstjeneste»: enhver tjeneste som er oppført i del A i vedlegget i forbindelse med et av de instrumenter som er angitt i del B i vedlegget, når en slik tjeneste ytes overfor tredjemann,
2. «investeringsforetak»: enhver juridisk person som til vanlig utøver et yrke eller en virksomhet som består i å yte en investeringstjeneste overfor tredjemann på forretningsmessig basis.

For dette direktivs formål kan medlemsstatene la begrepet investeringsforetak omfatte foretak som ikke er juridiske personer

- når de regler som gjelder for dem, gir tredjemanns interesser like godt vern som det som gis av juridiske personer, og
- forutsatt at de er underlagt et tilsvarende tilsyn tilpasset deres juridiske form.

Når slike fysiske personer yter tjenester som medfører oppbevaring av tredjemanns midler eller verdipapirer, kan de imidlertid betraktes som et investeringsforetak etter dette direktiv bare dersom følgende vilkår er oppfylt, med forbehold for øvrige krav i dette direktiv og i direktiv 93/6/EØF:

- tredjemanns eiendomsrett til verdipapirer og midler som tilhører vedkommende, skal være sikret, særlig dersom foretaket eller foretakets eiere blir insolvent, eller ved utlegg, motregningskrav eller andre rettslige skritt som tas av foretakets eller dets eieres kreditorer,
- investeringsforetaket skal være underlagt regler om tilsyn med foretakets, herunder eiernes, solvens,
- investeringsforetakets årsregnskap skal revideres av en eller flere personer som etter nasjonal lovgivning er autorisert til å revidere regnskaper,
- når et foretak har bare en eier, skal vedkommende sørge for at investorene er vernet dersom foretakets virksomhet opphører fordi eieren dør eller blir arbeidsudyktig eller som følge av andre lignende forhold.

Innen 31. desember 1997 skal Kommisjonen fremlegge rapport om anvendelsen av annet og tredje ledd og skal eventuelt foreslå at de endres eller oppheves.

Når en person utøver en virksomhet som nevnt i del A nr. 1 bokstav a) i vedlegget og virksomheten utøves bare for et investeringsforetaks regning og

på foretakets hele og fulle ansvar, skal denne virksomhet betraktes som investeringsforetakets virksomhet og ikke som vedkommende persons virksomhet,

3. «kredittinstitusjon»: en kredittinstitusjon etter artikkel 1 første strekpunkt i direktiv 77/780/EØF⁷, med unntak av de institusjoner som er omhandlet i artikkel 2 nr. 2 i nevnte direktiv,
4. «verdipapirer»:
 - aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer,
 - obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på kapitalmarkedet, og
 - 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, bortsett fra betalingsmidler,
5. «pengemarkedsinstrument»: de typer instrumenter som vanligvis omsettes på pengemarkedet,
6. «hjemstat»:
 - a) når investeringsforetaket er en fysisk person: den medlemsstat der vedkommende har sitt hovedkontor,
 - b) når investeringsforetaket er en juridisk person: den medlemsstat der vedkommende har sitt forretningskontor eller, dersom det etter nasjonal lovgivning ikke finnes et forretningskontor, den medlemsstat der hovedkontoret er,
 - c) når det dreier seg om et marked: den medlemsstat der det organ som administrerer handelssystemet har sitt forretningskontor eller, dersom det etter nasjonal lovgivning ikke finnes et forretningskontor, den medlemsstat der dette organ har sitt hovedkontor,
7. «vertsstat»: den medlemsstat der et investeringsforetak har en filial eller yter tjenester,
8. «filial»: et forretningssted uten selvstendig rettshandelsevne som er en del av et investeringsforetak, og som yter investeringstjenester som investeringsforetaket har fått tillatelse til; flere forretningssteder opprettet i samme medlemsstat av et investeringsforetak med hovedkontor i en annen medlemsstat, skal betraktes som en enkelt filial,
9. «vedkommende myndighet»: de myndigheter den enkelte medlemsstat utpeker etter artikkel 22,
10. «kvalifisert eierandel»: en direkte eller indirekte faktisk eierandel i et investeringsforetak som representerer minst 10 % av kapitalen eller stemmerettighetene eller som gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av det foretak der eierandelen besittes.

Ved anvendelsen av denne definisjon i forbindelse med artikkel 4 og 9 og de andre andelsprosenter som er nevnt i artikkel 9, skal det tas hensyn til stemmerettighetene omhandlet i artikkel 7 i direktiv 88/627/EØF⁸,
11. «hovedforetak»: et hovedforetak som definert i artikkel 1 og 2 i direktiv 83/349/EØF⁹,
12. «datterforetak»: et underforetak etter artikkel 1 og 2 i direktiv 83/349/EØF;

7. EFT nr. L 322 av 17.12.1977, s. 30. Direktivet sist endret ved direktiv 89/646/EØF (EFT nr. L 386 av 30.12.1989, s. 1).

8. EFT nr. L 348 av 17.12.1988, s. 62.

ethvert underforetak av et underforetak skal også betraktes som et datterforetak til det hovedforetak som står i spissen for disse foretakene,

13. «regulert marked»: et marked for finansielle instrumenter omhandlet i del B i vedlegget

- som er oppført på listen omhandlet i artikkel 16, satt opp av den medlemsstat som etter artikkel 1 nr. 6 bokstav c) er hjemstaten,
- som fungerer regelmessig,
- som karakteriseres ved at det finnes bestemmelser som vedkommende myndigheter har gitt eller godkjent og som fastlegger vilkårene for hvordan markedet skal virke, vilkårene for adgang til markedet samt, når direktiv 79/279/EØF får anvendelse, de vilkår for opptak til notering som der er fastsatt og, når nevnte direktiv ikke får anvendelse, de vilkår et finansielt instrument skal oppfylle for at det faktisk kan omsettes på markedet,
- der det kreves at alle krav om rapportering og åpenhet fastlagt etter artikkel 20 og 21 blir oppfylt,

14. «kontroll»: kontroll som definert i artikkel 1 i direktiv 83/349/EØF.

Artikkel 2

1. Dette direktiv skal gjelde for alle investeringsforetak. For kredittinstitusjoner hvis tillatelse, gitt etter direktiv 77/780/EØF og direktiv 89/646/EØF, omfatter en eller flere av de investeringstjenester som er nevnt i del A i vedlegget til dette direktiv, skal imidlertid bare nr. 4 i denne artikkel, artikkel 8 nr. 2, artikkel 10 og 11, artikkel 12 første ledd, artikkel 14 nr. 3 og 4 og artikkel 15, 19 og 20 gjelde.

2. Dette direktiv skal ikke gjelde for:

- a) forsikringsforetak som definert i artikkel 1 i direktiv 73/239/EØF¹⁰ eller artikkel 1 i direktiv 79/267/EØF¹¹, samt foretak som foretar gjenforsikring og retrocesjon som omhandlet i direktiv 64/225/EØF¹²,
- b) foretak som yter en investeringstjeneste bare overfor sitt hovedforetak, sine datterforetak eller et av sitt hovedforetaks andre datterforetak.
- c) personer som yter en investeringstjeneste, dersom det skjer ved enkelte anledninger som ledd i en yrkesvirksomhet og yrkesvirksomheten omfattes av lover eller forskrifter eller yrkesetiske regler som ikke utelukker at det kan ytes en slik tjeneste,
- d) foretak hvis investeringstjenester bare består i å forvalte en ordning for arbeidstakers eierandeler,
- e) foretak som yter investeringstjenester som tjenestene omhandlet i bokstav b) og d),
- f) medlemsstatenes sentralbanker og andre lignende nasjonale organer, samt offentlige organer som har ansvar for statsgjeldsforvaltningen, eller som deltar i slik forvaltning,
- g) foretak
 - som ikke kan sitte med penger eller verdipapirer som tilhører deres kunder og som derfor ikke på noe tidspunkt risikerer å komme i debet hos sine kun-

9. EFT nr. L 193 av 18.7.1983, s. 1. Direktivet sist endret ved direktiv 90/605/EØF (EFT nr. L 317 av 16.11.1990, s. 60).

10. EFT nr. L 228 av 16.8.1973, s. 3. Direktivet sist endret ved direktiv 90/619/EØF (EFT nr. L 330 av 29.11.1990, s. 50).

11. EFT nr. L 63 av 13.3.1979. Direktivet sist endret ved direktiv 90/618/EØF (EFT nr. L 330 av 29.11.1990, s. 44).

12. EFT nr. 56 av 4.4.1964, s. 878/64.

- der, og
- som bare kan yte en investeringstjeneste som går ut på å motta og videreformidle ordre om verdipapirer og andeler i foretak for kollektiv investering, og
 - som når de yter en slik tjeneste, kan videreformidle ordre bare til
 - i. investeringsforetak som er gitt tillatelse etter dette direktiv,
 - ii. kredittinstitusjoner som er gitt tillatelse etter direktiv 77/780/EØF og direktiv 89/646/EØF,
 - iii. filialer av investeringsforetak eller kredittinstitusjoner som er gitt tillatelse i en tredjestat og som er underlagt og overholder tilsynsregler som vedkommende myndigheter anser som minst like strenge som reglene i dette direktiv eller direktiv 89/646/EØF eller direktiv 93/6/EØF,
 - iv. foretak for kollektiv investering som etter en medlemsstats lovgivning har tillatelse til å markedsføre andeler overfor offentligheten, samt forvaltningen for slike foretak,
 - v. investeringsselskaper med fast kapital som definert i artikkel 15 nr. 4 i direktiv 77/91/EØF¹³, hvis verdipapirer noteres eller omsettes på et regulert marked i en medlemsstat, og
 - hvis virksomhet er underlagt lovbestemmelser eller yrkesetiske regler på nasjonalt plan,
- h) foretak for kollektiv investering, uansett om de er samordnet på fellesskapsplan eller ikke, samt depotmottakere og forretningsførere for slike foretak,
- i) personer som har som sin hovedvirksomhet å handle med råvarer seg imellom eller med produsenter eller profesjonelle brukere av slike varer, og som yter investeringstjenester bare til disse motparter og bare i det omfang som er nødvendig for å kunne utøve sin hovedvirksomhet,
- j) foretak hvis investeringstjenester bare består i å handle for egen regning på et terminhandel- 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. Ansvar for oppfyllelsen av de kontrakter slike foretak inngår, må ligge hos et medlem av en avregningssentral på det samme marked,
- k) sammenslutninger opprettet av danske pensjonsfond for det ene formål å forvalte aktiva for de pensjonsfond som deltar i sammenslutningen,
- l) *agenti di cambio* hvis virksomhet og funksjon er underlagt italiensk kongelig anordning nr. 222 av 7. mars 1925 med senere endringer, og som har tillatelse til å fortsette sin virksomhet etter artikkel 19 i den italienske lov nr. 1 av 2. januar 1991.

3. Kommisjonen skal senest 31. desember 1998 og deretter med jevne mellomrom utarbeide en rapport om anvendelsen av nr. 2 sammenholdt med del A i vedlegget, og skal om nødvendig foreslå endringer i definisjonen av de tjenester som omfattes av dette direktiv og de tjenester der direktivet ikke skal gjelde, på bakgrunn av dets anvendelse.

4. De rettigheter som gis ved dette direktiv, skal ikke omfatte tjenesteytelser som motpart til staten, til sentralbanken eller til andre nasjonale organer som ledd i den aktuelle medlemsstats penge- og valutapolitikk eller politikk for forvaltning av statsgjeld og offentlige reserver.

13. EFT nr. L 26 av 31.1.1977. Direktivet sist endret ved tiltredelsesakten for Spania og Portugal.

*Avdeling II**Vilkår for adgang til å yte investeringstjenester**Artikkel 3*

1. Hver medlemsstat skal sørge for at de investeringsforetak den er hjemstat for, skal ha adgang til å yte investeringstjenester bare dersom de har fått tillatelse. Tillatelsen skal gis av vedkommende myndigheter i hjemstaten, utpekt i samsvar med artikkel 22. Tillatelsen skal angi hvilke investeringstjenester nevnt i del A i vedlegget som foretaket har tillatelse til å utføre. Tillatelsen kan også omfatte en eller flere av de tilknyttede tjenester som er nevnt i del C i vedlegget. Det kan ikke i noe tilfelle gis tillatelse etter dette direktiv til tjenesteytelser som er oppført bare i del C i vedlegget.

2. Medlemsstatene skal kreve at
- investeringsforetak som er juridiske personer og som etter sin nasjonale lovgivning har et forretningskontor, skal ha hovedkontor og forretningskontor i samme medlemsstat,
 - andre investeringsforetak skal ha hovedkontor i den medlemsstat som har gitt tillatelsen, og hvor de faktisk utøver sin virksomhet.
3. Med forbehold for andre alminnelige vilkår i den nasjonale lovgivning skal vedkommende myndigheter ikke gi tillatelse med mindre
- investeringsforetaket har tilstrekkelig startkapital i henhold til reglene i direktiv 93/6/EØF, idet det tas hensyn til hvilken type investeringstjeneste det dreier seg om,
 - de som faktisk leder investeringsforetakets virksomhet, oppfyller de nødvendige krav til god vandel og erfaring.

Retningslinjene for foretakets virksomhet skal fastlegges av minst to personer som oppfyller vilkårene ovenfor. Vedkommende myndigheter kan imidlertid også gi tillatelse til investeringsforetak som er fysiske personer, eller som på grunn av virksomhetens art og omfang er juridiske personer, og som i samsvar med sine vedtekter og nasjonale lover ledes av en enkelt fysisk person, når en egnet ordning sikrer et tilsvarende resultat, særlig med hensyn til artikkel 1 nr. 2 tredje ledd siste strekpunkt.

4. Medlemsstatene skal også kreve at søknaden om tillatelse er vedlagt en driftsplan der det særlig angis hvilken type virksomhet som er planlagt, og hvordan investeringsforetaket skal være organisert.

5. Søkeren skal innen seks måneder etter at søknaden er innlevert, underrettes om hvorvidt tillatelse er gitt. Avslag på søknaden skal grunngis.

6. Når en tillatelse er gitt, kan investeringsforetaket starte sin virksomhet umiddelbart.

7. Vedkommende myndigheter kan tilbakekalle tillatelsen til et investeringsforetak som omfattes av dette direktiv, bare når investeringsforetaket

- a) innen tolv måneder ikke gjør bruk av tillatelsen, gir uttrykkelig avkall på den eller har opphørt å yte investeringstjenester i mer enn seks måneder, med mindre den berørte medlemsstat fastsetter at tillatelsen i slike tilfeller bortfaller,
- b) har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
- c) ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen,
- d) ikke lenger overholder bestemmelsene i direktiv 93/6/EØF,
- e) har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske overtredelser av bestemmelser vedtatt etter artikkel 10 og 11,

- f) kommer inn under et av de øvrige tilfeller der nasjonal lovgivning fastsetter at tillatelsen skal tilbakekalles.

Artikkel 4

Vedkommende myndigheter skal ikke gi tillatelse som gir adgang til å starte virksomhet som investeringsforetak før de har fått melding om identiteten til aksjeeiere eller deltakere, enten de er fysiske eller juridiske personer, som direkte eller indirekte har en kvalifisert eierandel, og om størrelsen på denne eierandel.

Vedkommende myndigheter skal nekte å gi tillatelse dersom de, fordi det er nødvendig å sikre en god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket, ikke er overbevist om at ovennevnte aksjeeiere eller deltakere er egnet.

Artikkel 5

Medlemsstatene skal ikke anvende bestemmelser overfor filialer av investeringsforetak med forretningskontor utenfor Fellesskapet når de starter eller allerede utøver sin virksomhet, som gir dem en gunstigere behandling enn den som gis filialer av investeringsforetak med forretningskontor i en medlemsstat.

Artikkel 6

Det skal finne sted forutgående samråd med vedkommende myndigheter i den annen berørte medlemsstat når det gis tillatelse til et investeringsforetak som er

- datterforetak av et investeringsforetak eller en kredittinstitusjon med tillatelse i en annen medlemsstat, eller
- datterforetak av et hovedforetak for et investeringsselskap eller en kredittinstitusjon med tillatelse i en annen medlemsstat, eller
- kontrollert av de samme fysiske eller juridiske personer som kontrollerer et investeringsforetak eller en kredittinstitusjon med tillatelse i en annen medlemsstat.

Avdeling III

Forbindelser med tredjestater

Artikkel 7

Vedkommende myndigheter i medlemsstatene skal underrette Kommisjonen

- a) om alle tillatelser som er gitt til et direkte eller indirekte datterforetak av ett eller flere hovedforetak som hører inn under lovgivningen i en tredjestat,
- b) hver gang et slikt hovedforetak erverver en eierandel i et investeringsforetak i Fellesskapet slik at sistnevnte blir et datterforetak av hovedforetaket.

I begge tilfeller skal Kommisjonen underrette Rådet, i påvente av at Rådet etter forslag fra Kommisjonen nedsetter en komité for verdipapirer.

Når det er gitt tillatelse til et direkte eller indirekte datterforetak av ett eller flere hovedforetak som hører inn under lovgivningen i en tredjestat, skal gruppens struktur være angitt i den melding vedkommende myndigheter skal oversende Kommisjonen.

2. Medlemsstatene skal underrette Kommisjonen om generelle vanskeligheter som deres investeringsforetak støter på når de etablerer seg eller utøver investeringstjenester i en tredjestat.

3. Kommisjonen skal, første gang senest seks måneder før iverksettelsen av dette direktiv og deretter jevnlig, utarbeide en rapport om den behandling Fellesskapets investeringsforetak har fått i tredjestater, ut fra kriteriene i nr. 4 og 5, med hensyn til etablering og utøvelse av investeringstjenester, samt erverv av eierandeler i tredjestaters investeringsforetak. Kommisjonen skal oversende rapportene til Rådet sammen med eventuelle hensiktsmessige forslag.

4. Når Kommisjonen, enten på grunnlag av rapportene omhandlet i nr. 3 eller på grunnlag av andre opplysninger, fastslår at en tredjestat ikke gir Fellesskapets investeringsforetak en reell markedsadgang som kan sammenliknes med den Fellesskapet gir vedkommende tredjestats investeringsforetak, kan Kommisjonen forelegge Rådet et forslag til et passende forhandlingsmandat med sikte på å oppnå sammenlignbare konkurransemuligheter for Fellesskapets investeringsforetak. Rådet skal treffe sin beslutning med kvalifisert flertall.

5. Når Kommisjonen, enten på grunnlag av rapportene omhandlet i nr. 3 eller på grunnlag av andre opplysninger, fastslår at Fellesskapets investeringsforetak i en tredjestat ikke gis de samme konkurransemuligheter som dem som tilbys nasjonale investeringsforetak og at vilkårene for reell markedsadgang ikke er oppfylt, kan den innlede forhandlinger for å bøte på situasjonen.

I tilfellene beskrevet i første ledd kan det også på et hvilket som helst tidspunkt, og samtidig som det innledes forhandlinger etter fremgangsmåten som skal fastsettes i det direktiv der Rådet nedsetter komiteen omhandlet i nr. 1, besluttes at vedkommende myndigheter i medlemsstatene skal begrense eller utsette vedtak i forbindelse med fremtidige søknader om tillatelse eller søknader som allerede er kommet inn, og om erverv av eierandeler foretatt av direkte eller indirekte hovedforetak som hører inn under lovgivningen i den aktuelle tredjestat. Tiltakenes varighet skal ikke overstige tre måneder.

Før utløpet av fristen på tre måneder og i lys av forhandlingsresultatet, kan Rådet etter forslag fra Kommisjonen treffe beslutning med kvalifisert flertall om hvorvidt tiltakene skal opprettholdes.

Slik begrensning eller utsettelse kan ikke få anvendelse når investeringsforetak som er gitt tillatelse i Fellesskapet, eller deres datterforetak, oppretter datterforetak, eller når slike investeringsforetak eller datterforetak erverver eierandeler i et investeringsforetak i Fellesskapet.

6. Når Kommisjonen fastslår at en av situasjonene omhandlet i nr. 4 og 5 har oppstått, skal medlemsstatene etter anmodning fra Kommisjonen underrette den om:

- a) enhver søknad om tillatelse for et direkte eller indirekte datterforetak av ett eller flere hovedforetak som hører inn under lovgivningen i vedkommende tredjestat,
- b) enhver plan de har fått seg forelagt i samsvar med artikkel 9 om et slikt foretaks erverv av en eierandel i et investeringsforetak i Fellesskapet, slik at dette blir et datterforetak av førstnevnte.

Denne opplysningsplikt skal bortfalle når en avtale inngås med tredjestaten nevnt i nr. 4 eller 5 eller når tiltakene omhandlet i nr. 5 annet og tredje ledd ikke lenger anvendes.

7. Tiltak som treffes etter denne artikkel, skal være i samsvar med Fellesskapets forpliktelser i henhold til bilaterale og multilaterale avtaler om adgang til å starte og utøve virksomhet som investeringsforetak.

*Avdeling IV**Vilkår for å utøve virksomhet som investeringsforetak**Artikkel 8*

1. Vedkommende myndigheter i hjemstaten skal kreve at et investeringsforetak som har fått tillatelse, til enhver tid oppfyller vilkårene omhandlet i artikkel 3 nr. 3.

2. Vedkommende myndigheter i hjemstaten skal kreve at et investeringsforetak som har fått tillatelse, overholder reglene fastsatt i direktiv 93/6/EØF.

3. Vedkommende myndigheter i hjemstaten skal føre tilsyn med et investeringsforetak, uansett om investeringsforetaket etablerer en filial eller ikke, eller om det yter tjenester i en annen medlemsstat, med forbehold for de bestemmelser i dette direktiv som innebærer at myndighetene i vertsstaten gis myndighet.

Artikkel 9

Medlemsstatene skal fastsette at enhver person som har til hensikt direkte eller indirekte å erverve en kvalifisert eierandel i et investeringsforetak, på forhånd skal underrette vedkommende myndigheter om dette og opplyse om eierandelens størrelse. Enhver person skal på samme måte underrette vedkommende myndigheter dersom vedkommende har til hensikt å øke sin kvalifiserte eierandel så mye at vedkommendes andel av stemmerettigheter eller kapital når opp til eller overstiger 20 %, 33 % eller 50 % eller at investeringsforetaket blir vedkommendes datterforetak.

Med forbehold for bestemmelsene i nr. 2 skal vedkommende myndigheter ha en frist på høyst tre måneder fra dagen for underretning som fastsatt i første ledd til å motsette seg en slik plan dersom de, fordi det er nødvendig å sikre en god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket, ikke er overbevist om at den person som er omhandlet i første ledd, er egnet. Dersom myndighetene ikke motsetter seg planen, kan de fastsette et frist for å gjennomføre den.

2. Dersom den som har ervervet eierandelene omhandlet i nr. 1 er et investeringsforetak med tillatelse i en annen medlemsstat eller hovedforetaket til et investeringsforetak med tillatelse i en annen medlemsstat, og det berørte investeringsforetak blir erververens datterforetak eller kontrollert av vedkommende, skal ervervet vurderes ved forutgående samråd som omhandlet i artikkel 6.

3. Medlemsstatene skal fastsette at enhver person som har til hensikt direkte eller indirekte å avhende en kvalifisert eierandel i et investeringsforetak, på forhånd skal underrette vedkommende myndigheter om dette og opplyse om den påtenkte eierandelens størrelse. Enhver person skal på samme måte underrette vedkommende myndigheter dersom vedkommende har til hensikt å redusere sin kvalifiserte eierandel så mye at vedkommendes andel av stemmerettigheter eller kapital kommer under 20 %, 33 % eller 50 % eller slik at investeringsforetaket ikke lenger er vedkommendes datterforetak.

4. Så snart de får kjennskap til det, skal investeringsforetakene underrette vedkommende myndigheter om erverv eller avhendelse av eierandeler i deres kapital som fører til at andelen overstiger eller faller under en av tersklene nevnt i nr. 1 og 3.

De skal også minst en gang i året gi vedkommende myndigheter melding om identiteten til aksjeeiere og deltakere som eier kvalifiserte eierandeler, og om andelenes størrelse, slik det f.eks. fremgår av opplysninger som gis på den årlige generalforsamling for aksjeeiere og deltakere, eller av opplysninger mottatt etter de bestemmelser som gjelder for børsnoterte selskaper.

5. Medlemsstatene skal kreve at vedkommende myndigheter, dersom personene omhandlet i nr. 1 gjør sin innflytelse gjeldende på en måte som kan skade en

god og fornuftig forvaltning av investeringsforetaket, treffer passende tiltak for å bringe denne situasjon til opphør. Slike tiltak kan blant annet omfatte påbud, sanksjoner overfor ledelsen eller suspensjon av de stemmerettigheter som er knyttet til vedkommende aksjeeieres eller deltakeres aksjer eller andeler.

Lignende tiltak skal anvendes overfor personer som ikke overholder plikten til forutgående underretning fastsatt i nr. 1. Når en andel erverves til tross for at vedkommende myndigheter har motsatt seg det, skal medlemsstatene, uavhengig av andre sanksjoner, fastsette at de tilsvarende stemmerettigheter skal suspenderes eller at de avgitte stemmer skal erklæres ugyldige eller kan annulleres.

Artikkel 10

Hjemstaten skal utarbeide tilsynsregler som investeringsforetaket til enhver tid skal overholde. Reglene skal særlig inneholde krav om at investeringsforetaket

- har gode administrasjons- og regnskapsrutiner, kontroll- og sikkerhetsordninger på edb-området, samt tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som blant annet omfatter regler for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ansatte,
- treffer tilfredsstillende tiltak med hensyn til de verdipapirer som tilhører investorer, med sikte på å verne deres eiendomsrett, særlig dersom foretaket blir insolvent, og for å forhindre at investeringsforetaket benytter investorenes verdipapirer for egen regning, med mindre investorene uttrykkelig har gitt sitt samtykke til dette,
- treffer tilfredsstillende tiltak med hensyn til de midler som tilhører investorene, med sikte på å verne deres rettigheter og for å forhindre at investeringsforetak som ikke er kredittinstitusjoner, benytter investorenes midler for egen regning,
- sørger for at det blir ført en liste over utførte transaksjoner som skal være minst så fyllestgjørende at hjemstatens myndigheter kan kontrollere om de tilsynsregler hvis anvendelse de har ansvar for, er overholdt; slike lister skal oppbevares i det tidsrom vedkommende myndigheter fastsetter,
- 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. Ved opprettelse av en filial kan likevel organisasjonsmåten ikke være i strid med de regler for god forretningsskikk som vertsstaten har fastsatt med hensyn til interessekonflikter.

Artikkel 11

1. Medlemsstatene skal utarbeide regler for god forretningsskikk, som investeringsforetakene til enhver tid skal overholde. Slike regler skal minst gjennomføre prinsippene i strekpunktene som følger og skal anvendes på en slik måte at det tas hensyn til arten av yrket til den som mottar tjenesten. Medlemsstatene skal også anvende reglene på de tilknyttede tjenester som er nevnt i del C i vedlegget. Etter disse prinsipper skal investeringsforetaket

- opptre redelig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet, slik at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas så godt som mulig,
- utvise den nødvendige kompetanse, omhu og interesse i sin opptreden, slik at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas så godt som mulig,
- ha og effektivt benytte de ressurser og de fremgangsmåter som er nødvendige for å kunne utøve virksomheten på en god måte,
- sørge for å få opplysninger om kundenes økonomiske stilling, investerings erfaring og målsetting for de ønskede tjenester,

- på egnet måte gi de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder,
- bestrebe seg på å unngå interessekonflikter, og når det ikke lar seg gjøre, sørge for at dets kunder får en rimelig behandling,
- overholde alle bestemmelser som gjelder for utøvelsen av dets virksomhet, slik at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas så godt som mulig.

2. Med forbehold for de beslutninger som skal treffes som ledd i en harmonisering av reglene for god forretningsskikk, skal den medlemsstat der tjenesten ytes, fortsatt ha ansvar for iverksettelsen av reglene og kontrollen med at de overholdes.

3. Når et investeringsforetak utfører en ordre skal, ved anvendelse av reglene omhandlet i nr. 1, kriteriet for arten av investors yrke vurderes i forhold til den investor som er opphavsmann til ordren, uansett om den plasseres direkte av investoren selv eller indirekte gjennom et investeringsforetak som tilbyr en tjeneste som nevnt i del A nr. 1 bostav a) i vedlegget.

Artikkel 12

Et investeringsforetak skal før det gjør forretninger med investorer, opplyse dem om hvilken erstatningsordning eller tilsvarende vern som gjelder for de aktuelle transaksjoner, hvilken dekning som gis etter disse ordninger, eller om at det ikke finnes slike ordninger eller slik erstatning.

Rådet merker seg Kommisjonens opplysning om at den vil fremlegge forslag for Rådet om harmonisering av erstatningsordningene i forbindelse med investeringsforetaks transaksjoner senest 31. juli 1993. Rådet vil ta stilling til forslagene så snart som mulig, slik at de ordninger som foreslås, kan komme til anvendelse samme dag som dette direktiv iverksettes.

Artikkel 13

Bestemmelsene i dette direktiv er ikke til hinder for at investeringsforetak som er gitt tillatelse i en annen medlemsstat, kan reklamere for sine tjenester gjennom alle kommunikasjonsmidler som er til rådighet i vertsstaten, forutsatt at de overholder de regler om reklamens form og innhold som er vedtatt av hensyn til allmennhetens interesser.

Avdeling V

Bestemmelser om etableringsadgang og adgang til å yte tjenester

Artikkel 14

1. Medlemsstatene skal sørge for at ethvert investeringsforetak som har fått tillatelse og er underlagt tilsyn av vedkommende myndigheter i en annen medlemsstat i samsvar med dette direktiv, på deres territorium kan utføre investeringstjenester og andre tjenester oppført i del C i vedlegget i samsvar med artikkel 17, 18 og 19, enten ved at det opprettes en filial eller ved at det ytes tjenester, forutsatt at tjenestene omfattes av tillatelsen.

Dette direktiv berører ikke vertsstatens myndighet med hensyn til andeler i foretak for kollektiv investering som ikke omfattes av direktiv 85/611/EØF¹⁴.

14. EFT nr. L 375 av 31.12.1985, s.3. Direktivet sist endret ved direktiv 88/220/EØF (EFT nr. L 100 av 19.4.1988, s. 31).

2. Medlemsstatene kan ikke gjøre opprettelsen av en filial eller ytelsen av tjenester som omhandlet i nr. 1 betinget av krav om tillatelse eller krav om innskutt kapital eller andre tiltak med tilsvarende virkning.

3. En medlemsstat kan kreve at transaksjoner i forbindelse med tjenestene omhandlet i nr. 1 skal foretas på et regulert marked, når de oppfyller samtlige av følgende kriterier:

- investor skal ha sitt vanlige bosted eller være etablert i medlemsstaten,
- investeringsforetaket skal foreta transaksjonen enten gjennom et hovedforetak eller en filial som er beliggende i medlemsstaten eller i henhold til adgangen til å yte tjenester i medlemsstaten,
- transaksjonen skal gjelde et instrument som omsettes på et regulert marked i medlemsstaten.

4. Når en medlemsstat anvender nr. 3, skal den gi de investorer som har sitt vanlige bosted eller er etablert i medlemsstaten, rett til å unnlate å oppfylle plikten i nr. 3 og til å få transaksjonene omhandlet i nr. 3 utført utenom et regulert marked. Medlemsstatene kan bestemme at en slik rett kan utøves bare når det foreligger en utrykkelig tillatelse, idet det tas hensyn til at investorene ikke har de samme behov for vern, og særlig til at de profesjonelle og institusjonelle investorer må gis mulighet til å ivareta sine interesser så godt som mulig. Denne tillatelsen skal under alle omstendigheter kunne gis på vilkår som ikke er til hinder for at investors ordre utføres umiddelbart.

5. Kommisjonen skal fremlegge en rapport om anvendelsen av bestemmelsene i nr. 3 og 4 senest 31. desember 1998 og skal eventuelt foreslå endringer.

Artikkel 15

1. Med forbehold for etableringsadgangen og adgangen til å yte tjenester som omhandlet i artikkel 14 skal vertsstaten sørge for at investeringsforetak som av vedkommende myndigheter i sin hjemstat er gitt tillatelse til å yte tjenester som nevnt i del A nr. 1 bokstav b) og nr. 2 i vedlegget, direkte eller indirekte kan bli medlemmer av eller få adgang til de regulerte markeder i vertsstaten der det ytes lignende tjenester, samt få adgang til eller bli medlemmer av de avregnings- og oppgjørsordninger som der stilles til rådighet for medlemmer av regulerte markeder.

Medlemsstatene skal oppheve alle nasjonale lover og forskrifter eller regler for regulerte markeder som begrenser det antall personer som kan tas opp. Dersom adgangen til et regulert marked er begrenset på grunn av markedets juridiske struktur eller tekniske kapasitet, skal medlemsstatene sørge for at strukturen og kapasiteten jevnlig tilpasses.

2. Medlemskap av eller adgang til et regulert marked forutsetter at kravene til investeringsforetaks kapitaldekningsgrad overholdes, og at dette kontrolleres av hjemstaten i samsvar med direktiv 93/6/EØF.

Medlemsstatene skal ha rett til å stille ytterligere krav til kapital bare i forbindelse med forhold som ikke omfattes av nevnte direktiv.

Adgang til et regulert marked, opptak som medlem eller fortsatt adgang eller medlemskap skal være betinget av at det regulerte markedets regler om opprettelse og administrasjon av dette marked overholdes, og av at reglene om transaksjoner på dette marked, de faglige krav som stilles til personalet som arbeider på dette marked eller i forbindelse med det, og reglene og fremgangsmåtene i forbindelse med avregnings- og oppgjørsordninger overholdes. Det kan foretas hensiktsmessig tilpasning av de nærmere bestemmelser for gjennomføringen av disse regler og frem-

gangsmåter, særlig for å sikre at de medfølgende forpliktelser oppfylles, men det forutsettes imidlertid at artikkel 28 overholdes.

3. En vertsstat skal for å oppfylle forpliktelsen i nr. 1 gi de investeringsforetak som der er nevnt, valget mellom å bli medlem av eller få adgang til dens regulerte markeder

- direkte, ved å opprette en filial i vertsstaten, eller
- indirekte, ved å opprette et datterforetak i vertsstaten eller ved å erverve et foretak i vertsstaten som allerede er medlem av eller har adgang til disse markeder.

Medlemsstater som på det tidspunkt dette direktiv blir vedtatt, anvender en lovgivning der en kredittinstitusjon kan bli medlem av eller få adgang til et slikt marked bare gjennom et spesialisert datterforetak, kan imidlertid frem til 31. desember 1996 fortsatt stille dette krav, uten forskjellsbehandling, til kredittinstitusjoner fra andre medlemsstater med hensyn til adgang til det regulerte marked.

Kongeriket Spania, Republikken Hellas og Republikken Portugal kan forlenge dette tidsrommet til 31. desember 1999. Ett år før denne dato skal Kommisjonen utarbeide en rapport der det tas hensyn til de erfaringer som er gjort med anvendelsen av denne artikkel, og skal eventuelt fremlegge et forslag. Rådet, som treffer sin beslutning med kvalifisert flertall, kan bestemme at ordningen skal gjennomgås på nytt.

4. Med forbehold for nr. 1, 2 og 3 kan et investeringsforetak som omhandlet i nr. 1, dersom reglene for virksomhet på regulerte markeder i vertsstaten ikke inneholder krav om fysisk tilstedeværelse, på dette grunnlag bli medlem av eller få adgang til disse markeder uten å være etablert i vertsstaten. Hjemstaten skal tillate at regulerte markeder i vertsstaten sørger for de nødvendige midler på hjemstatens territorium, slik at dens investeringsforetak kan opptas på et regulert marked i en vertsstat i samsvar med dette nummer.

5. Bestemmelsene i denne artikkel er ikke til hinder for at medlemsstatene kan tillate eller forby opprettelse av nye markeder på sitt territorium.

6. Denne artikkel berører ikke

- reglene for å utøve virksomhet som *Kursmakler* i Forbundsrepublikken Tyskland,
- reglene for å utøve virksomhet som *hoekman* i Nederland.

Artikkel 16

Enhver medlemsstat skal, med henblikk på en gjensidig anerkjennelse og gjennomføringen av dette direktiv, utarbeide en liste over de regulerte markeder som den er hjemstat for og som er i samsvar med dens bestemmelser, og til orientering oversende listen til de øvrige medlemsstater og til Kommisjonen, samt bestemmelsene om disse regulerte markeders organisering og funksjon. Enhver endring i denne listen eller i disse reglene skal oversendes på samme måte. Kommisjonen skal offentliggjøre listene over regulerte markeder og ajourføringene av dem i *De Europeiske Fellesskaps Tidende* minst en gang i året.

Innen 31. desember 1996 skal Kommisjonen utarbeide en rapport om de opplysninger den har mottatt på denne måten, og skal eventuelt foreslå endringer av definisjonen av et regulert marked i dette direktiv.

Artikkel 17

1. Et investeringsforetak som ønsker å etablere en filial på en annen medlemsstats territorium skal, i tillegg til å oppfylle vilkårene i artikkel 3, gi vedkommende myndigheter i hjemstaten melding om dette.

2. Medlemsstatene skal kreve at et investeringsforetak som ønsker å etablere en filial i en annen medlemsstat, gir følgende opplysninger sammen med meldingen nevnt i nr. 1:

- a) i hvilken medlemsstat investeringsforetaket har til hensikt å etablere en filial,
- b) en virksomhetsplan der det blant annet angis hva slags virksomhet som er planlagt og hvordan filialen skal være organisert,
- c) adresse i vertsstaten der dokumenter kan innhentes,
- d) navnet på dem som utgjør filialens ledelse.

3. Med mindre vedkommende myndigheter i hjemstaten har grunn til å betvile at investeringsforetakets administrative struktur eller økonomiske stilling er god nok, tatt i betraktning den virksomhet som er planlagt, skal de innen tre måneder etter at de har mottatt opplysningene nevnt i nr. 2, oversende dem til vedkommende myndigheter i vertsstaten og underrette det berørte investeringsforetak om dette.

De skal også oversende opplysninger om enhver erstatningsordning som har som formål å verne filialens investorer.

Når vedkommende myndigheter i hjemstaten nekter å oversende opplysningene nevnt i nr. 2 til vedkommende myndigheter i vertsstaten, skal de innen tre måneder etter at de har mottatt alle opplysningene, begrunne avslaget overfor det berørte investeringsselskap. Et slikt avslag eller manglende svar skal kunne prøves for domstolene i hjemstaten.

4. Før et investeringsforetaks filial starter sin virksomhet, skal vedkommende myndigheter i vertsstaten innen to måneder etter at de har mottatt opplysningene nevnt i nr. 3, forberede tilsynet med investeringsforetaket i samsvar med artikkel 19, og eventuelt opplyse om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk, som av hensyn til allmennhetens interesser skal gjelde for utøvelse av virksomheten i vertsstaten.

5. Så snart det foreligger opplysninger fra vedkommende myndighet i vertsstaten, eller dersom det ikke er mottatt noen opplysninger fra vertsstaten innen utløpet av fristen fastsatt i nr. 4, kan filialen etableres og starte sin virksomhet.

6. Dersom det foretas endring i noen av de opplysninger som er oversendt i samsvar med nr. 2 bokstav b), c) og d), skal investeringsforetaket gi skriftlig melding om endringen til vedkommende myndigheter i hjemstaten og vertsstaten minst en måned før endringen foretas, slik at vedkommende myndigheter i hjemstaten kan ta stilling til endringen i samsvar med nr. 3, og vedkommende myndigheter i vertsstaten i samsvar med nr. 4.

7. Dersom det foretas endring i de opplysninger som er oversendt i samsvar med nr. 3 annet ledd, skal hjemstatens myndigheter underrette vertsstatens myndigheter om dette.

Artikkel 18

1. Et investeringsforetak som for første gang ønsker å utøve virksomhet i henhold til adgangen til å yte tjenester på en annen medlemsstats territorium, skal gi vedkommende myndigheter i hjemstaten melding om

- i hvilken medlemsstat investeringsforetaket har til hensikt å utøve virksomhet,
- en virksomhetsplan, der det særlig angis hvilken eller hvilke investeringstjenester som skal ytes.

2. Vedkommende myndigheter i hjemstaten skal innen en måned etter å ha mottatt meldingen nevnt i nr. 1 oversende den til vedkommende myndigheter i vertsstaten. Investeringsforetaket kan så begynne å yte den eller de aktuelle investeringstjenester i vertsstaten.

Vedkommende myndigheter i vertsstaten skal, så snart de har mottatt meldingen nevnt i nr. 1, eventuelt opplyse investeringsforetaket om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk, som av hensyn til allmennhetens interesser skal gjelde for den som yter de aktuelle investeringstjenester i vertsstaten.

3. Ved endring av opplysninger gitt etter nr. 1 annet ledd skal investeringsforetaket gi skriftlig melding om dette til vedkommende myndigheter i hjemstaten og vertsstaten før endringen foretas, slik at vedkommende myndigheter i vertsstaten eventuelt kan opplyse foretaket om endringer eller tilføyelser som må gjøres i de opplysninger som er oversendt i samsvar med nr. 2.

Artikkel 19

1. Vertsstaten kan til statistisk bruk kreve at ethvert investeringsforetak som har en filial på dens territorium, jevnlig skal sende en rapport om sin virksomhet der til vedkommende myndigheter i vertsstaten.

Vertsstaten kan, for å ivareta det pengepolitiske ansvar som er pålagt den, med forbehold for de tiltak som er nødvendige for å styrke Det europeiske valutasystem, på sitt territorium kreve de samme opplysninger av alle filialer av investeringsforetak hjemmehørende i andre medlemsstater som dem den for samme formål krever av nasjonale investeringsforetak.

2. Vertsstaten kan, for å ivareta det ansvar som er pålagt den etter dette direktiv, kreve de samme opplysninger av investeringsforetakets filialer som dem den for samme formål krever av nasjonale investeringsforetak.

Vertsstaten kan kreve at investeringsforetak som driver virksomhet på dens territorium i henhold til adgangen til å yte tjenester, gir de opplysninger som er nødvendige for at det kan kontrolleres at de overholder de standarder i vertsstaten som gjelder for dem; disse krav kan ikke være strengere enn dem de aktuelle medlemsstater stiller til etablerte selskaper for å kunne kontrollere at de overholder de samme standarder.

3. Når vedkommende myndigheter i vertsstaten fastslår at et investeringsforetak som har en filial eller yter tjenester på dens territorium, ikke overholder de lover eller forskrifter som er vedtatt der i henhold til bestemmelsene i dette direktiv og som bemyndiger vedkommende myndigheter i vertsstaten, skal de kreve at det berørte investeringsforetak bringer denne uregelmessighet til opphør.

4. Dersom det aktuelle investeringsforetak unnlater å treffe de nødvendige tiltak, skal vedkommende myndigheter i vertsstaten underrette vedkommende myndigheter i hjemstaten om dette. Vedkommende myndigheter i hjemstaten skal så raskt som mulig treffe alle nødvendige tiltak for at det berørte investeringsforetak bringer denne uregelmessighet til opphør. Tiltakenes art skal meddeles vedkommende myndigheter i vertsstaten.

5. Dersom investeringsforetaket fortsetter å bryte lovbestemmelsene nevnt i nr. 3 som gjelder i vertsstaten, til tross for tiltakene som er truffet av hjemstaten eller fordi tiltakene viser seg å være utilstrekkelige eller ikke foreligger i denne staten, kan vertsstaten etter å ha underrettet vedkommende myndigheter i hjemstaten treffe passende tiltak for å forhindre eller straffe nye uregelmessigheter og om nødvendig forhindre at investeringsforetaket foretar nye transaksjoner på dens territorium. Medlemsstatene skal sørge for at de dokumenter som er nødvendige for tiltakene, kan forkynnes for investeringsforetakene på deres territorium.

6. Bestemmelsene nevnt ovenfor skal ikke berøre vertsstatens myndighet til å treffe passende tiltak for på sitt territorium å forhindre eller straffe handlinger som er i strid med regler for god forretningsskikk vedtatt etter artikkel 11, samt andre lover eller forskrifter vedtatt av hensyn til allmennhetens interesser. Dette omfatter mulighet til å forhindre at et investeringsforetak som bryter bestemmelsene, foretar nye transaksjoner på dens territorium.

7. Ethvert tiltak som blir truffet etter nr. 4, 5 og 6 og som innebærer sanksjoner eller begrensninger i et investeringsforetaks virksomhet, skal behørig begrunnes og meddeles det berørte investeringsforetak. Tiltaket kan prøves for domstolene i den medlemsstat der det ble truffet.

8. Før fremgangsmåten fastsatt i nr. 2, 3 og 4 iverksettes, kan vedkommende myndigheter i vertsstaten i hastesaker treffe de tiltak som måtte være nødvendige for å verne interessene til investorer og andre som mottar tjenester. Kommisjonen og vedkommende myndigheter i de øvrige berørte medlemsstater skal underrettes om tiltakene så snart som mulig.

Kommisjonen kan etter å rådført seg med vedkommende myndigheter i de berørte medlemsstater bestemme at den berørte medlemsstat skal endre eller oppheve tiltakene.

9. Dersom tillatelsen tilbakekalles, skal vedkommende myndigheter i vertsstaten underrettes, og de skal treffe passende tiltak for å forhindre at det berørte investeringsforetak foretar nye transaksjoner på dens territorium og for å verne investorernes interesser. Hvert annet år skal Kommisjonen fremlegge en rapport for en komité for verdipapirer som skal nedsettes på et senere tidspunkt, om slike tilfeller.

10. Medlemsstatene skal meddele Kommisjonen hvor mange og hva slags tilfeller som er gitt avslag i samsvar med artikkel 17, eller der det er truffet tiltak i samsvar med nr. 5. Hvert annet år skal Kommisjonen fremlegge en rapport for en komité for verdipapirer som skal nedsettes på et senere tidspunkt, om slike tilfeller.

Artikkel 20

1. For å sikre at myndigheter som har ansvar for markeder og tilsyn, har til rådighet de opplysninger som er nødvendige for at de skal kunne utføre sin oppgave, skal hjemstaten minst kreve

- a) at investeringsforetakene, med forbehold for de tiltak som er truffet etter artikkel 10, sørger for at de relevante opplysninger om transaksjoner i forbindelse med tjenester som omhandlet i artikkel 14 nr. 1, foretatt med instrumenter som omsettes på et regulert marked, uansett om transaksjonene har funnet sted på et regulert marked eller ikke, holdes til rådighet for myndighetene i minst fem år,
- b) at investeringsforetakene melder fra til vedkommende myndighet i hjemstaten om alle transaksjoner omhandlet i bokstav a) når transaksjonene gjelder
 - aksjer eller andre instrumenter som gir adgang til kapital,
 - obligasjoner eller andre instrumenter som kan sidestilles med obligasjoner,
 - terminkontrakter knyttet til aksjer,
 - opsjoner knyttet til aksjer.

Myndighetene skal ha meldingen så snart som mulig. Fristen skal fastsettes av myndighetene. Fristen kan forlenges til slutten av følgende virkedag når driftsmessige eller praktiske forhold tilsier det, men kan ikke under noen omstendighet gå ut over dette.

Meldingen skal særlig inneholde opplysninger om type og antall kjøpte eller solgte instrumenter, transaksjonens dato og klokkeslett og dens pris, samt gi mulighet til å identifisere de investeringsforetak som er involvert.

Hjemstaten kan bestemme at kravet fastsatt i bokstav b) med hensyn til obligasjoner og verdipapirer som kan sidestilles med obligasjoner, skal gjelde bare for de samlede transaksjoner med det samme instrument.

2. Når et investeringsforetak foretar en transaksjon på et regulert marked i en vertsstat, kan hjemstaten avstå fra sitt krav om rapportering dersom investeringsforetaket må rapportere om samme transaksjon til de myndigheter markedet hører inn under.

3. Medlemsstatene skal bestemme at meldingene omhandlet i nr. 1 bokstav b) skal sendes av investeringsforetaket selv eller et handelssystem (*trade matching system*), eller formidles gjennom fondsbørsmyndigheter eller myndigheter med ansvar for et annet regulert marked.

4. Medlemsstatene skal sørge for at opplysninger som skal være tilgjengelige etter denne artikkel, også er tilgjengelige med sikte på en tilfredsstillende gjennomføring av artikkel 23.

5. Hver medlemsstat kan, på det område som omfattes av denne artikkel, uten forskjellsbehandling vedta eller opprettholde strengere bestemmelser med hensyn til form og innhold, oppbevaring og melding av opplysninger om transaksjoner

- som foretas på et regulert marked som den er hjemstat for, eller
- som foretas av investeringsforetak som den er hjemstat for.

Artikkel 21

1. For at investorene til enhver tid skal kunne vurdere vilkårene for en transaksjon de har til hensikt å foreta, og i etterhånd kunne kontrollere under hvilke forhold den er foretatt, skal vedkommende myndigheter for hvert av de regulerte markeder som er oppført på listen omhandlet i artikkel 16, treffe tiltak for å gi investorene opplysningene omhandlet i nr. 2. Vedkommende myndigheter skal i samsvar med kravene i nr. 2 fastsette opplysningenes form og fristen for å gi opplysningene, samt på hvilken måte de skal stilles til rådighet når det tas hensyn til det berørte markedets art, størrelse og behov, og til de investorer som opererer på markedet.

2. Vedkommende myndigheter skal for hvert enkelt instrument minst kreve

- a) offentliggjøring, på begynnelsen av hver handelsdag på markedet, av veid gjennomsnittskurs, høyeste og laveste kurs, samt hvor mye som er omsatt på det aktuelle regulerte marked i løpet av hele den foregående handelsdag.
- b) for kontinuerlige ordrebaserte markeder og for kursbaserte markeder også offentliggjøring
 - ved avslutningen av hver handelstime, av veid gjennomsnittskurs og hvor mye som er omsatt på det aktuelle regulerte marked i løpet av seks handelstimer, slik at det før offentliggjøringen er et mellomliggende tidsrom på to handelstimer, og
 - hvert tjuende minutt, av veid gjennomsnittskurs og høyeste og laveste kurs på det aktuelle regulerte marked i løpet av to handelstimer, slik at det før offentliggjøringen er et mellomliggende tidsrom på en handelstime.

Når investorene på forhånd har adgang til opplysninger om de kurser som skal gjelde og de mengder som kan omsettes,

- i. skal slike opplysninger være tilgjengelige til enhver tid mens markedet er åpent,
- ii. skal investoren kunne foreta en bestemt transaksjon på de angitte vilkår om en bestemt kurs og mengde.

Vedkommende myndigheter kan utsette eller suspendere offentliggjøringen når ekstraordinære forhold på markedet tilsier det, eller for å bevare foretakenes og

investorenes anonymitet når det dreier seg om små markeder. Vedkommende myndigheter kan anvende særlige bestemmelser ved uvanlige transaksjoner som har et svært stort omfang i forhold til gjennomsnittsstørrelsen på transaksjoner med det aktuelle verdipapir på dette marked, eller i forbindelse med illikvide verdipapirer, definert etter objektive og offentliggjorte kriterier. Myndighetene kan også anvende mindre strenge bestemmelser, særlig med hensyn til frist for offentliggjøring i forbindelse med transaksjoner med obligasjoner eller instrumenter som sidestilles med obligasjoner.

3. Hver medlemsstat kan på det område som omfattes av denne artikkel, vedta eller opprettholde strengere bestemmelser eller tilleggsbestemmelser om form og innhold med hensyn til de opplysninger investorene skal ha om transaksjoner som foretas på regulerte markeder som medlemsstaten er hjemstat for, forutsatt at disse bestemmelser gjelder uansett i hvilken medlemsstat utstederen av de finansielle instrumenter befinner seg, eller uansett på hvis medlemsstats regulerte marked instrumentet ble notert første gang.

4. Kommisjonen skal senest 31. desember 1997 utarbeide en rapport om anvendelsen av denne artikkel; Rådet, som treffer sin beslutning med kvalifisert flertall etter forslag fra Kommisjonen, kan bestemme at artikkelen skal endres.

Avdeling VI

Myndigheter med ansvar for å gi tillatelse og føre tilsyn

Artikkel 22

1. Medlemsstatene skal utpeke de vedkommende myndigheter som skal ivareta oppgavene fastsatt i dette direktiv. De skal underrette Kommisjonen om dette og angi hvordan oppgavene er fordelt.

2. Myndighetene omhandlet i nr. 1 skal være offentlige myndigheter eller organer, anerkjent etter nasjonal lovgivning eller anerkjent av offentlige myndigheter som er uttrykkelig bemyndiget til dette etter nasjonal lovgivning.

3. De berørte myndigheter skal ha den bemyndigelse som er nødvendig for at de skal kunne utføre sin oppgave.

Artikkel 23

1. Når det er flere vedkommende myndigheter i medlemsstaten, skal de føre et nært samarbeid om tilsynet med investeringsforetak som utøver virksomhet i medlemsstaten.

2. Medlemsstatene skal sørge for at et slikt samarbeid finner sted mellom vedkommende myndigheter og de offentlige myndigheter som har til oppgave å føre tilsyn med finansmarkeder, kredittinstitusjoner og andre finansinstitusjoner og forsikringsforetak, med hensyn til de foretak disse forskjellige myndigheter fører tilsyn med.

3. Dersom et investeringsforetak ved å yte tjenester eller ved å opprette filialer utøver virksomhet i en eller flere medlemsstater ut over hjemstaten, skal vedkommende myndigheter i alle de berørte medlemsstater føre et nært samarbeid slik at de mer effektivt kan ivareta sitt ansvar på de områder som omfattes av dette direktiv.

De skal på anmodning gi hverandre alle opplysninger om ledelse og eierstruktur i slike investeringsforetak som kan lette tilsynet med dem, samt alle opplysninger som kan lette kontrollen med slike foretak. Hjemstatens myndigheter skal særlig samarbeide for å sikre seg at vertsstatens myndigheter kan innhente de opplysninger som er omhandlet i artikkel 19 nr. 2.

Hjemstatens myndigheter skal, i den grad det er nødvendig for å foreta den kontroll de er bemyndiget til, underrettes av vedkommende myndigheter i vertsstaten om ethvert tiltak som innebærer sanksjoner overfor et investeringsforetak eller begrensninger av et investeringsforetaks virksomhet, og som vertsstaten har truffet etter artikkel 19 nr. 6.

Artikkel 24

1. Når et investeringsforetak som er gitt tillatelse i en annen medlemsstat, utøver virksomhet i en vertsstat gjennom en filial, skal vertsstaten sørge for at vedkommende myndigheter i hjemstaten etter å ha underrettet vedkommende myndigheter i vertsstaten, selv eller ved en person som de utpeker for dette formål, kan foreta kontroll på stedet av opplysningene omhandlet i artikkel 23 nr. 3.

2. Vedkommende myndigheter i hjemstaten kan også rette en anmodning til vedkommende myndigheter i vertsstaten om at det må foretas kontroll. De myndigheter som mottar anmodningen, skal innenfor rammen av sin myndighet etterkomme den, enten ved å foreta kontrollen selv eller ved å tillate at de myndigheter som har fremsatt anmodningen, foretar kontrollen, eller ved å la en revisor eller annen sakkyndig foreta den.

3. Denne artikkel skal ikke være til hinder for at vedkommende myndigheter i vertsstaten for å ivareta sitt ansvar etter dette direktiv kan foreta kontroll på stedet av filialer etablert på vertsstatens territorium.

Artikkel 25

1. Medlemsstatene skal fastsette at enhver som arbeider eller har arbeidet for vedkommende myndigheter, samt revisorer eller sakkyndige som opptrer på vegne av vedkommende myndigheter, skal være underlagt taushetsplikt. Dette innebærer at ingen fortrolige opplysninger de får i embets medfør kan gis videre til noen annen person eller myndighet, unntatt i en summarisk eller sammenfattet form slik at det enkelte investeringsforetak ikke kan identifiseres, med forbehold for tilfeller som hører inn under strafferetten.

Når et investeringsforetak er erklært konkurs eller er under avvikling etter domstolens beslutning, kan likevel fortrolige opplysninger som ikke berører tredjemann involvert i forsøk på å redde foretaket, gis videre under en sivil rettssak.

2. Nr. 1 skal ikke være til hinder for at vedkommende myndigheter i de forskjellige medlemsstater utveksler opplysninger i samsvar med dette direktiv og de øvrige direktiver som gjelder for investeringsforetak. Disse opplysningene skal være underlagt taushetsplikt som omhandlet i nr. 1.

3. Medlemsstatene kan inngå samarbeidsavtaler om utveksling av opplysninger med vedkommende myndigheter i tredjestater bare dersom de opplysninger som gis videre, omfattes av en garanti for taushetsplikt som minst tilsvarende den som er nevnt i denne artikkel.

4. Vedkommende myndigheter som mottar fortrolige opplysninger i henhold til nr. 1 og 2, kan bruke dem i embets medfør bare

- til å kontrollere at vilkårene for adgang til å starte virksomhet som investeringsforetak er oppfylt og for å gjøre det lettere å føre tilsyn på individuelt og konsolidert grunnlag med utøvelse av slik virksomhet, særlig med hensyn til krav om kapitaldekningsgrad fastsatt i direktiv 93/6/EØF, administrasjons- og regnskapsrutiner og interne kontrollmetoder, eller
- til å pålegge sanksjoner, eller
- i forbindelse med en forvaltningsklage på et vedtak vedkommende myndighet

- har gjort, eller
 - under rettsforhandlinger iverksatt i samsvar med artikkel 26.
5. Nr. 1 og 4 skal ikke være til hinder for utveksling av opplysninger
- a) innen samme medlemsstat når det finnes flere vedkommende myndigheter der, eller
 - b) innen samme medlemstat og mellom medlemsstater, mellom vedkommende myndigheter og
 - myndigheter med ansvar for tilsyn med kredittinstitusjoner, andre finansinstitusjoner og forsikringsforetak samt myndigheter med ansvar for tilsyn med finansmarkedene,
 - organer som har ansvar for avvikling og konkursbehandling av investeringsforetak og lignende fremgangsmåter, eller
 - personer med ansvar for å utføre lovfestet revisjon av investeringsforetaks og andre finansinstitusjoners regnskaper,når de utfører sine tilsynsoppgaver, og skal heller ikke være til hinder for at de organer som forvalter erstatningsordninger, mottar de opplysninger som er nødvendige for at de kan utføre sin oppgave. Disse opplysninger skal være underlagt taushetsplikt som omhandlet i nr. 1.

6. Bestemmelsene i denne artikkel skal heller ikke være til hinder for at vedkommende myndighet kan gi videre til de sentralbanker som ikke fører individuelt tilsyn med kredittinstitusjoner eller investeringsforetak, opplysninger de måtte behøve i egenskap av pengepolitiske myndigheter. Opplysninger som mottas i denne forbindelse, skal være underlagt taushetsplikt som omhandlet i nr. 1.

7. Bestemmelsene i denne artikkel skal ikke være til hinder for at vedkommende myndigheter oversender opplysningene omhandlet i nr. 1 til 4 til en oppgjørssentral eller et lignende organ som etter nasjonal lovgivning kan foreta avregning eller oppgjør på et av markedene i den aktuelle medlemsstat, dersom de mener det er nødvendig for å sikre at disse organer fungerer som de skal i forbindelse med en markedsdeltakers mislighold eller potensielle mislighold. Opplysninger mottatt i denne forbindelse skal være underlagt taushetsplikt som omhandlet i nr. 1. Medlemsstatene skal imidlertid sørge for at opplysninger som er mottatt i henhold til nr. 2, ikke kan gis videre i det tilfellet som her er nevnt uten uttrykkelig samtykke fra de vedkommende myndigheter som først gav opplysningene.

8. I tillegg kan medlemsstatene uten hensyn til bestemmelsene i nr. 1 og 4 ved lov tillate at visse opplysninger gis videre til andre avdelinger i deres sentrale forvaltning som er ansvarlige for lovgivningen om tilsyn med kredittinstitusjoner, finansinstitusjoner, investeringsforetak og forsikringsforetak, samt til kontrollører som handler etter fullmakt fra disse avdelinger.

Slike opplysninger kan likevel gis videre bare når det er nødvendig av hensyn til tilsynet.

Medlemsstatene skal imidlertid fastsette at opplysninger mottatt etter nr. 2 og 5 og opplysninger som er fremskaffet ved kontroll på stedet som omhandlet i artikkel 24, ikke må gis videre i de tilfeller som her er nevnt uten uttrykkelig samtykke fra de vedkommende myndigheter som oversendte opplysningene eller fra vedkommende myndigheter i den medlemsstat der det ble foretatt kontroll på stedet.

9. Dersom en medlemsstat på det tidspunkt dette direktiv blir vedtatt, har fastsatt at myndighetene skal utveksle opplysninger seg imellom for å kontrollere at lovbestemmelsene om tilsyn og om kommersielle selskapers organisasjon, drift og forretningspraksis, samt reglene for finansmarkedene, overholdes, kan medlemsstaten fortsatt tillate en slik utveksling, til samtlige bestemmelser for hele finanssektoren.

ren om utveksling av opplysninger mellom myndigheter er samordnet, og under alle omstendigheter senest til 1. juli 1996.

Medlemsstatene skal likevel sørge for at opplysninger som stammer fra en annen medlemsstat, ikke kan gis videre på vilkårene nevnt i første ledd uten uttrykkelig samtykke fra de vedkommende myndigheter som først gav disse opplysningene videre, og kan benyttes bare til de formål som sistnevnte myndigheter har gitt sitt samtykke til.

Rådet skal foreta den samordning som er omhandlet i første ledd på grunnlag av et forslag fra Kommisjonen. Rådet merker seg Kommisjonens opplysning om at den vil fremlegge forslag senest 31. juli 1993. Rådet vil ta stilling til forslagene så snart som mulig, slik at de regler som foreslås, kan komme til anvendelse samme dag som dette direktiv iverksettes.

Artikkel 26

Medlemsstatene skal sørge for at vedtak som gjelder et investeringsforetak og som gjøres i henhold til lover og forskrifter vedtatt i samsvar med dette direktiv, kan prøves for domstolene; dette gjelder også dersom det ikke er gjort vedtak innen seks måneder etter at det ble sendt inn søknad om tillatelse med alle opplysninger som kreves etter gjeldende bestemmelser.

Artikkel 27

Med forbehold for reglene om tilbakekallelse av tillatelser og strafferettslige bestemmelser skal medlemsstatene sørge for at deres vedkommende myndigheter, dersom et investeringsforetak eller dets ansvarlige ledelse har brutt lover eller forskrifter om tilsyn med investeringsforetak eller om deres virksomhet, kan vedta tiltak eller ilegge sanksjoner for det uttrykkelige formål å bringe lovbruddene eller deres årsaker til opphør.

Artikkel 28

Medlemsstatene skal sørge for at det ikke finner sted noen forskjellsbehandling i forbindelse med gjennomføringen av bestemmelsene i dette direktiv.

Avdeling VII

Sluttbestemmelser

Artikkel 29

Til det vedtas et nytt direktiv med bestemmelser om tilpasning av dette direktiv til den tekniske utvikling på de områder som er nevnt nedenfor, skal Rådet, i samsvar med beslutning 87/373/EØF¹⁵ og etter forslag fra Kommisjonen, med kvalifisert flertall vedta de tilpasninger som eventuelt er nødvendige i forbindelse med

- utvidelse av innholdet i listen oppført i del C i vedlegget,
- tilpasning av terminologien i listene i vedlegget, av hensyn til utviklingen på finansmarkedene,
- de områder der vedkommende myndigheter skal utveksle opplysninger som nevnt i artikkel 23,
- avklaring av definisjonene for å sikre en ensartet anvendelse av dette direktiv i Fellesskapet,

15. EFT nr. L 197 av 18.7.1987, s. 33.

- avklaring av definisjonene slik at det ved gjennomføringen av dette direktiv kan tas hensyn til utviklingen på finansmarkedene,
- samordning av terminologi og utforming av definisjoner i samsvar med senere tiltak for investeringsforetak og beslektede områder,
- de øvrige oppgaver som er omhandlet i artikkel 7 nr. 5.

Artikkel 30

1. Investeringsforetak som før 31. desember 1995 har fått tillatelse til å utføre investeringstjenester i hjemstaten, skal anses for å ha den nødvendige tillatelse etter dette direktiv dersom den aktuelle medlemsstats lovgivning krever at foretakene for å kunne utøve slik virksomhet skal overholde vilkår tilsvarende dem som er angitt i artikkel 3 nr. 3 og i artikkel 4.

2. Investeringsforetak som allerede utøver sin virksomhet 31. desember 1995 og som ikke er blant investeringsforetakene omhandlet i nr. 1, kan fortsette sin virksomhet, forutsatt at de innen 31. desember 1996 får tillatelse etter hjemstatens bestemmelser til å fortsette virksomheten i samsvar med de bestemmelser som vedtas i henhold til dette direktiv.

Bare etter å ha fått en slik tillatelse kan foretakene komme inn under bestemmelsene i dette direktiv om etableringsadgang og adgang til å yte tjenester.

3. Dersom investeringsforetakene før den dag dette direktiv blir vedtatt har startet sin virksomhet i andre medlemsstater gjennom filialer eller ved å yte tjenester, skal myndighetene i hjemstaten mellom 1. juli og 31. desember 1995 i henhold til artikkel 17 nr. 1 og 2 og artikkel 18 oversende en liste til myndighetene i alle de berørte medlemsstater over foretak som overholder bestemmelsene i dette direktiv og som utøver sin virksomhet i de aktuelle medlemsstater, med angivelse av hva slags virksomhet som utøves.

4. Fysiske personer som den dag dette direktiv blir vedtatt, har tillatelse til å tilby investeringsstjenester i en medlemsstat, skal anses for å ha tillatelse etter dette direktiv, forutsatt at de oppfyller vilkårene i artikkel 1 nr. 2 annet ledd annet strekpunkt og i de fire strekpunkter i artikkel 1 nr. 2 tredje ledd.

Artikkel 31

Medlemsstatene skal vedta de lover og forskrifter som er nødvendige for å etterkomme dette direktiv, senest 1. juli 1995.

Bestemmelsene skal tre i kraft senest 31. desember 1995. Medlemsstatene skal umiddelbart underrette Kommisjonen om dette.

Bestemmelsene nevnt i første ledd skal, når de vedtas av medlemsstatene, inneholde en henvisning til dette direktiv, eller det skal henvises til direktivet når de kunngjøres. Nærmere regler for henvisningen fastsettes av medlemsstatene.

Artikkel 32

Dette direktiv er rettet til medlemsstatene.

Utferdiget i Brussel, 10. mai 1993.

For Rådet

N. HELVEG

PETERSEN

Formann

*Del A**Tjenester*

1. a) Mottak og formidling av ordre på vegne av investor i forbindelse med ett eller flere av de instrumenter som er nevnt i del B.
b) Utførelse av slike ordre for andres regning.
2. Omsetning for egen regning av de instrumenter som er nevnt i del B.
3. Porteføljeforvaltning av investors investeringer på individuell basis og etter investors instruks, når porteføljene omfatter ett eller flere av de instrumenter som er nevnt i del B.
4. Fulltegningsgaranti i forbindelse med emisjon av ett eller flere av de instrumenter som er nevnt i del B, og/eller plassering av slike emisjoner.

*Del B**Instrumenter*

1. a) Omsettelige verdipapirer.
b) Andeler utstedt av et foretak for kollektiv investering.
2. Pengemarkedsinstrumenter.
3. Finansielle terminkontrakter (*futures*), herunder tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør.
4. Rentesikringsavtaler (FRA).
5. Renteswap og valutaswap, og swap på aksjer og aksjeindeks.
6. Opsjoner på å kjøpe eller selge ethvert instrument som kommer inn under denne del av vedlegget, herunder tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør. I denne kategorien inngår særlig valuta- og renteopsjoner.

*Del C**Tilknyttede tjenester*

1. Oppbevaring og forvaltning i forbindelse med ett eller flere av instrumentene nevnt i del B.
2. Boksutleie.
3. Kreditt- eller långivning til en investor, slik at vedkommende kan foreta en transaksjon med ett eller flere av de instrumenter som er nevnt i del B, når foretaket som yter kreditten eller lånet, deltar i transaksjonen.
4. Rådgivning til foretak med hensyn til kapitalstruktur, industriell strategi og lignende spørsmål, samt tjenester i forbindelse med fusjoner og oppkjøp av foretak.
5. Tjenester knyttet til fulltegningsgaranti.
6. Investeringsrådgivning i forbindelse med ett eller flere av de instrumenter som er nevnt i del B.
7. Tjenester i tilknytning til valutavirksomhet, når dette skjer i forbindelse med ytelse av investeringstjenester.

Vedlegg V

Rådsdirektiv 93/6/EØF av 15. mars 1993 om investeringsforetaks og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad

RÅDET FOR DE EUROPEISKE FELLESSKAP HAR -

under henvisning til traktaten om opprettelse av Det europeiske økonomiske fellesskap, særlig artikkel 57 paragraf 2 første og tredje punktum,
under henvisning til forslag fra Kommisjonen¹⁶,
i samarbeid med Europaparlamentet¹⁷,
under henvisning til uttalelse fra Den økonomiske og sosiale komité¹⁸, og
ut fra følgende betraktninger:

Rådsdirektiv 93/22/EØF av 10. mai 1993 om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer¹⁹ har som viktigste mål å gjøre det mulig for investeringsforetak godkjent av vedkommende myndigheter i sine respektive hjemstater og underlagt deres tilsyn, å opprette filialer og tilby sine tjenester fritt i andre medlemsstater. Nevnte direktiv fastsetter derfor en samordning av reglene for godkjenning av investeringsforetak og for deres virksomhet.

Nevnte direktiv fastsetter imidlertid ikke felles regler for investeringsforetaks ansvarlige kapital, og heller ikke for størrelsen på deres startkapital. Direktivet fastsetter ingen felles ramme for tilsyn med den risiko nevnte foretak påtar seg. I flere av dets bestemmelser vises det til et annet initiativ fra Fellesskapets side som nettopp skulle ta sikte på å få vedtatt samordnede tiltak på disse områdene.

Den fremgangsmåte som er valgt, består i å foreta bare den helt grunnleggende harmonisering som er nødvendig og tilstrekkelig for å oppnå en gjensidig anerkjennelse av tillatelser og tilsynssystemer. Vedtakelse av samordningstiltak i forbindelse med definisjon av investeringsforetaks ansvarlige kapital, fastsettelse av startkapitalens størrelse og fastsettelse av felles ramme for tilsyn med den risiko investeringsforetakene påtar seg, er grunnleggende elementer ved den harmonisering som er nødvendig for å sikre gjensidig anerkjennelse innenfor rammen av det indre marked for finansielle tjenester.

Det bør fastsettes forskjellige beløp for startkapitalens størrelse, avhengig av det omfang av aktiviteter investeringsforetaket har tillatelse til å utøve.

Eksisterende investeringsforetak bør på visse vilkår få tillatelse til å fortsette sin virksomhet selv om de ikke oppfyller minstekravet til startkapitalens størrelse fastsatt for nye foretak.

Medlemsstatene kan også fastsette strengere regler enn dem som er fastsatt i dette direktiv.

Dette direktiv er et ledd i mer omfattende internasjonale bestrebelser for å få i stand en tilnærming av de gjeldende regler for tilsyn med investeringsforetak og kredittinstitusjoner (heretter samlet kalt «institusjoner»).

Felles grunnleggende normer for institusjoners ansvarlige kapital er et nøkkel-element i det indre marked i sektoren for investeringstjenester, ettersom den ansvar-

16. EFT nr. C 152 av 21.6.1990, s. 6. EFT nr. C 50 av 25.2.1992, s. 5.

17. EFT nr. C 326 av 16.12.1991, s. 89. EFT nr. C 337 av 21.12.1992, s. 114.

18. EFT nr. C 69 av 18.3.1991, s. 1.

19. EFT nr. L 141 av 11.6.93, s. 27.

lige kapital tjener til å sikre institusjonenes fortsatte virksomhet og til å verne investorene.

På et felles finansmarked er institusjonene, enten det gjelder investeringsforetak eller kredittinstitusjoner, i direkte konkurranse med hverandre.

Det er derfor ønskelig å sikre lik behandling av kredittinstitusjoner og investeringsforetak.

For kredittinstitusjoner er det i rådsdirektiv 89/647/EØF om kredittinstitusjoners kapitaldekning²⁰ alt fastsatt felles normer for kontroll og tilsyn med den kredittrisiko de påtar seg.

Det er nødvendig å utarbeide felles normer for den markedsrisiko kredittinstitusjoner påtar seg og fastsette supplerende rammebestemmelser om tilsynet med den risiko institusjonene påtar seg, særlig markedsrisiko, og først og fremst posisjonsrisiko, motparts-/oppgjørskrisiko og valutarisiko.

Det er nødvendig å innføre begrepet «handelsportefølje», som omfatter posisjoner i verdipapirer og andre finansielle instrumenter som besittes med henblikk på kjøp og salg og hovedsakelig er utsatt for markedsrisiko og for risiko forbundet med visse finansielle tjenesteytelser overfor kunder.

Det er ønskelig at institusjoner med handelsportefølje av beskjedent omfang, i såvel absolutte som i relative tall, skal kunne anvende direktiv 89/647/EØF, istedenfor å måtte oppfylle kravene fastsatt i vedlegg I og II til dette direktiv.

I forbindelse med tilsynet med oppgjørsk-/leveringsrisiko er det viktig å ta hensyn til om det er innført systemer som gir en tilfredsstillende beskyttelse som reduserer slik risiko.

Institusjonene skal under enhver omstendighet overholde dette direktivs bestemmelser om dekning av valutarisiko forbundet med sin samlede virksomhet. Det bør fastsettes lavere kapitalkrav for posisjoner i valutaer preget av små innbyrdes svingninger, enten dette kan dokumenteres statistisk eller er et resultat av forpliktende mellomstatlige avtaler, særlig avtaler inngått med sikte på opprettelsen av Den europeiske monetære union.

I alle institusjoner er interne systemer for tilsyn og kontroll med renterisiko forbundet med institusjonens samlede virksomhet, et særdeles viktig middel til i størst mulig grad å begrense denne risiko. Det er derfor nødvendig å underlegge disse systemene vedkommende myndigheters tilsyn.

Rådsdirektiv 92/121/EØF av 21. desember 1992 om tilsyn og kontroll med kredittinstitusjoners store engasjementer²¹ har ikke som mål å fastsette felles regler for tilsyn med store engasjementer knyttet til virksomhet hovedsakelig utsatt for markedsrisiko. Nevnte direktiv viser til et annet fellesskapsinitiativ som sikter mot en nødvendig samordning av metodene på dette området.

Det er nødvendig å vedta felles regler om tilsyn og kontroll med investeringsforetakenes store engasjementer.

For kredittinstitusjonenes vedkommende finnes det allerede en definisjon av ansvarlig kapital i rådsdirektiv 89/299/EØF av 17. april 1989 om kredittinstitusjoners ansvarlige kapital²².

Definisjonen av institusjoners ansvarlige kapital bør ta sitt utgangspunkt i denne definisjonen.

For dette direktivs formål er det imidlertid grunn til å benytte en definisjon som er forskjellig fra definisjonen i ovennevnte direktiv, for å ta hensyn til de særtrekk

20. EFT nr. L 386 av 30.12.1989, s. 14. Direktivet endret ved direktiv 92/30/EØF (EFT nr. L 110 av 28.4.1992, s. 52).

21. EFT nr. L 29 av 5.2.1993, s. 1.

22. EFT nr. L 124 av 5.5.1989, s. 16. Direktivet sist endret ved direktiv 92/30/EØF (EFT nr. L 110 av 28.9.1992, s. 52).

ved den delen av institusjonenes virksomhet som hovedsakelig innebærer markedsrisiko.

Rådsdirektiv 92/30/EØF av 6. april 1992 om tilsyn med kredittinstitusjoner på konsolidert grunnlag²³ fastsetter prinsippet om konsolidering. Direktivet fastsetter ikke felles regler for konsolidering av finansinstitusjoner med virksomhet som hovedsakelig er utsatt for markedsrisiko. Nevnte direktiv viser til et annet felleskapsinitiativ som sikter mot vedtakelse av samordnede tiltak på dette området.

Direktiv 92/30/EØF får ikke anvendelse på grupper som omfatter ett eller flere investeringsforetak, men ingen kredittinstitusjon. Det ble imidlertid ansett for ønskelig å fastsette en felles ramme for innføringen av tilsyn med investeringsforetak på konsolidert grunnlag.

Det kan fra tid til annen bli nødvendig med tekniske tilpasninger av de detaljerte regler i dette direktiv for å ta hensyn til utviklingen i sektoren for investeringstjenester. Kommisjonen skal om nødvendig foreslå de nødvendige tilpasninger.

Rådet bør senere vedta bestemmelser om tilpasning av dette direktiv til den tekniske utvikling, i samsvar med rådsbeslutning 87/373/EØF av 13. juli 1987 om fastsettelse av nærmere vilkår for utøvelsen av den gjennomføringsmyndighet Kommisjonen er tillagt²⁴. I mellomtiden bør Rådet selv foreta slik tilpasning etter forslag fra Kommisjonen.

Bestemmelser bør vedtas om at det innen tre år regnet fra iverksettelsen av dette direktiv skal foretas en gjennomgåelse av direktivet på bakgrunn av de erfaringene som er gjort, utviklingen på finansmarkedene og det arbeid som er gjort i internasjonale fora av myndigheter med ansvar for reguleringsbestemmelsene. Gjennomgåelsen bør også omfatte en revisjon av listen over områder som kan bli gjenstand for tekniske tilpasninger.

Dette direktiv og direktiv 93/22/EØF er så tett knyttet til hverandre at dersom de skulle tre i kraft på forskjellige datoer, ville det kunne medføre konkurransevridding -

VEDTATT DETTE DIREKTIV:

Artikkel 1

1. Medlemsstatene skal anvende bestemmelsene i dette direktiv på investeringsforetak og kredittinstitusjoner som definert i artikkel 2.

2. En medlemsstat kan stille ytterligere eller strengere krav til investeringsforetak og kredittinstitusjoner den har godkjent.

Definisjoner

Artikkel 2

I dette direktiv menes med

1. «kredittinstitusjon»: en kredittinstitusjon etter artikkel 1 første strekpunkt i første rådsdirektiv 77/780/EØF av 12. desember 1977 om samordning av lover og forskrifter om adgang til å starte og utøve virksomhet som kredittinstitusjon²⁵, som er underlagt kravene fastsatt i direktiv 89/647/EØF,
2. «investeringsforetak»: en institusjon etter artikkel 1 nr. 2 i direktiv 93/22/EØF, som er underlagt kravene fastsatt i nevnte direktiv, unntatt

23. EFT nr. L 110 av 28.4.1992, s. 52.

24. EFT nr. L 197 av 18.7.1987, s. 33.

25. EFT nr. L 322 av 17.12.1977, s. 30. Direktivet sist endret ved direktiv 89/646/EØF (EFT nr. L 386 av 30.12.1989, s. 1).

- kredittinstitusjoner,
 - lokale foretak etter nr. 20), og
 - foretak som begrenser sin virksomhet til å motta og videreformidle ordrer fra investorer uten å forvalte midler og/eller verdipapirer tilhørende deres kunder, og som av den grunn ikke vil kunne bli sine kunders debitorer,
3. «institusjoner»: kredittinstitusjoner og investeringsforetak,
 4. «anerkjente investeringsforetak fra tredjestater»: foretak som, dersom de var etablert i Fellesskapet, ville omfattes av definisjonen av investeringsforetak i nr. 2, og som er godkjent i en tredjestat og er underlagt og overholder tilsynsregler som av vedkommende myndigheter anses for å være minst like strenge som reglene fastsatt i dette direktiv,
 5. «finansielt instrument»: ethvert instrument som definert i del B i vedlegget til direktiv 93/22/EØF,
 6. «en institusjons handelsportefølje»: portefølje som omfatter:
 - a) eierposisjoner i finansielle instrumenter som institusjonen sitter med for egen regning med henblikk på videresalg og/eller som institusjonen har ervervet for på kort sikt å dra fordel av reelle og/eller forventede forskjeller mellom kjøps- og salgspris, eller andre pris- eller rentevariasjoner, samt posisjoner i finansielle instrumenter som skyldes samtidige kjøp og salg for egen regning (*matched principal broking*), eller posisjoner som institusjonen sitter med for å sikre andre deler av handelsporteføljen, og
 - b) engasjementer knyttet til uoppgjorte transaksjoner, «free deliveries» og OTC-derivater, omhandlet i nr. 1, 2, 3 og 5 i vedlegg II, og engasjementer knyttet til gjenkjøpsavtaler og lån av verdipapirer, basert på verdipapirer som inngår i handelsporteføljen som definert i bokstav a) ovenfor, og omhandlet i nr. 4 i vedlegg II, og, under forutsetning av vedkommende myndigheters tillatelse, engasjementer knyttet til omvendte gjenkjøpsavtaler og innlån av verdipapirer omhandlet i nevnte nr. 4, som oppfyller vilkårene enten i i), ii), iii) og v) eller i iv) og v) nedenfor:
 - i. engasjementene daglig føres til markedsverdi i samsvar med fremgangsmåten fastsatt i vedlegg II,
 - ii. sikkerheten verdijusteres for å ta hensyn til vesentlige endringer i verdien av de verdipapirer som inngår i vedkommende avtale eller transaksjon, i samsvar med en regel som kan godtas av vedkommende myndigheter,
 - iii. avtalen eller transaksjonen forutsetter at institusjonens fordringer automatisk og umiddelbart motregnes med motpartens fordringer i tilfelle av mislighold fra motpartens side,
 - iv. det dreier seg om en avtale eller transaksjon mellom profesjonelle markedsdeltakere,
 - v. vedkommende avtaler og transaksjoner holder seg innenfor godtatt og tilsiktet bruk, slik at kunstige transaksjoner, og særlig de som ikke er kortsiktige, er utelukket, og
 - c) engasjementer som i form av kurtasje, provisjoner, renter, dividender og marginer for derivater omsatt på børser, er direkte knyttet til poster i handelsporteføljen, og som er omhandlet i nr. 6 i vedlegg II.
De enkelte poster i handelsporteføljen skal medtas eller holdes utenom i samsvar med objektive retningslinjer, som eventuelt også kan omfatte de regnskapsstandarder vedkommende institusjon benytter; retningslinjene skal være underlagt tilsyn av vedkommende myndigheter, som også skal

vurdere om de anvendes på en konsekvent måte,

7. «hovedforetak», «datterforetak» og «finansinstitusjon»: et hovedforetak, et datterforetak og en finansinstitusjon som definert i artikkel 1 i direktiv 92/30/EØF,
8. «finansielt holdingselskap»: en finansinstitusjon med datterforetak som utelukkende eller hovedsakelig er kredittinstitusjoner, investeringsforetak eller andre finansinstitusjoner, der minst ett av datterforetakene er en kredittinstitusjon eller et investeringsforetak,
9. «risikovektlegging»: de grader av kredittrisiko som skal anvendes på berørte motparter i henhold til direktiv 89/647/EØF. Aktiva som består i fordringer på og andre engasjementer med investeringsforetak eller anerkjente investeringsforetak i tredjestater samt engasjementer med anerkjente avregningssentraler og børser, skal imidlertid vektlegges på samme måte som når den berørte motpart er en kredittinstitusjon,
10. «OTC-derivater»: rentekontrakter og valutakontrakter omhandlet i vedlegg II til direktiv 89/647/EØF og ikke-balanseførte kontrakter basert på egenkapital, forutsatt at vedkommende kontrakter ikke er inngått på en anerkjent børs der de er underlagt daglige marginkrav, og for valutakontrakters vedkommende, at de har en opprinnelig løpetid på mer enn 14 kalenderdager,
11. «regulert marked»: et marked som svarer til definisjonen i artikkel 1 nr. 13 i direktiv 93/22/EØF,
12. «kvalitetseiendeler»: lange og korte posisjoner i de kategorier av aktiva som er omhandlet i artikkel 6 nr. 1 bokstav b) i direktiv 89/647/EØF, og tilsvarende posisjoner i gjeldsinstrumenter utstedt av investeringsforetak eller av anerkjente investeringsforetak fra tredjestater. Begrepet omfatter også lange og korte posisjoner i gjeldsinstrumenter som oppfyller følgende vilkår: for det første at de er notert på minst ett regulert marked i en medlemsstat, eller på en børs i en tredjestat, forutsatt at børsen er anerkjent av vedkommende myndigheter i den berørte medlemsstat; for det andre at de av den berørte institusjon betraktes som tilstrekkelig likvide og, på grunn av emittentens solvens, anses for å representere en risiko for mislighold som kan sammenlignes med eller er mindre enn den risiko som aktiva omhandlet i artikkel 6 nr. 1 bokstav b) i direktiv 89/647/EØF representerer; den måten vurderingen av instrumentene gjøres på, skal granskes av vedkommende myndigheter, som kan underkjenne institusjonens vurdering dersom de finner at vedkommende instrumenter innebærer en altfor høy grad av risiko for mislighold til å kunne betegnes som fordringer på kvalitetseiendeler.

Uten hensyn til det som er sagt ovenfor, og inntil en nærmere samordning finner sted, står vedkommende myndigheter helt fritt til å godkjenne som poster bestående i fordringer på kvalitetseiendeler, alle de instrumenter som er tilstrekkelig likvide og som, på grunn av emittentens solvens, representerer en risiko for mislighold som kan sammenlignes med eller er mindre enn den risiko som aktiva omhandlet i artikkel 6 nr. 1 bokstav b) i direktiv 89/647/EØF representerer. Risikoen for mislighold knyttet til disse instrumentene må ha blitt vurdert til å ligge på det angitte nivå av minst to kredittvurderingsbyråer som er anerkjent av vedkommende myndigheter, eller av ett byrå av denne type forutsatt at de ikke har blitt vurdert til å ligge under dette nivå av noe annet kredittvurderingsbyrå som er anerkjent av vedkommende myndigheter.

Vedkommende myndigheter kan imidlertid unnlate å anvende det vilkår som stilles i foregående punktum dersom de anser det som uhensiktsmessig som følge av f.eks. særlige egenskaper ved markedet, emittenten eller emisjonen eller som følge av en kombinasjon av disse.

Dessuten skal vedkommende myndigheter pålegge institusjonene å anvende den høyeste risikovektlegging angitt i tabell 1 i vedlegg I nr. 14 på verdipapirer som representerer en særlig stor risiko på grunn av emittentens utilstrekkelige solvens og/eller utilstrekkelige likviditet.

Vedkommende myndigheter i hver enkelt medlemsstat skal regelmessig gi Rådet og Kommisjonen opplysninger om de metoder som benyttes ved vurderingen av poster som består i fordringer på kvalitetseiendeler, særlig de metoder som benyttes ved vurderingen av emisjonens likviditetsgrad og emittentens solvens,

13. «fordringer på sentralmyndigheter»: lange og korte posisjoner i aktiva omhandlet i artikkel 6 nr. 1 bokstav a) i direktiv 89/647/EØF og tilsvarende posisjoner med en risikovektlegging på 0 % i samsvar med artikkel 7 i samme direktiv,
14. «konvertibelt verdipapir»: et verdipapir som innehaveren har rett til å bytte i et annet verdipapir som vanligvis er egenkapital i emittenten,
15. «warrant»: et instrument som innenfor sin løpetid gir innehaveren rett til å kjøpe et visst antall ordinære aksjer eller obligasjoner til en fastsatt pris. Slike instrumenter kan gjøres om ved levering av verdipapirene selv eller den tilsvarende verdi i kontanter,
16. «covered warrant»: et instrument utstedt av en annen enn emittenten av det underliggende instrument, som innenfor sin løpetid gir innehaveren rett til å kjøpe et antall aksjer eller obligasjoner til en fastsatt pris, eller rett til å sikre en gevinst eller unngå et tap i forhold til svingningene på en indeks for hvilket som helst av de finansielle instrumenter som er oppført i del B i vedlegget til direktiv 93/22/EØF,
17. «gjenkjøpsavtale» og «omvendt gjenkjøpsavtale»: en avtale som innebærer at en institusjon eller dens motpart overdrar verdipapirer eller garanterte rettigheter til å erverve verdipapirer, når vedkommende garanti er utstedt av en anerkjent børs som er i besittelse av rettighetene til verdipapirene, og når avtalen ikke tillater en institusjon å overdra eller pantsette et bestemt verdipapir til mer enn én motpart om gangen, og samtidig forplikter seg til å kjøpe dem tilbake (eller kjøpe tilbake andre verdipapirer av samme type) til en fastsatt pris og på et senere tidspunkt som er fastsatt eller skal fastsettes av institusjonen som foretar overdragelsen. En slik avtale er en gjenkjøpsavtale for institusjonen som selger verdipapirene og en omvendt gjenkjøpsavtale for institusjonen som kjøper dem.
En omvendt gjenkjøpsavtale skal betraktes som en transaksjon mellom profesjonelle markedsdeltakere når motparten er underkastet en samordnet tilsynsordning i Fellesskapet, eller er en kredittinstitusjon i sone A som definert i direktiv 89/647/EØF, eller et anerkjent investeringsforetak fra en tredjestat, eller når avtalen er inngått med en anerkjent avregningssentral eller en anerkjent børs,
18. «utlån av verdipapirer» og «innlån av verdipapirer»: en transaksjon som innebærer at en institusjon eller dens motpart overdrar verdipapirer mot passende sikkerhet og mot at låntakeren forplikter seg til å tilbakelevere verdipapirer av samme type på et senere tidspunkt eller når institusjonen som overdrar verdipapirene, ber om det. Dette er et utlån av verdipapirer for institusjonen som overdrar dem og et innlån av verdipapirer for institusjonen som verdipapirene overdras til.

Innlån av verdipapirer skal betraktes som en transaksjon mellom profesjonelle markedsdeltakere når motparten er underkastet en samordnet tilsynsordning i Fellesskapet, eller er en kredittinstitusjon i sone A som definert i direktiv 89/647/EØF, eller er et anerkjent investeringsforetak fra en tredjestat, eller når

- transaksjonen er inngått med en anerkjent avregningssentral eller en anerkjent børs,
19. «clearingmedlem»: et medlem av børsen eller avregningssentralen, som har en direkte kontraktsmessig forbindelse med den sentrale motpart (som er markeds-garantist); ikke-clearingmedlemmers transaksjoner skal foretas via et clearing-medlem,
 20. «lokalt foretak»: et foretak som utelukkende handler for egen regning på en børs for handel med finansielle futures eller opsjoner, eller som handler på vegne av eller stiller priser til andre medlemmer av samme børs, og som er garantert av et clearingmedlem av samme børs. Ansvar for at kontrakter inn-gått av slike foretak oppfylles, må ligge hos et clearingmedlem av samme børs, og kontraktene må tas med i beregningen av det samlede kapitalkrav for clea-ringmedlemmet, så lenge det lokale foretakets posisjoner er fullstendig atskilte fra clearingmedlemmets,
 21. «deltaverdi»: den forventede endring i opsjonsprisen i forhold til en liten end-ring i prisen på det underliggende instrument,
 22. «lang posisjon» som omhandlet i vedlegg I nr. 4: en posisjon der en institusjon har fastlagt rentesatsen den vil motta på et tidspunkt i fremtiden, og «kort posi-sjon»: en posisjon der en institusjon har fastsatt rentesatsen den skal betale på et tidspunkt i fremtiden,
 23. «ansvarlig kapital»: den ansvarlige kapital som definert i direktiv 89/299/EØF; denne definisjonen kan imidlertid endres i de tilfeller som er nevnt i vedlegg V,
 24. «startkapital»: komponentene omhandlet i artikkel 2 nr. 1 punkt 1) og 2) i direk-tiv 89/299/EØF,
 25. «opprinnelig ansvarlig kapital»: komponentene omhandlet i artikkel 2 nr. 1 punkt 1), 2) og 4) i direktiv 89/299/EØF, minus komponentene omhandlet i punkt 9), 10) og 11 i samme nr.,
 26. «kapital»: ansvarlig kapital,
 27. «modifisert varighet»: varighet beregnet på grunnlag av formelen i vedlegg I nr. 26.

Startkapital

Artikkel 3

1. Investeringsforetak som forvalter kunders penger og/eller verdipapirer, og som tilbyr en eller flere av følgende tjenesteytelser, skal ha en startkapital på 125.000 ECU:

- mottakelse og videreformidling av investorers ordrer i forbindelse med finansi-elle instrumenter,
- utførelse av investorers ordrer i forbindelse med finansielle instrumenter,
- forvaltning av individuelle investeringsporteføljer som består av finansielle instrumenter,

forutsatt at foretakene ikke har egenhandel i noe finansielt instrument og at de ikke påtar seg noen form for fulltegningsgaranti ved emisjoner av finansielle instrumen-ter.

Besittelse av posisjoner i finansielle instrumenter utenom handelsporteføljen med henblikk på investering av egen ansvarlig kapital, skal ikke betraktes som transaksjoner etter bestemmelsene i første ledd eller i forhold til nr. 2.

Vedkommende myndigheter kan imidlertid tillate at investeringsforetak som utfører investorers ordrer i forbindelse med finansielle instrumenter, besitter disse instrumentene for egen regning forutsatt at

- slike posisjoner utelukkende skyldes at investeringsforetaket ikke er i stand til å fremskaffe en plassering som helt og fullt dekker den mottatte ordre,
- den samlede markedsverdi av slike posisjoner ikke overstiger 15 % av foretakets startkapital,
- foretaket oppfyller kravene som stilles i artikkel 4 og 5,
- slike posisjoner har preg av å være tilfeldige og midlertidige og er strengt begrenset til den tid som kreves for å gjennomføre vedkommende transaksjon.

2. Medlemsstatene kan redusere beløpet angitt i nr. 1 til 50.000 ECU for foretak som verken har tillatelse til å forvalte kunders penger eller verdipapirer, eller til å handle for egen regning eller stille fulltegningsgarantier.

3. Alle andre investeringsforetak skal ha en startkapital på 730.000 ECU.

4. Foretakene omhandlet i artikkel 2 nr. 2 andre og tredje strekpunkt skal ha en startkapital på 50.000 ECU dersom de nyter godt av etableringsadgangen og/eller yter tjenester i henhold til artikkel 14 og/eller 15 i direktiv 93/22/EØF.

5. Uten hensyn til nr. 1-4 kan medlemsstatene opprettholde godkjenningen av investeringsforetak og av foretak omhandlet i nr. 4 opprettet før iverksettelsen av dette direktiv, som har en ansvarlig kapital som ligger under nivået for startkapital fastsatt i nr. 1-4. Den ansvarlige kapital i alle disse foretakene må ikke falle til et nivå som ligger under det høyeste referansenivå beregnet etter at det er gitt underretning om dette direktiv. Referansenivået skal være den ansvarlige kapitals daglige gjennomsnittsnivå beregnet over et tidsrom som dekker de seks månedene forut for beregningsdatoen. Referansenivået skal beregnes hver sjette måned for det foregående tidsrom på seks måneder.

6. Dersom kontrollen med et foretak som hører inn under nr. 5 overtas av en annen fysisk eller juridisk person enn den som tidligere kontrollerte det, skal dets ansvarlige kapital være på minst det nivå som er fastsatt for slike foretak i nr. 1-4, med unntak for følgende tilfeller:

- i. ved første overdragelse ved arv etter iverksettelsen av dette direktiv, med forbehold for vedkommende myndigheters godkjenning, og i et tidsrom på høyst ti år etter overdragelsen,
- ii. ved endring i sammensetningen av et partnerskap, forutsatt at minst en av deltakerne på det tidspunkt direktivet iverksettes fortsatt er med i partnerskapet, og i et tidsrom på høyst ti år etter iverksettelsesdatoen for dette direktiv.

7. Under visse særlige omstendigheter og med vedkommende myndigheters samtykke behøver imidlertid ikke den ansvarlige kapital i det foretak som oppstår ved fusjon mellom to eller flere investeringsforetak og/eller foretak omhandlet i nr. 4, å ligge på det nivå som er fastsatt i nr. 1-4. Så lenge nivået fastsatt i nr. 1-4 ikke er nådd, må imidlertid det nye foretakets ansvarlige kapital ikke være mindre enn de fusjonerte foretaks samlede ansvarlige kapital på fusjonstidspunktet.

8. Den ansvarlige kapital i investeringsforetak og i foretakene omhandlet i nr. 4 må ikke falle under det nivå som er fastsatt i nr. 1-5 og 7. Dersom dette likevel skjer, kan imidlertid vedkommende myndigheter, når omstendighetene gjør det berettiget, innrømme slike foretak en begrenset frist til å rette på forholdet eller innstille sin virksomhet.

*Dekning av risiko**Artikkel 4*

1. Vedkommende myndigheter skal kreve at institusjoner har en ansvarlig kapital som til enhver tid er like stor som eller større enn summen av følgende komponenter:

- i. kapitalkravene beregnet i samsvar med vedlegg I, II og VI med hensyn til deres handelsporteføljer,
- ii. kapitalkravene beregnet i samsvar med vedlegg III med hensyn til deres samlede virksomhet,
- iii. kapitalkravene omhandlet i direktiv 89/647/EØF med hensyn til deres samlede virksomhet, unntatt både handelsporteføljen og illikvide aktiva dersom det i den ansvarlige kapital gjøres fradrag for dem i samsvar med vedlegg V nr. 2 bokstav d),
- iv. kapitalkravene fastsatt i samsvar med nr. 2.

Uten hensyn til størrelsen av kapitalkravene omhandlet i i)-iv), skal kravene til investeringsforetakenes ansvarlige kapital aldri være lavere enn kravene fastsatt i vedlegg IV.

2. Vedkommende myndigheter skal kreve at institusjoner dekker risiko forbundet med virksomhet som verken faller inn under dette direktiv eller under direktiv 89/647/EØF, men som er av samme type som den risiko som dekkes av disse direktiver, med tilstrekkelig ansvarlig kapital.

3. Dersom en institusjons ansvarlige kapital faller under det nivå den skal ligge på i henhold til nr. 1, skal vedkommende myndigheter sørge for at institusjonen treffer egnede tiltak for hurtigst mulig å rette på forholdet.

4. Vedkommende myndigheter skal kreve at institusjonene innfører systemer for å styre og kontrollere renterisikoen for deres samlede virksomhet, og disse systemene skal være underlagt vedkommende myndigheters tilsyn.

5. Enhver institusjon skal ha systemer som av vedkommende myndigheter anses for tilfredsstillende og tilstrekkelige til at det på ethvert tidspunkt og tilstrekkelig nøyaktig lar seg gjøre å beregne institusjonens finansielle situasjon.

6. Uten hensyn til nr. 1 kan vedkommende myndigheter tillate institusjonene å beregne kapitalkravene for sine handelsporteføljer i samsvar med direktiv 89/647/EØF istedenfor i samsvar med bestemmelsene i dette direktivs vedlegg I og II, forutsatt at følgende vilkår er oppfylt:

- i. vedkommende institusjons handelsportefølje er vanligvis ikke større enn 5 % av institusjonens samlede virksomhet,
- ii. handelsporteføljens posisjoner utgjør et samlet beløp som vanligvis ikke er høyere enn 15 millioner ECU, og
- iii. institusjonenes handelsportefølje er aldri større enn 6 % av deres samlede virksomhet, og handelsporteføljens posisjoner utgjør aldri et beløp som er høyere enn 20 millioner ECU.

7. Ved beregningen som skal foretas, for å oppfylle vilkårene i nr. 6 i) og iii), av den andel handelsporteføljen utgjør i forhold til den samlede virksomhet, kan vedkommende myndigheter referere enten til størrelsen av vedkommende institusjons samlede balanse- og ikkebalanseførte virksomhet, eller til resultatregnskapet, eller til vedkommende institusjoners ansvarlige kapital eller til en kombinasjon av disse parametrene. Når størrelsen på den balanseførte og ikke-balanseførte virksomheten skal beregnes, skal gjeldsinstrumenter vurderes til markedsverdi eller pålydende verdi, egenkapitalinstrumenter til markedsverdi og verdien av derivater ut fra påly-

dende verdi eller markedsverdi av de underliggende instrumenter. Lange og korte posisjoner skal summeres uten hensyn til sine fortegn.

8. Dersom en institusjon utover en kort periode skulle overskride en av eller begge begrensningene fastsatt i nr. 6 i) og ii) eller en av eller begge begrensningene fastsatt i iii), skal vedkommende institusjon, når det gjelder handelsporteføljen, oppfylle kravene omhandlet i artikkel 4 nr. 1 i), og ikke kravene i direktiv 89/647/EØF, og underrette vedkommende myndigheter om det.

Tilsyn og kontroll med store engasjementer

Artikkel 5

1. Institusjonene skal styre og kontrollere sine store engasjementer i samsvar med direktiv 92/121/EØF.

2. Uten hensyn til nr. 1 skal institusjoner som beregner kapitalkravene for sin handelsportefølje etter vedlegg I og II, styre og kontrollere sine store engasjementer i samsvar med direktiv 92/121/EØF, med de endringer som er fastsatt i vedlegg VI til dette direktiv.

Verdivurdering av posisjoner til bruk ved rapportering

Artikkel 6

1. Institusjonene skal daglig vurdere sine handelsporteføljer til markedsverdi, med mindre institusjonene omfattes av artikkel 4 nr. 6.

2. Dersom det ikke foreligger lett tilgjengelige markedsverdier, for eksempel ved tegning i førstehåndsmarkedet, kan vedkommende myndigheter unnlate å anvende regelen fastsatt i nr. 1 og kreve at institusjonene benytter andre metoder for verdivurdering, forutsatt at metodene i tilstrekkelig grad er basert på forsiktighetsprinsippet og er godkjent av vedkommende myndigheter.

Tilsyn på konsolidert grunnlag

Artikkel 7

Alminnelige prinsipper

1. Kapitalkravene fastsatt i artikkel 4 og 5 for institusjoner som verken er hovedforetak eller datterforetak av slike foretak skal anvendes på individuelt grunnlag.

2. Kravene fastsatt i artikkel 4 og 5 for
- institusjoner med datterforetak som er kredittinstitusjoner som definert i direktiv 92/30/EØF, investeringsforetak eller andre finansinstitusjoner, eller som har kapitalinteresser i slike enheter, og
 - institusjoner hvis hovedforetak er finansielle holdingselskaper

skal anvendes på konsolidert grunnlag etter metodene fastsatt i ovennevnte direktiv og i samsvar med nr. 7-14 i denne artikkel.

3. Dersom en gruppe omhandlet i nr. 2 ikke omfatter noen kredittinstitusjon, får direktiv 92/30/EØF anvendelse med følgende tilpasninger:

- et finansielt holdingselskap skal være en finansinstitusjon med datterforetak som enten utelukkende eller hovedsakelig er investeringsforetak, eller andre finansinstitusjoner der minst ett datterforetak er et investeringsforetak,
- et blandet selskap skal være et hovedforetak som ikke er et finansielt holdingselskap eller et investeringsforetak, og som blant sine datterforetak har minst ett investeringsforetak,

- med «vedkommende myndigheter» menes nasjonale myndigheter som ved lov eller forskrift har myndighet til å føre tilsyn med investeringsforetak,
- alle henvisninger til «kredittinstitusjoner» skal erstattes med henvisninger til «investeringsforetak»
- artikkel 3 nr. 5 andre ledd i direktiv 92/30/EØF får ikke anvendelse,
- i artikkel 4 nr. 1 og 2 og i artikkel 7 nr. 5 i direktiv 92/30/EØF skal henvisningene til direktiv 77/780/EØF erstattes med henvisninger til direktiv 93/22/EØF,
- i artikkel 3 nr. 9 og artikkel 8 nr. 3 i direktiv 92/30/EØF skal henvisningene til «Den rådgivende komité for bankspørsmål» erstattes med henvisninger til Rådet og Kommisjonen,
- artikkel 7 nr. 4 første punktum i direktiv 92/30/EØF skal lyde:

«Når et investeringsforetak, et finansielt holdingselskap eller et blandet selskap kontrollerer ett eller flere datterforetak som er forsikringsforetak, skal et nært samarbeid etableres mellom vedkommende myndigheter og de myndigheter som har ansvar for det offentlige tilsyn med forsikringsforetak.»

4. Vedkommende myndigheter som har plikt til eller er pålagt å føre tilsyn på konsolidert grunnlag med grupper som omfattes av nr. 3 kan, i påvente av en nærmere samordning av tilsynet på konsolidert grunnlag med slike grupper, og dersom omstendighetene gjør det berettiget, frasi seg denne plikten forutsatt at ethvert investeringsforetak i en slik gruppe:

- i. anvender den definisjon av ansvarlig kapital som finnes i vedlegg V nr. 9,
- ii. på individuelt grunnlag oppfyller kravene fastsatt i artikkel 4 og 5,
- iii. etablerer systemer for tilsyn og kontroll med kapital- og finansieringskildene til alle andre finansinstitusjoner i gruppen.

5. Vedkommende myndigheter skal kreve at investeringsforetakene i en gruppe som benytter seg av unntaket nevnt i nr. 4, underretter dem om den risiko, herunder risiko knyttet til sammensetningen av og kildene til deres kapital og finansiering, som vil kunne skade investeringsforetakenes finansielle situasjon. Dersom vedkommende myndigheter da finner at investeringsforetakenes finansielle situasjon ikke er tilstrekkelig beskyttet, skal de kreve at vedkommende foretak treffer tiltak, herunder om nødvendig begrensninger i kapitaloverføringer fra vedkommende foretak til andre enheter i gruppen.

6. Dersom vedkommende myndigheter frasier seg plikten til å føre tilsyn på konsolidert grunnlag i samsvar med nr. 4, skal de treffe alle andre tiltak for å føre tilsyn med risiko, særlig store engasjementer, innenfor hele gruppen, herunder i foretak som ikke er etablert i noen av medlemsstatene.

7. Medlemsstatene kan frita en institusjon som i egenskap av hovedforetak er underlagt tilsyn på konsolidert grunnlag, samt ethvert av institusjonens datterforetak som er underlagt medlemsstatenes godkjenning og tilsyn og som er omfattet av tilsynet på konsolidert grunnlag av hovedforetaket, fra å anvende kravene i artikkel 4 og 5 på individuelt eller delkonsolidert grunnlag.

Samme mulighet for fritak skal gjelde for et hovedforetak som er et finansielt holdingselskap med hovedkontor i samme medlemsstat som institusjonen, forutsatt at det er underlagt samme tilsyn som kredittinstitusjoner og investeringsforetak, og særlig kravene fastsatt i artikkel 4 og 5.

I begge tilfeller må det, dersom retten til fritak benyttes, treffes tiltak som sikrer en tilfredsstillende fordeling av den ansvarlige kapital innenfor gruppen.

8. Dersom en institusjon som er datterforetak av et hovedforetak som er en institusjon, er blitt godkjent og ligger i en annen medlemsstat, skal vedkommende myn-

digheter som ga godkjennelsen, anvende reglene fastsatt i artikkel 4 og 5 på den aktuelle institusjon på individuelt eller eventuelt delkonsolidert grunnlag.

9. Uten hensyn til nr. 8 kan vedkommende myndigheter som er ansvarlige for godkjennelsen av datterforetaket av et hovedforetak som er en institusjon, gjennom tosidig avtale delegere sitt ansvar for tilsynet med datterforetakets kapitaldekningsgrad og store engasjementer til vedkommende myndigheter som ga sin godkjennelse til og som fører tilsyn med hovedforetaket. Kommisjonen skal underrettes om slike avtaler og om deres innhold. Den skal videresende opplysningene til vedkommende myndigheter i de andre medlemsstatene, samt til Den rådgivende komité for bankspørsmål og til Rådet, unntatt når det gjelder grupper som omfattes av nr. 3.

Beregning av konsoliderte kapitalkrav

10. Dersom muligheten til fritak fastsatt i nr. 7 og 9 ikke benyttes, kan vedkommende myndigheter ved beregning av kapitalkravene på konsolidert grunnlag fastsatt i vedlegg I, og beregning av store engasjementer overfor kunder omhandlet i vedlegg VI, gi tillatelse til at nettoposisjoner i én institusjons handelsportefølje motregnes mot nettoposisjoner i en annen institusjons handelsportefølje i samsvar med reglene fastsatt i henholdsvis vedlegg I og vedlegg VI.

Vedkommende myndigheter kan dessuten tillate at valutaposisjoner omhandlet i vedlegg III tilhørende én institusjon, motregnes mot valutaposisjoner omhandlet i samme vedlegg tilhørende en annen institusjon i samsvar med reglene fastsatt i vedlegg III.

11. Vedkommende myndigheter kan også tillate at motregning finner sted mellom handelsportefølje og valutaposisjoner i institusjoner som ligger i tredjestater, forutsatt at følgende vilkår er oppfylt samtidig:

- i. institusjonene er blitt godkjent i en tredjestat og enten svarer til definisjonen av kredittinstitusjoner som finnes i artikkel 1 første strekpunkt i direktiv 77/780/EØF, eller er anerkjente investeringsforetak fra tredjestater,
- ii. institusjonene oppfyller på individuelt grunnlag regler for kapitaldekningsgrad som tilsvarer reglene fastsatt i dette direktiv,
- iii. det eksisterer ikke i vedkommende stat noen bestemmelser som i vesentlig grad kan ha innflytelse på overføring av midler innenfor gruppen.

12. Vedkommende myndigheter kan også tillate motregning som beskrevet i nr. 10 mellom institusjoner innenfor samme gruppe som er blitt godkjent i vedkommende medlemsstat, forutsatt at:

- i. det er en tilfredsstillende kapitalfordeling innenfor gruppen,
- ii. de forskrifter, lover eller kontraktsmessige bestemmelser som danner rammen for institusjonenes virksomhet, sikrer gjensidig finansiell støtte innenfor gruppen.

13. Vedkommende myndigheter kan dessuten tillate at det finner sted motregning som beskrevet i nr. 10 mellom på den ene siden institusjoner innenfor samme gruppe som oppfyller vilkårene omhandlet i nr. 12, og på den annen side enhver institusjon tilhørende den samme gruppen som er blitt godkjent i en annen medlemsstat, forutsatt at denne institusjon på individuelt grunnlag er forpliktet til å oppfylle kapitalkravene fastsatt i artikkel 4 og 5.

Definisjon av konsolidert ansvarlig kapital

14. Artikkel 5 i direktiv 89/299/EØF får anvendelse ved beregningen av den ansvarlige kapital på konsolidert grunnlag.

15. Vedkommende myndigheter som er pålagt å føre tilsyn på konsolidert grunnlag, kan ved beregningen av den konsoliderte ansvarlige kapital basere seg på de særegne definisjonene av ansvarlig kapital som, i samsvar med vedlegg V, får anvendelse på de aktuelle institusjoner.

Rapporteringsplikt

Artikkel 8

1. Medlemsstatene skal kreve at investeringsforetak og kredittinstitusjoner gir vedkommende myndigheter i hjemstaten alle opplysninger som er nødvendige for å kontrollere om reglene vedtatt i samsvar med dette direktiv blir overholdt. De skal også påse at institusjonenes interne kontrollrutiner og deres administrative og regnskapsmessige rutiner gjør det mulig til enhver tid å kontrollere at reglene overholdes.

2. Investeringsforetakene skal være forpliktet til å fremlegge en rapport for vedkommende myndigheter, i samsvar med nærmere regler fastsatt av dem, minst en gang pr. måned for foretak omhandlet i artikkel 3 nr. 3, minst en gang hver tredje måned for foretak omhandlet i artikkel 3 nr. 1 og minst en gang hvert halvår for foretak omhandlet i artikkel 3 nr. 2.

3. Uten hensyn til nr. 2, skal investeringsforetak omhandlet i artikkel 3 nr. 1 og 3 være forpliktet til å gi opplysninger på konsolidert eller delkonsolidert grunnlag bare en gang hvert halvår.

4. Kredittinstitusjoner skal være forpliktet til å fremlegge en rapport for vedkommende myndigheter, i samsvar med nærmere regler fastsatt av dem, med samme hyppighet som fastsatt i direktiv 89/647/EØF.

5. Vedkommende myndigheter skal kreve at institusjonene umiddelbart rapporterer til dem alle tilfeller der deres motparter i gjenkjøpsavtaler eller omvendte gjenkjøpsavtaler eller i transaksjoner med utlån og innlån av verdipapirer, ikke oppfyller sine forpliktelser. Senest tre år etter datoen nevnt i artikkel 12 skal Kommisjonen fremlegge en rapport for Rådet om de forannevnte tilfeller og om følgene for ordningen fastsatt i dette direktiv for avtaler og transaksjoner av denne type. Rapporten skal også inneholde en beskrivelse av hvordan institusjonene oppfyller de vilkår i nr. 6 bokstav b) i)-v) i artikkel 2 som gjelder for dem, og særlig vilkåret i nr. 6 bokstav b) v). Rapporten skal dessuten beskrive alle endringer som har funnet sted i det relative volum av institusjonenes tradisjonelle utlån og utlånsvolumet gjennom omvendte gjenkjøpsavtaler og transaksjoner i forbindelse med innlån av verdipapirer. Dersom Kommisjonen på grunnlag av rapporten og andre opplysninger finner at ytterligere sikkerhetstiltak er nødvendige for å hindre misbruk, skal den fremlegge egnede forslag.

Vedkommende myndigheter

Artikkel 9

1. Medlemsstatene skal utpeke de myndigheter som skal utføre oppgavene fastsatt i dette direktiv. De skal underrette Kommisjonen om dette, med angivelse av en eventuell fordeling av oppgavene.

2. Myndighetene omhandlet i nr. 1 skal være offentlige myndigheter eller organer som gjennom nasjonal lovgivning eller av offentlige myndigheter er offisielt anerkjent som del av den eksisterende tilsynsordning i vedkommende medlemsstat.

3. De nevnte myndigheter skal ha alle fullmakter de trenger for å gjennomføre sine oppgaver, særlig når det gjelder tilsyn med handelsporteføljens sammensetning.

4. Vedkommende myndigheter i medlemsstatene skal ha et nært samarbeid ved utførelsen av de oppgaver som er fastsatt i dette direktiv, særlig dersom det ytes investeringstjenester i form av tjenesteytelser eller gjennom opprettelse av filialer i en eller flere medlemsstater. På anmodning skal de gi hverandre alle opplysninger som kan bidra til å lette tilsynet med investeringsforetakenes og kredittinstitusjonenes kapitaldekningsgrad, og særlig kontrollen med at reglene fastsatt i dette direktiv overholdes. Utvekslingen av opplysninger mellom vedkommende myndigheter fastsatt i dette direktiv skal for investeringsforetakenes vedkommende være underlagt reglene om taushetsplikt fastsatt i artikkel 25 i direktiv 93/22/EØF, og for kredittinstitusjonenes vedkommende reglene om taushetsplikt fastsatt i artikkel 12 i direktiv 77/780/EØF, som endret ved direktiv 89/646/EØF.

Artikkel 10

I påvente av vedtakelsen av et nytt direktiv om fastsettelse av bestemmelser om tilpasning av dette direktiv til den tekniske utvikling på områdene nevnt nedenfor, skal Rådet etter forslag fra Kommisjonen og i samsvar med beslutning 87/373/EØF, med kvalifisert flertall vedta eventuelle nødvendige tilpasninger for å:

- klargjøre definisjonene i artikkel 2 med henblikk på å sikre en ensartet anvendelse av dette direktiv i hele Fellesskapet,
- klargjøre definisjonene i artikkel 2 for å ta hensyn til utviklingen på finansmarkedene,
- endre størrelsen på startkapitalen fastsatt i artikkel 3 og beløpet fastsatt i artikkel 4 nr. 6, for å ta hensyn til utviklingen på det økonomiske og pengepolitiske område,
- tilpasse terminologien og definisjonsformuleringene til senere rettsakter om institusjoner og forhold knyttet til dem.

Overgangsbestemmelser

Artikkel 11

1. Medlemsstatene kan godkjenne investeringsforetak som hører inn under artikkel 30 nr. 1 i direktiv 93/22/EØF med en ansvarlig kapital som på datoen for iverksettelsen av dette direktiv er lavere enn fastsatt for slike investeringsforetak i artikkel 3 nr. 1-3 i dette direktiv. Investeringsforetakenes ansvarlige kapital skal imidlertid senere oppfylle vilkårene fastsatt i artikkel 3 nr. 5-8 i dette direktiv.

2. Uten hensyn til vedlegg I nr. 14 kan medlemstatene for alle obligasjoner som i henhold til artikkel 11 nr. 2 i direktiv 89/647/EØF er tillagt en risikovektlegging på 10 %, fastsette et krav til spesifikk risiko som tilsvarer halvparten av det kravet som gjelder for poster som består i fordringer på kvalitetseiendeler med samme gjenværende løpetid som en slik obligasjon.

Sluttbestemmelser

Artikkel 12

1. Medlemsstatene skal sette i kraft de lover og forskrifter som er nødvendige for å etterkomme dette direktiv senest på den dag som er fastsatt i artikkel 31 andre ledd i direktiv 93/22/EØF. De skal umiddelbart underrette Kommisjonen om dette.

Disse bestemmelsene skal, når de vedtas av medlemsstatene, inneholde en henvisning til dette direktiv, eller det skal henvises til direktivet når de kunngjøres. Nærmere regler for henvisningen fastsettes av medlemsstatene.

2. Medlemsstatene skal oversende Kommisjonen teksten til de viktigste internrettslige bestemmelser som de vedtar på det området dette direktiv omhandler.

Artikkel 13

Kommisjonen skal hurtigst mulig fremlegge forslag for Rådet om kapitalkravene knyttet til råvarehandel, råvarebaserte derivater og andeler i kollektive investeringsforetak.

Rådet skal treffe sin beslutning om Kommisjonens forslag senest seks måneder før datoen for iverksettelse av dette direktiv.

Revisjonsklausul

Artikkel 14

Senest tre år etter datoen nevnt i artikkel 12 skal Rådet, etter forslag fra Kommisjonen, gjennomgå og om nødvendig revidere dette direktiv i lys av de erfaringer som er gjort ved anvendelsen av det, og i denne forbindelse skal det tas hensyn til markedsinnovasjon og særlig utviklingen innen de internasjonale fora av regelutstedende myndigheter.

Artikkel 15

Dette direktiv er rettet til medlemsstatene.

Utferdiget i Brussel, 15. mars 1993.

For Rådet

M. JELVED

Formann

POSISJONSRISIKO

INNLEDNING

Beregning av nettoposisjoner

1. Differansen mellom en institusjons lange (korte) posisjoner og korte (lange) posisjoner i samme egenkapitalinstrument, gjeldsinstrument og konvertible instrumenter samt identiske finansielle futureskontrakter, opsjoner, warrants og covered warrants skal være institusjonens nettoposisjon i hvert av disse forskjellige instrumentene. Ved beregning av nettoposisjonen skal vedkommende myndigheter tillate at posisjoner i derivater blir behandlet, som angitt i nr. 4-7, som posisjoner i det (eller de) underliggende (eller teoretiske) verdipapir(er). Det skal ikke tas hensyn til institusjonens beholdning av egne gjeldsinstrumenter ved beregningen av den spesifikke risiko omhandlet i nr. 14.
2. Det er ikke tillatt å motregne et konvertibelt verdipapir med motgående posisjoner i det underliggende instrument, med mindre vedkommende myndigheter innfører en praksis som tar hensyn til sannsynligheten for at et bestemt konvertibelt verdipapir blir konvertert eller de stiller et krav om kapitaldekning for eventuelle tap konverteringen kan medføre.
3. Før de summeres, skal alle nettoposisjoner, uavhengig av fortegn, daglig omregnes til gjeldende spotkurs i den valuta institusjonen benytter ved rappor-

tering til vedkommende myndigheter.

Særlige instrumenter

4. Rentefutureskontrakter, rentesikringsavtaler (FRA-kontrakter) og terminforpliktelser til kjøp eller salg av gjeldsinstrumenter skal behandles som kombinasjoner av lange og korte posisjoner. En lang posisjon i rentefutureskontrakter skal derfor betraktes som en kombinasjon av et innlån som forfaller på leveringstidspunktet for futureskontrakten og en aktivapost med samme forfallsdato som det underliggende instrumentet eller vedkommende futureskontrakt. På tilsvarende måte skal en solgt rentesikringsavtale (FRA-kontrakt) behandles som en lang posisjon med forfallsdato på oppgjørstidspunktet pluss kontraktsperioden, og som en kort posisjon med forfall på oppgjørstidspunktet. Både innlåns- og aktiva-postene skal oppføres i rubrikken for sentralmyndigheter i tabell 1 i nr. 14 med henblikk på beregning av kravet til kapitaldekning for spesifikk risiko knyttet til rentefutureskontrakter og rentesikringsavtaler (FRA-kontrakter). En terminforpliktelse til kjøp av et gjeldsinstrument skal behandles som en kombinasjon av et innlån med forfall på leveringstidspunktet og en lang (spot-) posisjon i selve gjeldsinstrumentet. Innlånet skal oppføres i rubrikken for sentralmyndigheter i tabell 1 med henblikk på beregning av spesifikk risiko, og gjeldsinstrumentet i den relevante rubrikk i samme tabell. Vedkommende myndigheter kan tillate at kapitalkravet for en børshandlet futureskontrakt settes til samme margin som børsen selv krever, dersom de er overbevist om at marginen er et nøyaktig mål på den risiko kontrakten innebærer og at måten marginen beregnes på, tilsvarer beregningsmåten beskrevet i dette vedlegg.
5. Opsjoner knyttet til renter, gjeldsinstrumenter, egenkapital, instrumenter, finansielle futureskontrakter, finansielle swap-avtaler og valutaer skal, for formålene dette vedlegg, behandles som om de var posisjoner med samme verdi som de underliggende instrumenter opsjonene er knyttet til, multiplisert med deltaverdien. De posisjoner som da fremkommer, kan motregnes med posisjoner i samme underliggende verdipapirer eller derivater. Den deltaverdi som anvendes, skal være enten den som benyttes på vedkommende børs eller den som er beregnet av vedkommende myndigheter, eller dersom en slik deltaverdi ikke finnes eller for OTC-opsjoner, den deltaverdi institusjonen selv har beregnet, forutsatt at den modell institusjonen benytter, betraktes som rimelig av vedkommende myndigheter.

Vedkommende myndigheter kan imidlertid fastsette at institusjonene skal beregne deltaverdien etter beregningsmåter foreskrevet av dem.

Vedkommende myndigheter skal kreve at det finnes dekning for annen risiko enn deltarisiko i forbindelse med opsjoner. De kan tillate at kravet til kapitaldekning for en utstedt opsjon omsatt på børsen er lik den margin børsen selv krever, dersom de er overbevist om at marginen er et nøyaktig mål på den risiko opsjonen innebærer og at måten marginen beregnes på, tilsvarer beregningsmåten for slike opsjoner beskrevet i dette vedlegg. De kan dessuten tillate at kapitalkravet for en opsjon kjøpt på børs eller kjøpt OTC er det samme som for opsjonens underliggende instrument, forutsatt at kapitalkravet som er beregnet på denne måten, ikke er høyere enn opsjonens markedsverdi. Det tilsvarende kapitalkrav for en opsjon utstedt OTC skal beregnes på grunnlag av det underliggende instrument.
6. Behandlingsmåten for opsjoner fastsatt i nr. 5 skal også anvendes på warrants og covered warrants.
7. Renterisikoen knyttet til finansielle swap-avtaler skal behandles på samme

grunnlag som balanseførte instrumenter. Følgelig skal en renteswap som innebærer at en institusjon mottar flytende rente og betaler fast rente, behandles som en kombinasjon av en lang posisjon i et instrument med flytende rente med en løpetid som er lik perioden fram til neste rentefastsettelse og en kort posisjon i et instrument med fast rente og samme løpetid som swapen selv.

8. Institusjoner som foretar verdivurdering etter markedsverdi og styrer renterisikoen i forbindelse med derivater omhandlet i nr. 4-7 på grunnlag av nåverdien av fremtidige betalinger, kan anvende følsomhetsmodeller til å beregne de ovenfor nevnte posisjoner, og skal anvende slike modeller på enhver obligasjon som amortiseres over sin restløpetid og ikke ved tilbakebetaling av hele hovedstolen på en gang. Vedkommende myndigheter skal ha gitt sin godkjennelse både til modellen og til at den benyttes av institusjonen. Modellene bør gi posisjoner som har samme følsomhet overfor renteendringer som de underliggende kontantstrømmer. Følsomheten skal vurderes i forhold til uavhengige bevegelser i et utvalg av rentesatser fordelt over hele avkastningskurven, med minst ett følsomhetspunkt innenfor hvert av løpetidsbåndene i tabell 2 i nr. 18. Posisjonene skal inngå i beregningen av kapitalkravene i henhold til bestemmelse i nr. 15-30.
9. Institusjoner som ikke anvender modellene fastsatt i nr. 8, kan med vedkommende myndigheters samtykke betrakte alle posisjoner i derivater omhandlet i nr. 4-7 som fullt ut motregnet mot hverandre, forutsatt at de minst oppfyller følgende vilkår:
 - i. posisjonene har samme verdi og er denominert i samme valuta,
 - ii. referansesatsene (for posisjoner med flytende rente) eller pålydende rente (for posisjoner med fast rente) ligger tett opp til hverandre,
 - iii. rentejusteringsdatoen, eller, i tilfelle fast rente, den gjenværende løpetid er underlagt følgende begrensninger:
 - mindre enn en måned: samme dag,
 - mellom én måned og ett år: innen sju dager,
 - mer enn ett år: innen tretti dager.
10. En institusjon som gjennom en gjenkjøpsavtale overdrar verdipapirer eller garanterte rettigheter til å erverve verdipapirene, og en institusjon som låner ut verdipapirer innenfor rammen av en transaksjon med verdipapirutlån, skal ta med vedkommende verdipapirer ved beregningen av sine respektive kapitalkrav i henhold til dette vedlegg, forutsatt at verdipapirene oppfyller kriteriene fastsatt i artikkel 2 nr. 6) bokstav a).
11. Posisjoner i andeler i kollektive investeringsforetak skal være underlagt kapitalkravene fastsatt i direktiv 89/647/EØF, fremfor posisjonsrisikokravene fastsatt i dette direktiv.

Spesifikk og generell risiko

12. Posisjonsrisikoen knyttet til et omsatt gjeldsinstrument eller omsatt egenkapitalinstrument (eller et derivat av et gjeldsinstrument eller av et egenkapitalinstrument) skal deles i to komponenter slik at kapitaldekningskravene kan beregnes. Den første komponenten gjelder spesifikk risiko, dvs. risikoen for endringer i kursen på vedkommende instrument som følge av faktorer knyttet til utstederen, eller dersom det gjelder et derivat, som følge av faktorer knyttet til utstederen av det underliggende instrument. Den andre komponenten skal dekke generell risiko, dvs. risikoen for endringer i kursen på instrumentet som følge av endringer i rentenivået (for et omsettelig gjeldsinstrument eller rentederivat)

eller som følge av generelle bevegelser i egenkapitalmarkedet som ikke kan tilskrives egenskaper ved det enkelte verdipapir (for et egenkapitalinstrument eller derivat av et egenkapitalinstrument).

OMSATTE GJELDSINSTRUMENTER

13. Institusjonen skal klassifisere sine nettoposisjoner etter den valuta de er denominert i og beregne kapitalkravet for generell og spesifikk risiko i hver valuta for seg.

Spesifikk risiko

14. Institusjonen skal innplassere sine nettoposisjoner, beregnet i samsvar med bestemmelsene i nr. 1, i de riktige kategorier i tabell 1, på grunnlag av deres restløpetid, og deretter multiplisere dem med de angitte vektall. Institusjonen skal legge sammen de veide posisjonene (uansett om de er lange eller korte) for å beregne hvilken kapitaldekning som kreves for den spesifikke risiko.

Tabell 5.1: /* 393L0006/14/1 *

Poster som består i fordringer på sentralmyndigheter	Poster som består i fordringer på kvalitetseiendeler			Andre poster
	fra 0 til 6 mndr.	fra 6 mndr. til 24 mndr.	mer enn 24 mndr.	
0,00 %	0,25 %	1,00 %	1,60 %	8,00 %
*/				

Generell risiko

a. avhengig av løpetid

15. Fremgangsmåten ved beregning av kapitaldekningskravet for generell risiko omfatter to grunnleggende trinn. Først skal alle posisjoner veies på grunnlag av deres forfall (som forklart i nr. 16), for å beregne kapitaldekningskravet. Deretter kan kapitaldekningskravet reduseres dersom en veid posisjon innehas samtidig med en veid posisjon med motsatt fortegn innenfor samme forfallsbånd. Kapitaldekningskravet kan også reduseres når de veide posisjonene med motsatt fortegn ikke hører til samme forfallsbånd, idet størrelsen på reduksjonen vil variere avhengig av om de to posisjonene tilhører samme sone eller ikke og avhengig av hvilke soner de tilhører. Det finnes i alt tre soner (grupper av forfallsbånd).
16. Institusjonen skal innplassere sine nettoposisjoner i de rette forfallsbånd i andre eller tredje spalte i tabell 2 i nr. 18. Innplasseringen skal foretas på grunnlag av gjenværende løpetid for instrumenter med fast rente, og på grunnlag av gjenværende løpetid fram til ny fastsettelse av renten for instrumenter som får ny rentefastsettelse før endelig forfall. Institusjonen skal også skjelne mellom gjeldsinstrumenter med en pålydende rente på 3 % eller mer og gjeldsinstrumenter med en pålydende rente på under 3 %, og skal innplassere dem i andre eller tredje spalte i tabell 2. Deretter skal hver enkelt posisjon multipliseres med vekt faktoren for vedkommende forfallsbånd angitt i fjerde spalte i tabell 2.

17. Institusjonen summerer så de veide lange posisjoner og de veide korte posisjoner i hvert enkelt forfallsbånd. Summen av lange veide posisjoner som motsvares av korte veide posisjoner i et bestemt forfallsbånd skal betraktes som den veide motsvarende posisjon i vedkommende ramme, mens den gjenstående lange eller korte posisjon skal betraktes som den veide ikke motsvarende posisjon i samme ramme. Institusjonen skal deretter regne ut summen av veide motsvarende posisjoner i alle forfallsbånd.
18. Institusjonen skal regne ut summen av de veide ikke motsvarende lange posisjoner for de bånd som inngår i hver enkelt sone i tabell 2, for å finne den veide ikke motsvarende lange posisjon for hver sone. På samme måte skal de veide ikke motsvarende korte posisjoner i hvert enkelt forfallsbånd slås sammen for å finne den veide ikke motsvarende korte posisjon for vedkommende sone. Den del av en sones veide ikke motsvarende lange posisjon som er motregnet mot den samme sones veide ikke motsvarende korte posisjon, skal betraktes som vedkommende sones veide motsvarende posisjon. Den del av en sones veide ikke motsvarende lange eller korte posisjon som ikke lar seg motregne på denne måten, skal betraktes som vedkommende sones veide ikke motsvarende posisjon.

Tabell 5.2: /* 393L0006/15/1 *

Sone	Forfallsbånd		Vektlegging (%)	Antatt endring i rentesats (%)
	Pålydende rente på 3 % eller mer	Pålydende rente på under 3 %		
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
En	0 ≤ 1 mnd.	0 ≤ 1 mnd.	0,00	–
	> 1 ≤ 3 mndr.	> 1 ≤ 3 mndr.	0,20	1,00
	> 3 ≤ 6 mndr.	> 3 ≤ 6 mndr.	0,40	1,00
	> 6 ≤ 12 mndr.	> 6 ≤ 12 mndr.	0,70	1,00
To	> 1 ≤ 2 år	> 1,0 ≤ 1,9 år	1,25	0,90
	> 2 ≤ 3 år	> 1,9 ≤ 2,8 år	1,75	0,80
	> 3 ≤ 4 år	> 2,8 ≤ 3,6 år	2,25	0,75
	> 4 ≤ 5 år	> 3,6 ≤ 4,3 år	2,75	0,75
Tre	> 5 ≤ 7 år	> 4,3 ≤ 5,7 år	3,25	0,70
	> 7 ≤ 10 år	> 5,7 ≤ 7,3 år	3,75	0,65
	> 10 ≤ 15 år	> 7,3 ≤ 9,3 år	4,50	0,60
	> 15 ≤ 20 år	> 9,3 ≤ 10,6 år	5,25	0,60
	> 20 år	> 10,6 ≤ 12,0 år	6,00	0,60
		> 12,0 ≤ 20,0 år	8,00	0,60
		20 år	12,50	0,60

19. Institusjonen skal deretter regne ut størrelsen på den veide ikke motsvarende lange (korte) posisjon i sone en som er motregnet mot den veide ikke motsvarende korte (lange) posisjon i sone to. Slik fremkommer den veide motsvarende

posisjon mellom sone en og to omhandlet i nr. 23. Samme utregning foretas deretter for den gjenstående del av den veide ikke motsvarende posisjon i sone to og den veide ikke motsvarende posisjon i sone tre, for å finne den veide motsvarende posisjon mellom sone to og tre.

20. Institusjonen kan om ønskelig foreta utregningen omhandlet i nr. 19 i omvendt rekkefølge, og regne ut den veide motsvarende posisjon mellom sone to og tre før utregningen av den veide avregnede posisjon mellom sone en og to.
21. Resten av den veide ikke motsvarende posisjon i sone en skal deretter motregnes mot det som er igjen av tilsvarende posisjon i sone tre etter motregning mot sone to, for å regne ut den veide motsvarende posisjon mellom sone en og tre.
22. Restposisjonene etter de tre atskilte utregningsoperasjonene omhandlet i nr. 19, 20 og 21 skal deretter summeres.
23. Institusjonens kapitalkrav skal være lik summen av følgende faktorer:
 - a) 10 % av summen av de veide motsvarende posisjoner i alle forfallsbånd,
 - b) 40 % av den veide motsvarende posisjon i sone en,
 - c) 30 % av den veide motsvarende posisjon i sone to,
 - d) 30 % av den veide motsvarende posisjon i sone tre,
 - e) 40 % av den veide motsvarende posisjon mellom sone en og to, og mellom sone to og tre (se nr. 19),
 - f) 150 % av den veide motsvarende posisjon mellom sone en og tre,
 - g) 100 % av de veide ikke motsvarende restposisjonene.

b. *på grunnlag av varighet*

24. For å beregne kapitalkravet til dekning av den generelle risiko knyttet til omsatte gjeldsinstrumenter, kan vedkommende myndigheter i medlemsstatene, enten generelt eller i hvert enkelt tilfelle, tillate institusjonene å benytte en beregningsmåte basert på varighet, i stedet for å anvende beregningsmåten beskrevet i nr. 15-23, forutsatt at institusjonene benytter beregningsmåten konsekvent.
25. Ved en slik beregningsmåte skal institusjonen la markedsverdien av hvert enkelt gjeldsinstrument med fast rente danne grunnlaget for beregning av dets effektive rente, som er verdipapirets implisitte diskonteringsrate. Når det gjelder instrumenter med flytende rente, skal institusjonen la markedsverdien av hvert enkelt instrument danne grunnlaget for beregning av dets effektive rente, idet det antas at hovedstolen forfaller ved førstkomende fastsettelse av ny rentesats.
26. Institusjonen skal deretter beregne den modifiserte varighet for hvert enkelt gjeldsinstrument på grunnlag av følgende formel:
/* 393L0006/16/1 *
varighet (D)
modifisert varighet = */
der
/* 393L0006/16/2 */
r = effektiv rente (se nr. 25),
/* 393L0006/16/3 */ = kontant betaling på tidspunkt t,
m = samlet løpetid (se nr. 25).
27. Institusjonen skal plassere hvert av gjeldsinstrumentene i den riktige sonen i tabell 3. Det skal gjøres på grunnlag av hvert enkelt instruments modifiserte varighet.

Tabell 3: /*393L0006/16/4 *

Sone	Modifisert varighet (i år)	Antatt renteendring (i %)
(1)	(2)	(3)
En	0-1,0	1,0
To	1,0-3,6	0,85
Tre	3,6	0,7
*/		

28. Institusjonen skal deretter regne ut den varighetsveide posisjon for hvert enkelt instrument ved å multiplisere dets markedsverdi med dets modifiserte varighet og med den antatte renteendring for et instrument med vedkommende modifiserte varighet (se spalte 3 i tabell 3).
29. Institusjonen skal beregne sine varighetsveide lange og korte posisjoner i hver enkelt sone. Den sum som fremkommer ved avregning av de lange veide posisjoner mot tilsvarende korte posisjoner i hver enkelt sone, er vedkommende sones avregnede varighetsveide posisjon.
Institusjonen skal deretter beregne hver enkelt sones uavregnede varighetsveide posisjon. Deretter skal institusjonen anvende beregningsmåtene beskrevet i nr. 19-22 for de veide uavregnede posisjoner.
30. Institusjonens kapitalkrav skal være lik summen av følgende faktorer:
- 2 % av den avregnede varighetsveide posisjon i hver sone,
 - 40 % av de varighetsveide avregnede posisjoner mellom sone en og to, og mellom sone to og tre,
 - 150 % av den varighetsveide avregnede posisjon mellom sone en og tre,
 - 100 % av de varighetsveide uavregnede restposisjonene.

EGENKAPITAL

31. Institusjonen skal summere alle sine lange nettoposisjoner og alle sine korte nettoposisjoner i samsvar med nr. 1. Summen av de to tallene skal være institusjonens samlede bruttoposisjon. Forskjellen mellom de to tallene skal være dens samlede nettoposisjon.

Spesifikk risiko

32. Institusjonen skal beregne kapitalkravet til dekning av den spesifikke risiko som 4 % av sin samlede bruttoposisjon.
33. Uten hensyn til nr. 32, kan vedkommende myndigheter tillate at kapitalkravet til dekning av spesifikk risiko settes til 2 %, og ikke til 4 %, for en institusjons beholdning av egenkapitalinstrumenter som oppfyller følgende vilkår:
- egenkapitalinstrumentene kan ikke være utstedt av emittenter som har utstedt omsatte gjeldsinstrumenter som for tiden er underlagt 8 %-kravet i henhold til tabell 1 i nr. 14,
 - vedkommende myndigheter skal betrakte egenkapitalinstrumentene som meget likvide ut fra objektive kriterier,
 - ingen enkelt posisjon skal utgjøre mer enn 5 % av verdien av institusjonens samlede beholdning av egenkapitalinstrumenter. Vedkommende myndigheter kan imidlertid tillate enkeltposisjoner på inntil 10 %, forutsatt at disse

posisjonene til sammen ikke utgjør mer enn 50 % av beholdningen.

Generell risiko

34. Kapitalkravet til dekning av generell risiko skal være 8 % av institusjonens samlede nettoposisjon.

Aksjeindeksfutures

35. Aksjeindeksfutures og deltaekvivalent verdi av opsjoner på aksjeindeksfutures og aksjeindekser, heretter kalt «aksjeindeksfutures», kan oppsplittes i posisjoner i hver av de aksjene indeksen består av. Disse posisjonene kan behandles som posisjoner i de underliggende aksjer og, med forbehold om samtykke fra vedkommende myndigheter, motregnes med motgående posisjoner i disse aksjene.
36. Vedkommende myndigheter skal påse at en institusjon som har motregnet sine posisjoner i en eller flere av de aksjer en aksjeindeksfutures er sammensatt av, med en eller flere motgående posisjoner i aksjeindeksfutures-kontrakten, har tilstrekkelig ansvarlig kapital til å dekke tapsrisikoen som følge av ulik verdiutvikling på futureskontrakten og de aksjene kontrakten består av; det samme skal gjelde for institusjoner som har motgående posisjoner i aksjeindeksfutures som ikke er identiske med hensyn til løpetid og/eller sammensetning.
37. Uten hensyn til nr. 35 og 36 skal børsomsatte aksjeindeksfutures som etter vedkommende myndigheters oppfatning representerer bredt sammensatte indekser, underlegges et kapitalkrav på 8 % for dekning av generell risiko, men ikke noe kapitalkrav for spesifikk risiko. Slike aksjeindeksfutures skal inngå i beregningen av den samlede nettoposisjon fastsatt i nr. 31, men ikke i beregningen av den samlede bruttoposisjon fastsatt i samme nr.
38. Dersom en aksjeindeksfuture ikke splittes opp i posisjoner i de underliggende aksjer, skal den behandles som en individuell aksje. Det kan imidlertid ses bort fra spesifikk risiko dersom den aktuelle aksjeindeksfuture omsettes over børs og etter vedkommende myndigheters oppfatning representerer en bredt sammensatt indeks.

FULLTEGNINGSGARANTIER

39. Når det gjelder fulltegningsgarantier i forbindelse med emisjoner av gjelds- og egenkapitalinstrumenter, kan vedkommende myndigheter tillate at en institusjon anvender beregningsmåten nedenfor ved beregning av sitt kapitalkrav. For det første skal den beregne nettoposisjonene ved å trekke fra posisjoner i tegningsgarantier som tredjeparter har tegnet seg for eller overtatt på grunnlag av en formell avtale; for det andre, skal den redusere nettoposisjonene med følgende reduksjonsfaktorer:
- 0. virkedag: 100 %
 - 1. virkedag: 90 %
 - 2. til 3. virkedag 75 %
 - 4. virkedag: 50 %
 - 5. virkedag 25 %
 - etter 5. virkedag 0 %

Med 0. virkedag menes den virkedag da institusjonen er ugjenkallelig forpliktet til å akseptere en kjent mengde verdipapirer til en avtalt pris.

For det tredje skal institusjonen beregne sitt kapitalkrav på grunnlag av de redu-

serte posisjoner i tegningsgarantier. Vedkommende myndigheter skal påse at institusjonen har tilstrekkelig ansvarlig kapital til å dekke risikoen for tap i tiden mellom det tidspunkt den opprinnelige forpliktelse ble inngått og 1. virkedag.

OPPGJØRS- OG MOTPARTSRISIKO OPPGJØRS-/LEVERINGSRISIKO

1. I tilfeller der transaksjoner med gjelds- og egenkapitalinstrumenter (unntatt gjenkjøpsavtaler og omvendte gjenkjøpsavtaler samt ut- og innlån av verdipapirer) fortsatt er uoppgjorte etter den fastsatte leveringsdato, skal institusjonen beregne den prisforskjellen den er eksponert for. Risikoen er knyttet til forskjellen mellom den avtalte oppgjørpris og den aktuelle markedsverdi for vedkommende gjeldsinstrument eller egenkapitalinstrument, dersom forskjellen kan medføre et tap for institusjonen. Institusjonen skal multiplisere prisdifferansen med den relevante faktor i spalte A i tabellen oppført i nr. 2 for å beregne sitt kapitalkrav.
2. Uten hensyn til nr. 1 kan en institusjon med vedkommende myndigheters godkjenning beregne sine kapitalkrav ved å multiplisere den avtalte oppgjørpris for hver enkelt transaksjon som er uoppgjort mellom femte og førtifemte virkedag etter oppgjørsgjeldsdata, med den relevante faktor i spalte B i tabellen nedenfor. Fra førtisjettede virkedag etter oppgjørsgjeldsdata skal kapitalkravet være 100 % av den prisdifferanserisiko institusjonen løper, som i spalte A.

Tabell 5.4: /*393L0006 *

Antall virkedager etter oppgjørsgjeldsdata	Spalte A (%)	Spalte B (%)
5-15	8	0,5
16-30	50	4,0
31-45	75	9,0
46 eller mer	100	se nr. 2

MOTPARTSRISIKO

Uoppgjorte transaksjoner (*free deliveries*)

- 3.1. En institusjon skal ha kapitaldekning for motpartsrisiko dersom:
 - i. institusjonen har betalt for verdipapirer før den har mottatt dem eller har utlevert verdipapirer før de er betalt, og
 - ii. det i forbindelse med transaksjoner over landegrensene har gått en dag eller mer siden institusjonen foretok vedkommende utbetaling eller utlevering.
- 3.2. Kapitalkravet skal være 8 % av verdien av verdipapirene eller institusjonens tilgodehavende multiplisert med den risikovektleggingsfaktor som gjelder for vedkommende motpart.

Gjenkjøpsavtaler, omvendte gjenkjøpsavtaler og ut- og innlån av verdipapirer

- 4.1. For gjenkjøpsavtaler og utlån av verdipapirer basert på verdipapirer som inngår i handelsporteføljen, skal institusjonen beregne forskjellen mellom verdipapirenes markedsverdi og det beløp institusjonen har lånt eller markedsverdien av sikkerheten, dersom denne forskjellen er positiv. For omvendte gjenkjøpsavta-

ler og innlån av verdipapirer skal institusjonen beregne forskjellen mellom det beløp institusjonen har lånt ut eller markedsverdien av sikkerheten og markedsverdien av de verdipapirer institusjonen har mottatt, dersom denne forskjellen er positiv.

Vedkommende myndigheter skal treffe tiltak for å sikre at den overskytende sikkerhet er tilfredsstillende.

Vedkommende myndigheter kan dessuten tillate institusjonene å la være å ta hensyn til overskytende sikkerhet ved de beregninger som er beskrevet i første ledd i dette nr. dersom den overskytende sikkerhet er garantert på en slik måte at overdrageren alltid kan være sikker på å få den overskytende sikkerhet tilbake i tilfelle av mislighold fra motpartens side.

Påløpte renter skal medtas ved beregningen av markedsverdien av beløp som er lånt eller utlånt og av den sikkerhet som er stilt.

- 4.2. Kapitalkravet skal være 8 % av beløpet definert i nr. 4.1 multiplisert med den risikovektleggingsfaktor som gjelder for vedkommende motpart.

Derivater omsatt OTC

5. For å beregne kapitalkravet for OTC-derivater, skal institusjonene anvende vedlegg II til direktiv 89/647/EØF for rente- og valutakontrakter; OTC-egenkapitalinstrumentopsjoner og covered warrants skal behandles på samme måte som fastsatt for valutakontrakter i vedlegg II til direktiv 89/647/EØF.

Risikovektleggingsfaktorene som skal anvendes på vedkommende motparter skal fastsettes i samsvar med dette direktivs artikkel 2 nr. 9.

ANNEN RISIKO

6. Kapitalkravene i direktiv 89/647/EØF skal anvendes på risiko i form av kurtsjse, provisjoner, renter, dividende og marginer ved børsomsatte futures- eller opsjonskontrakter som ikke faller inn under verken dette vedlegg eller vedlegg I, og som heller ikke trekkes fra den ansvarlige kapital i henhold til vedlegg V nr. 2 bokstav d), og som er direkte knyttet til poster i handelsporteføljen.
- Risikovektleggingsfaktorene som skal anvendes på vedkommende motparter, skal fastsettes i samsvar med dette direktivs artikkel 2 nr. 9.

VALUTARISIKO

1. Dersom institusjonens samlede nettovalutaposisjon, beregnet etter fremgangsmåten beskrevet nedenfor, overstiger 2 % av dens samlede ansvarlige kapital, skal institusjonen multiplisere det overskytende beløp med 8 % for å finne kravet til ansvarlig kapital til dekning av valutarisiko.
2. Institusjonen skal gjennomføre beregningen i to etapper.
 - 3.1. Først skal institusjonen beregne sin åpne nettoposisjon i hver enkelt valuta (herunder den valuta institusjonen benytter ved rapportering til vedkommende myndigheter). Denne posisjon skal være summen av følgende (positive eller negative) faktorer:
 - nettospotposisjonen (dvs. alle aktivaposter minus alle passivaposter, herunder påløpte ikke forfalte renter i vedkommende valuta),
 - nettoterminposisjonen (dvs. alle beløp som vil komme inn minus alle beløp som skal betales ut i henhold til valutatermintransaksjoner, herunder valutafutures og hovedstolen i valutaswaper som ikke er tatt med i nettospotposisjonen),

- ugjenkallelige garantier (og liknende instrumenter) som med sikkerhet vil bli effektive,
- fremtidige nettoinntekter/-utgifter som ennå ikke er realisert, men som allerede er fullt inndekket (fremtidige nettoinntekter/-utgifter som ennå ikke er bokført men som allerede er fullt inndekket gjennom futureskontrakter, kan tas med i beregningen, dersom dette foretrekkes av den institusjon som rapporterer til vedkommende myndigheter, og med disse myndigheters forutgående samtykke. Institusjonen må holde seg konsekvent til det alternativ den velger),
- netto deltaveid (eller deltabasert) verdi av den samlede beholdning av valutaopsjoner,
- markedsverdien av andre opsjoner (dvs. utenom valutaopsjoner),
- enhver posisjon som en institusjon bevisst har tatt for å sikre seg mot negative virkninger av valutakursendringer på institusjonens ansvarlige kapitalandel, kan utelates ved beregningen av åpne nettovalutaposisjoner. Slike posisjoner bør være av strukturell art eller uten forbindelse med poster som inngår i handelsporteføljen. Utelatelse samt endringer i vilkårene for utelatelse må godkjennes av vedkommende myndigheter. Samme behandlingsmåte, på samme vilkår som beskrevet ovenfor, kan anvendes på posisjoner med tilknytning til poster som allerede er trukket fra ved beregningen av den ansvarlige kapital.

- 3.2. Vedkommende myndigheter kan tillate institusjoner å benytte netto nåverdi ved beregningen av den åpne nettoposisjon i hver enkelt valuta.
4. Dernest skal korte og lange nettoposisjoner i hver enkelt valuta, unntatt den valuta som benyttes ved rapportering til vedkommende myndigheter, omregnes til rapporteringsvalutaen til spotkurs. De skal så summeres hver for seg slik at det fremkommer samlede summer for henholdsvis korte og lange nettoposisjoner. Den høyeste av de to summene skal være institusjonens samlede nettovalutaposisjon.
5. Uten hensyn til nr. 1-4 og inntil nærmere vilkår fastsettes, kan vedkommende myndigheter pålegge eller tillate institusjonene å benytte andre beregningsmåter for å oppfylle bestemmelsene i dette direktiv.
6. For det første kan vedkommende myndigheter tillate institusjonene å oppfylle lavere kapitalkrav enn dem som stilles i nr. 1-4 til dekning av posisjoner i valutaer som varierer lite i forhold til hverandre. Vedkommende myndigheter kan anse to valutaer for å variere lite i forhold til hverandre bare dersom de – på grunnlag av daglige valutakursopplysninger fra de foregående tre eller fem år – har beregnet at sannsynligheten for at det på like store posisjoner med motsatt fortegn i slike valutaer, innenfor de nærmeste ti virkedager, vil oppstå et tap på 4 % eller mindre av verdien av den aktuelle avregnede posisjon (uttrykt i rapporteringsvalutaen), er på minst 99 % når det anvendes en observasjonsperiode på tre år, eller 95 % når det anvendes en observasjonsperiode på fem år. Kravet til ansvarlig kapital for en avregnet posisjon i to valutaer som varierer lite i forhold til hverandre, skal være 4 % multiplisert med verdien av den avregnede posisjon. Kapitalkravet for uavregnede posisjoner i valutaer som varierer lite i forhold til hverandre, og for alle posisjoner i andre valutaer, skal være 8 % multiplisert med den høyeste summen av henholdsvis de korte eller de lange nettoposisjoner i vedkommende valutaer, etter fradrag av de avregnede posisjoner i valutaer som varierer lite i forhold til hverandre.
7. For det andre kan vedkommende myndigheter tillate at institusjonene anvender en annen metode enn den angitt i nr. 1-6 for å oppfylle bestemmelsene i dette

- vedlegg. Det kapitalkrav en slik metode vil resultere i, må være tilstrekkelig til:
- i. at det overstiger eventuelle tap som ville ha oppstått i minst 95 % av rullerende tidsrom på ti virkedager i løpet av de fem foregående år, eller i minst 99 % av rullerende tidsrom på ti virkedager i løpet av de tre foregående år, dersom institusjonen hadde innledet hvert enkelt tidsrom med sine nåværende posisjoner, eller
 - ii. at det på grunnlag av en analyse av valutakursbevegelsene i alle de rullerende tidsrom på ti virkedager i de foregående fem år, overstiger de sannsynlige tap i den følgende investeringsperiode på ti virkedager i 95 % eller mer av tiden, eller i 99 % av tiden dersom analysen av valutakursbevegelsene dekker bare de tre foregående år,
 - iii. at det uansett størrelsen på kapitalkravet i henhold til i) og ii), utgjør mer enn 2 % av den åpne nettoposisjon beregnet i samsvar med nr. 4.
8. For det tredje kan vedkommende myndigheter gi institusjonene tillatelse til at posisjoner i valutaer underlagt en juridisk bindende mellomstatlig avtale med sikte på å begrense kurssvingning i forhold til andre valutaer underlagt samme avtale, holdes utenfor hvilken som helst av de metoder beskrevet i nr. 1-7 som anvendes av institusjonene. Institusjonene skal beregne sine avregnede posisjoner i slike valutaer og underlegge dem et kapitalkrav som ikke er lavere enn halvparten av det største tillatte kurssvingning for vedkommende valutaer i henhold til den mellomstatlige avtalen. De uavregnede posisjoner i disse valutaene skal behandles på samme måte som andre valutaer.
- Uten hensyn til første ledd kan vedkommende myndigheter tillate at kapitalkravet for avregnede posisjoner i valutaene til de medlemsstater som deltar i annen fase av Den europeiske pengepolitiske union, skal være 1,6 % multiplisert med verdien av vedkommende avregnede posisjoner.
9. Vedkommende myndigheter skal underrette Rådet og Kommisjonen om de eventuelle metoder som de påbyr eller tillater for så vidt angår nr. 6-8.
10. Kommisjonen skal fremlegge en rapport for Rådet om metodene omhandlet i nr. 9, og skal etter behov og idet det tas hensyn til den internasjonale utvikling, fremme forslag om tilnærming av metodene for behandling av valutarisiko.
11. Nettoposisjoner i sammensatte valutaer kan oppsplittes i de valutaer posisjonen består av med utgangspunkt i de gjeldende kvoter.

ANDRE FORMER FOR RISIKO

Investeringsforetak skal ha en ansvarlig kapital som svarer til en fjerdedel av det foregående års faste kostnader. Vedkommende myndigheter kan tilpasse dette krav ved vesentlige endringer i et foretaks virksomhet i forhold til det foregående år. Dersom foretaket har utøvd sin virksomhet i mindre enn ett år, iberegnet den dag det startet, skal kravet til ansvarlig kapital tilsvare fjerdedelen av beløpet for faste kostnader fastsatt i driftsplanen, med mindre myndighetene krever endringer i driftsplanen.

ANSVARLIG KAPITAL

1. Investeringsforetaks og kredittinstitusjoners ansvarlige kapital skal defineres i samsvar med direktiv 89/299/EØF.
I dette direktiv skal imidlertid investeringsforetak som har en juridisk form som ikke er omhandlet i artikkel 1 nr. 1 i fjerde rådsdirektiv 78/660/EØF av 25. juli 1978 på grunnlag av traktatens artikkel 54 paragraf 3 bokstav g), om årsregn-

- skapene for visse selskapsformer²⁶, anses for å være omfattet av rådsdirektiv 86/635/EØF av 8. desember 1986 om bankers og andre finansinstitusjoners årsregnskaper og konsoliderte regnskaper²⁷.
2. Uten hensyn til nr. 1 kan vedkommende myndigheter tillate at institusjoner som skal oppfylle kapitalkravene fastsatt i vedlegg I, II, III, IV og VI, benytter en alternativ definisjon av ansvarlig kapital i forbindelse med oppfyllelsen av disse kravene alene. Ingen del av den ansvarlige kapital som disponeres slik, kan samtidig benyttes til å oppfylle andre kapitalkrav. Den alternative definisjon skal omfatte de nedenfor nevnte komponentene a), b) og c), minus d), men slik at vedkommende myndigheter fritt kan bestemme om d) skal trekkes fra:
 - a) den ansvarlige kapital som definert i direktiv 89/299/EØF, med det ene unntak at direktivets artikkel 2 nr. 1 punkt 12) og 13) ikke skal gjelde for investeringsforetak som er pålagt å trekke komponent d) fra summen av komponentene a), b) og c),
 - b) nettofortjenesten på institusjonens handelsportefølje, eksklusive alle forventede kostnader eller utbyttebetalinger, minus nettotap på annen virksomhet forutsatt at ingen av beløpene allerede er innregnet i komponent a) i henhold til artikkel 2 nr. 1 punkt 2) eller 11) i direktiv 89/299/EØF,
 - c) ansvarlig lånekapital og/eller komponentene omhandlet i nr. 5, på de vilkår som er fastsatt i nr. 3-7,
 - d) illikvide aktiva som definert i nr. 8.
 3. Den ansvarlige lånekapital omhandlet i nr. 2 bokstav c) skal ha en opprinnelig løpetid på minst to år. Den skal være fullt innbetalt, og låneavtalen skal ikke inneholde noen klausul om at gjelden, under andre bestemte omstendigheter enn ved institusjonens avvikling, skal tilbakebetales før den avtalte forfallsdato, med mindre vedkommende myndigheter har gitt sitt samtykke til det. Verken hovedstolen eller rentene av den ansvarlige lånekapital kan tilbakebetales dersom tilbakebetalingen medfører at vedkommende institusjons ansvarlige kapital faller til under 100 % av institusjonens samlede kapitalkrav. Institusjonene skal dessuten underrette vedkommende myndigheter om alle tilbakebetalinger av denne ansvarlige lånekapital så snart en institusjons ansvarlige kapital faller til under 120 % av institusjonens samlede kapitalkrav.
 4. Den ansvarlige lånekapital omhandlet i nr. 2 bokstav c) skal ikke overstige 150 % av den gjenværende opprinnelige ansvarlige kapital for å oppfylle kapitalkravene omhandlet i vedlegg I, II, III, IV og VI, og kan bare nærme seg denne øvre grense i særlige tilfeller godkjent av vedkommende myndigheter.
 5. Vedkommende myndigheter kan tillate at institusjonene erstatter den ansvarlige lånekapital omhandlet i nr. 3 og 4 med komponentene omhandlet i direktiv 89/299/EØF artikkel 2 nr. 1 punkt 3), 5), 6), 7) og 8).
 6. Vedkommende myndigheter kan tillate investeringsforetakene å overskride den øvre grense som i nr. 4 er fastsatt for den ansvarlige lånekapital, dersom de finner det forsvarlig etter en forsiktighetsbetraktning, og forutsatt at den samlede sum av slik ansvarlig lånekapital og komponentene omhandlet i nr. 5 ikke overstiger 200 % av den gjenværende opprinnelige ansvarlige kapital som skal oppfylle kapitalkravene fastsatt i vedlegg I, II, III, IV og VI, eller 250 % av samme beløp dersom vedkommende investeringsforetak ved beregningen av sin ansvarlige kapital trekker fra komponenten omhandlet i nr. 2 bokstav d).

26. EFT nr. L 222 av 14.8.1978, s. 11. Direktivet sist endret ved direktiv 90/605/EØF (EFT nr. L 317 av 16.11.1990, s. 60).

27. EFT nr. L 372 av 31.12.1986, s. 1.

7. Vedkommende myndigheter kan tillate kredittinstitusjonene å overskride den øvre grense som i nr. 4 er fastsatt for den ansvarlige lånekapital, dersom de finner det forsvarlig etter en forsiktighetsbetraktning, og forutsatt at den samlede sum av slik ansvarlig lånekapital og komponentene omhandlet i nr. 5 ikke overstiger 250 % av den gjenværende opprinnelige ansvarlige kapital som skal oppfylle kapitalkravene fastsatt i vedlegg I, II, III og VI.
8. Illikvide aktiva omfatter:
- materielle anleggsaktiva (unntatt i den utstrekning grunn og bygninger kan bli avregnet mot de lån de er stilt som sikkerhet for),
 - eierandeler, herunder etterstilte fordringer, i kreditt- eller finansinstitusjoner, som kan inngå i slike institusjoners ansvarlige kapital, forutsatt at de ikke er fratrukket i henhold til direktiv 89/299/EØF artikkel 2 nr. 1 punkt 12) og 13), eller i henhold til nr. 9 iv) i dette vedlegg.
- Dersom aksjer i en kreditt- eller finansinstitusjon innehas midlertidig som ledd i en finansiell redningsoperasjon med henblikk på å omorganisere eller redde vedkommende institusjon, kan vedkommende myndigheter frafalle dette krav. De kan også gi dispensasjon for aksjer som inngår i et investeringsforetaks handelsportefølje,
- ikke lett omsettelige eierandeler og andre investeringer i foretak som ikke er kredittinstitusjoner eller finansinstitusjoner,
 - underskudd i datterforetak,
 - innskudd, unntatt innskudd som kan kreves tilbakebetalt innen 90 dager og også unntatt margininnbetalinger i forbindelse med futures- og opsjonskontrakter,
 - lån og andre utestående beløp, unntatt de som forfaller innen 90 dager,
 - fysiske lagre, unntatt dersom de er underlagt kravene til ansvarlig kapital fastsatt i artikkel 4 nr. 2 og forutsatt at disse kravene ikke er mindre strenge enn kravene omhandlet i artikkel 4 nr. 1 iii).
9. Investeringsforetak som inngår i en gruppe og er omfattet av unntaket omhandlet i artikkel 7 nr. 4, skal beregne sin ansvarlige kapital i samsvar med nr. 1-8, med følgende endringer:
- i. illikvide aktiva omhandlet i nr. 2 bokstav d) skal fratrekkes,
 - ii. unntaket omhandlet i nr. 2 bokstav a) skal ikke omfatte de komponenter omhandlet i direktiv 89/299/EØF artikkel 2 nr. 1 punkt 12) og 13) som investeringsforetaket har i foretak omfattet av konsolideringen som definert i artikkel 7 nr. 2,
 - iii. begrensningene omhandlet i direktiv 89/299/EØF artikkel 6 nr. 1 bokstav a) og b) skal beregnes på grunnlag av den opprinnelige kapital, minus de komponenter nevnt i ii) ovenfor som er omhandlet i direktiv 89/299/EØF artikkel 2 nr. 1 punkt 12) og 13) og som inngår i vedkommende foretaks opprinnelige ansvarlige kapital,
 - iv. komponentene omhandlet i direktiv 89/299/EØF artikkel 2 nr. 1 punkt 12) og 13), nevnt i iii) ovenfor, skal trekkes fra den opprinnelige ansvarlige kapital og ikke fra summen av komponentene som fastsatt i det nevnte direktivs artikkel 6 nr. 1 bokstav c), særlig med henblikk på anvendelsen av nr. 4-7 i dette vedlegg.

STORE ENGASJEMENTER

1. Institusjonene omhandlet i artikkel 5 nr. 2 skal føre tilsyn og kontroll med sine engasjementer overfor enkeltkunder og grupper av kunder med nære forbindel-

- ser i samsvar med direktiv 92/121/EØF, med de endringer som er nevnt nedenfor.
2. Engasjementene overfor enkeltkunder knyttet til handelsporteføljen skal beregnes ved summering av komponentene nevnt i i), ii) og iii) nedenfor:
 - i. forskjellen – dersom den er positiv – mellom institusjonens lange og korte posisjoner i alle finansielle instrumenter utstedt av vedkommende kunde (nettoposisjonen i hvert av de forskjellige instrumentene skal beregnes etter metodene beskrevet i vedlegg I),
 - ii. med hensyn til fulltegningsgarantier for gjeldsinstrumenter eller aksjer, skal institusjonens engasjement være dens nettoengasjement (som beregnes ved å trekke fra de fulltegningsgarantier tredjeparter har tegnet seg for eller overtatt på grunnlag av en formell avtale) med de fradrag som fremkommer ved anvendelse av reduksjonsfaktorene oppført i vedlegg I nr. 39.
 - . I påvente av en nærmere samordning skal vedkommende myndigheter kreve at institusjonene innfører systemer for tilsyn og kontroll med sine fulltegningsengasjementer i tiden fra den dag de påtar seg den opprinnelige forpliktelse til første virkedag, idet de tar hensyn til arten av risiko de påtar seg på de aktuelle markeder,
 - iii. risiko som skyldes transaksjoner, avtaler og kontrakter omhandlet i vedlegg II, inngått med vedkommende kunde, idet beregningen av slike engasjementer foretas etter den fremgangsmåte som er fastsatt i samme vedlegg, men uten at det anvendes risikovektlegging for motpartsrisiko.
 3. Deretter skal engasjementer knyttet til handelsporteføljen og inngått med grupper av kunder med nære forbindelser beregnes ved summering av engasjementene med hver enkelt kunde i en gruppe, etter beregningsmåten beskrevet i nr. 2.
 4. Den samlede risiko i forhold til de enkelte kunder eller grupper av kunder med nære forbindelser skal beregnes ved summering av engasjementer med tilknytning til handelsporteføljen og engasjementer uten slik tilknytning, idet det tas hensyn til artikkel 4 nr. 6-12 i direktiv 92/121/EØF. Ved beregning av engasjementer uten tilknytning til handelsporteføljen, skal institusjonene sette risikoen til null for aktiva som er fratrullet den ansvarlige kapital i henhold til vedlegg V nr. 2 bokstav d).
 5. Institusjonenes samlede engasjementer inngått med enkeltkunder eller grupper av kunder med nære forbindelser, beregnet i samsvar med nr. 4, skal rapporteres i samsvar med artikkel 3 i direktiv 92/121/EØF.
 6. Summen av engasjementer i forhold til en enkeltkunde eller en gruppe av kunder med nære forbindelser skal begrenses i samsvar med bestemmelsene fastsatt i artikkel 4 i direktiv 92/121/EØF, med forbehold for overgangsbestemmelsene i samme direktivs artikkel 6.
 7. Uten hensyn til nr. 6 kan vedkommende myndigheter tillate at aktivaposter som består i fordringer på og andre engasjementer inngått med investeringsforetak, anerkjente investeringsforetak fra tredjestater og anerkjente avregningssentra-ler samt anerkjente børser som omsetter finansielle instrumenter, behandles i samsvar med bestemmelsene om aktiva i form av fordringer på og andre engasjementer med kredittinstitusjoner, fastsatt i direktiv 92/121/EØF artikkel 4 nr. 7 bokstav i) og nr. 9 og 10.
 8. Vedkommende myndigheter kan tillate at grensene fastsatt i artikkel 4 i direktiv 92/121/EØF overskrides, forutsatt at følgende vilkår oppfylles samtidig:
 1. engasjementene uten tilknytning til handelsporteføljen inngått med vedkommende kunde eller gruppe av kunder med nære forbindelser overstiger ikke grensene fastsatt i direktiv 92/121/EØF, beregnet med referanse til den

ansvarlige kapital som definert i direktiv 89/299/EØF, slik at overskridelsen utelukkende skyldes handelsporteføljen,

2. foretaket oppfyller et tilleggskrav om kapitaldekning for overskridelsen av grensene fastsatt i artikkel 4 nr. 1 og 2 i direktiv 92/121/EØF. Dette kravet skal beregnes ved å velge ut de komponenter i de samlede handelsportefølge-engasjementer overfor vedkommende kunde eller gruppe av kunder som er underlagt de høyeste krav til kapitaldekning for spesifikk risiko ifølge vedlegg I og/eller underlagt kravene omhandlet i vedlegg II, og som i sum svarer til størrelsen på overskridelsen omhandlet i punkt 1) ovenfor; dersom overskridelsen ikke har vart mer enn ti dager, skal tilleggskravet til kapital være 200 % av det krav som i foregående punktum ble angitt for vedkommende komponenter.

Ti dager etter at overskridelsen oppstod, skal komponentene, utvalgt etter de ovenfor angitte kriterier, innplasseres på den relevante linje i spalte 1 i tabellen nedenfor, i stigende rekkefølge med hensyn til kapitaldekningskravene for spesifikk risiko omhandlet i vedlegg I og/eller kravene omhandlet i vedlegg II. Institusjonen skal så oppfylle et tilleggskrav med hensyn til kapitaldekning som tilsvarer summen av de kapitaldekningskravene for spesifikk risiko omhandlet i vedlegg I og/eller kravene omhandlet i vedlegg II som gjelder de aktuelle komponenter, multiplisert med koeffisienten angitt i spalte 2.

Tabell 5: /* 393L0006 *

Overskridelse av grensene (basert på en prosentandel av den ansvarlige kapital)	Koeffisienter
(1)	(2)
inntil 40 %	200 %
mellom 40 og 60 %	300 %
mellom 60 og 80 %	400 %
mellom 80 og 100 %	500 %
mellom 100 og 250 %	600 %
over 250 %	900 %

- 3) når ti dager eller mindre er gått siden overskridelsen oppstod, skal handelsportefølge-engasjementet overfor vedkommende kunde eller gruppe av kunder med nære forbindelser ikke overstige 500 % av institusjonens ansvarlige kapital,
 - 4) overskridelser som har vart i mer enn ti dager skal samlet ikke overskride 600 % av institusjonens ansvarlige kapital,
 - 5) institusjonene skal hver tredje måned rapportere til vedkommende myndigheter om alle tilfeller der grensene fastsatt i artikkel 4 nr. 1 og 2 i direktiv 92/121/EØF er blitt overskredet i løpet av de foregående tre måneder. I hvert enkelt tilfelle av slike overskridelser, skal størrelsen på overskridelsen og navnet på vedkommende kunde oppgis.
9. Vedkommende myndigheter skal innføre fremgangsmåter – og underrette Rådet og Kommisjonen om disse – for å hindre at institusjonene bevisst omgår

de tilleggskrav om kapitaldekning som de skal oppfylle i forbindelse med engasjementer som overstiger grensene fastsatt i direktiv 92/121/EØF artikkel 4 nr. 1 og 2, fra det tidspunkt overskridelsen har vart i mer enn ti dager, ved midlertidig å overføre de aktuelle engasjementer til et annet selskap, enten innenfor eller utenfor samme gruppe, og/eller ved å foreta kunstige transaksjoner for å oppheve engasjementet i tidagersperioden og inngå et nytt engasjement. Institusjonene skal anvende ordninger som sikrer at enhver overføring som virker slik umiddelbart blir rapportert til vedkommende myndigheter.

10. Vedkommende myndigheter kan tillate institusjoner som har tillatelse til å anvende den alternative definisjon av ansvarlig kapital fastsatt i vedlegg V nr. 2, å benytte denne definisjonen i forbindelse med nr. 5, 6 og 8 i dette vedlegg, forutsatt at vedkommende institusjoner i tillegg blir pålagt å oppfylle alle forpliktelsene angitt i artikkel 3 og 4 i direktiv 92/121/EØF, med hensyn til engasjementer uten tilknytning til handelsporteføljen, ved å benytte den ansvarlige kapital som definert i direktiv 89/299/EØF.

Andre utgaver av dokumentet

Hent opp dokumentet i HTML-format

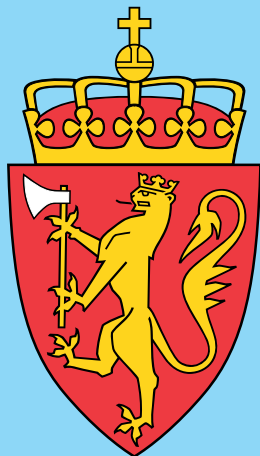
Slik ser det ut med Internett browser mot CD-ROM'en


NORGES OFFENTLIGE UTREDNINGER NOU 1994:4
Kontrollen med «de hemmelige tjenester»
Samstilling fra EOS-kommisjonen, oppnevnt ved Kgl. resolusjon 24. september 1993 Avgitt 7. februar 1994
• Overordnede sider • Innholdsfortegnelse
Utgiver: STATENS FORVALTNINGSTJENESTE SENKOR STATENS TRYKKING
Trykt utgave: ISSN: 0333-2306 ISBN: 82-583-0279-5 Trykk: Falch Høsttryk as, Oslo OSLO 1994
Elektronisk utgave: ISSN: 0806-2633 (NOU Computerfile) = ISBN: 82-583-0279-5 / DOCUMENT NOU 1994: 4/NO HTML-versjon: Falch Internett as, Oslo

Du må ha en Internett browser for å gjøre dette

Hent opp i tekstformat (RTF)


NOU NORGES OFFENTLIGE UTREDNINGER
TITTEL
INNLEDNING
KAPITLER
VEDLEGG



NOU

NORGES OFFENTLIGE UTREDNINGER

1994

1995

1996

ODIN

HVIS DU
HAR INTERNETT

HJELP BRUKERDOKUMENTASJON

