

**FORSLAG FRA KREDITILSYNET TIL REGULERING AV
INVESTERINGSTJENESTER KNYTTET TIL ANDELER I ANSVARLIGE
SELSKAPER OG KOMMANDITTSSELSKAPER M.V.**

30. april 2009

1 Innledning

Ved Finansdepartementets brev 4. mars 2009 er Kredittilsynet bedt om å vurdere spørsmålet om andeler i kommandittselskaper og andeler i ansvarlige selskaper bør omfattes av definisjonen av finansielle instrumenter i lov 29. juni nr. 75 2007 om verdipapirhandel (heretter verdipapirhandelloven) § 2-2. Kredittilsynet skal alternativt vurdere *"om det bør utarbeides forslag til andre bestemmelser, slik at det blir tilsvarende regulering av investeringstjenester knyttet til andeler i kommandittselskaper og andeler i ansvarlige selskaper, som for investeringer som reguleres av verdipapirhandelloven."* Et slikt alternativ fremstår som særlig aktuelt ettersom det på kort sikt er vanskelig å få oversikt over konsekvensene ved å inkludere andeler i ansvarlige selskaper i definisjonen av finansielle instrumenter.

2 Bakgrunn

2.1 Selskapsrettslige karakteristika

Lov om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper av 21. juni 1985 nr 83 (selskapsloven) regulerer en rekke ulike selskapsformer. Det sentrale kjennetegn for disse selskapsformene er at deltakerne i selskapet er direkte ansvarlig for selskapets forpliktelser. Selskaper organisert som ansvarlige selskaper (ANS), kjennetegnes ved at samtlige deltakere har et solidarisk ansvar for selskapets samlede forpliktelser. Ansvarlige selskaper med delt ansvar (DA), kjennetegnes ved at hver deltaker har et ubegrenset ansvar for en nærmere angitt andel av selskapets forpliktelser og deltakerne samlet sett er ansvarlig for samtlige av foretakets forpliktelser. Ved et indre selskap (IS) fremstår ikke selskapsforholdet utad. Stille deltakere i IS er ansvarlig for selskapets forpliktelser med en begrenset sum. I kommandittselskaper (KS) er komplementaren fullt ut ansvarlig for selskapets forpliktelser mens kommandittistene bare er ansvarlig for en bestemt sum.

De selskapsformer som omfattes av selskapsloven adskiller seg dermed fra aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper, hvor deltakernes (aksjonærenes) ansvar er begrenset til innbetalt aksjekapital. Selskapsformene som omfattes av selskapsloven adskiller seg fra aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper også på andre måter. For eksempel når det gjelder krav til innskudd og uttak av kapital fra selskapet, organisering av selskapets organer og beslutningsprosesser og reglene for selskapsandelenes omsettelighet.

Selskapslovens regler suppleres av selskapsavtalen for det enkelte selskap. Regelverket gir deltakerne betydelig frihet med hensyn til organiseringen av selskapet og kapitalforholdene. For enkelte investorer kan selskapsformene fremstå som attraktive i og med at selskapsformene gir fleksibilitet og kontroll når det gjelder både innskudd og uttak av kapital. Investering i disse selskapsformene kan også være gunstig for deltakerne sett fra et skattemessig ståsted. Egenskapene har gjort selskapsandelene til relativt attraktive finansielle produkter både som en alternativ måte å investere for enkelte næringer, men også for enkelte investorer. Kredittilsynet finner ikke grunn til å gå nærmere inn på de ulike selskapsrettslige problemstillingene innenfor rammen av dette notatet. For enkelhets skyld vil notatet omtale samtlige selskapsformer regulert i henhold til selskapsloven som ansvarlige selskaper med mindre noe annet er spesifikt angitt eller fremgår av sammenhengen.

2.2 Markedsmessige forhold

Selskaper kan i prinsippet organiseres som ansvarlig selskap uavhengig av hvilke formuesgoder selskapet skal investere i, eller hvilken virksomhet det ansvarlige selskapet for øvrig skal drive. Forslaget er ikke rettet mot hvilket formål det selskap som det er aktuelt å investere i har, men investeringstjenester som ytes i forbindelse med investors handel i andeler i ansvarlige selskap. Tradisjonelt er slik handel knyttet til de typiske investeringsselskapene. Forslaget vil ikke regulere virksomheten som drives i ansvarlige selskaper, for eksempel konsulentvirksomhet m.v. Forslaget får ikke betydning med mindre det ytes investeringstjenester knyttet til handel i selskapsandelene.

Selskapsformene IS og KS har tradisjonelt vært anvendt i forbindelse med investeringer innenfor eiendom, shipping og offshore. Selskapsformene har videre blitt benyttet i forbindelse med såkalt private equity, som benyttes som en samlebetegnelse på ulike investeringskonstruksjoner. Investeringene benevnes for eksempel som såkornfond, venturefond eller buy out (private equity) fond avhengig av hvilken utviklingsfase investeringsobjektet er i. Tradisjonelt er norske ansvarlige selskaper og tilsvarende utenlandske selskapsformer benyttet ved denne typen investeringer. Store private equity investeringer har tradisjonelt vært rettet mot profesjonelle investorer.

Ansvarlige selskaper benyttes også ved prosjektfinansiering innen eiendom, shipping og offshore. Slike investeringer har ofte langt tidsperspektiv og kjennetegnes gjerne med høy risiko. Tradisjonelt har markedet vært preget av investorer som både kjenner selskapsformen og de underliggende investeringsobjektene godt, herunder den finansielle risikoen. Kredittilsynet er imidlertid kjent med at denne typen investeringer også markedsføres mot massemarkedet eller privatmarkedet. Tjenestene rettet mot dette markedet utøves både av foretak som er underlagt tilsyn av Kredittilsynet og foretak som ikke er underlagt tilsyn. I den senere tid har Kredittilsynet sett eksempler på at foretak som ikke er underlagt tilsyn henvender seg aktivt mot massemarkedet med tilbud om investeringer av denne typen. Foretak har blant annet gjort om investeringsprosjekter fra å være organisert som aksjeselskap til å være organisert som ansvarlig selskap. På denne måten kan selskapsandeler tilbys uten tillatelse etter verdipapirhandelloven.

Kredittilsynet har ikke foretatt særskilte undersøkelser av størrelsen av de markeder som er omtalt over i forbindelse med arbeidet med dette notatet. I følge Norsk Venturekapitalforening er det per 1. januar 2009 akkumulerte investeringer for om lag NOK 60 mrd. gjennom foreningens medlemsforetak. Dette tallet omfatter imidlertid ikke samtlige deler av markedet som beskrevet ovenfor.

Det har tradisjonelt ikke vært noe utviklet annenhåndsmarked for andeler i ansvarlige selskap. Etter selskapsloven § 2-28 første ledd er det imidlertid mulig å avtaleregulere eierskifte. Enkelte foretak legger til rette for annenhåndsomsetning.

2.3 Gjeldende rett

I forarbeidene til tidligere verdipapirhandellov er det i NOU 1995:1 på side 53 lagt til grunn at KS-andeler ikke skulle omfattes av definisjonen av finansielle instrumenter. Spørsmålet om regulering av mellommannstjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper ble vurdert i forbindelse med utarbeidelsen av verdipapirhandelloven. Verdipapirmarkedslovutvalget foreslo i NOU 2006:3 på side 33 at andeler i KS og ANS skulle omfattes av begrepet

finansielle instrumenter. Finansdepartementet opprettholdt ikke forslaget og uttaler i Ot. prp 34 (2006-2007) på side 53:

"Departementet er enig med utvalget i at MiFIDs definisjon av omsettelig verdipapir ikke omfatter andeler i ansvarlige selskaper og kommandittselskaper. Som det fremgår ovenfor under pkt 4.3, har utvalget likevel foreslått å inkludere slike andeler i sitt utkast til definisjon av finansielle instrumenter, jf. Utkastet § 2-2 første ledd nr 2. Blant de høringsinstansene som har uttalt seg, er det enighet om at det kan være gode grunner til å regulere virksomhet knyttet til slike andeler. Det vises til at for eksempel investeringsrådgivning knyttet til slike andeler vil falle utenfor både eiendomsmeglingsloven (syndikering av eiendom) og verdipapirhandelloven, slik at det oppstår et tomrom mellom disse to regelsettene. Dersom KS/ANS-andeler inkluderes i definisjonen av finansielle instrumenter, vil investeringsrådgivning og annen tjenesteyting som gjelder sparing kunne bli mer helhetlig dekket – og uavhengig av om selskapet er organisert som det ene eller det andre.

Departementet er langt på vei enig i at gode argumenter taler for at KS/ANS-andeler bør inkluderes i definisjonen av finansielle instrumenter. På den annen side, slik Kredittilsynet påpeker, er det imidlertid også grunner til ikke å foreslå at slike andeler inkluderes i denne omgang. Departementet viser til at utvalget ikke har vurdert forholdet til andre regelsett, og at det kan være uklart hvilke følger en slik utvidelse av begrepet finansielle instrumenter vil kunne få. På denne bakgrunn vil departementet ikke følge opp utvalgets forslag på dette området i denne omgang. Departementet legger imidlertid opp til at problemstillingen utredes ytterligere."

Mellommannstjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper er med andre ord ikke omfattet av krav til tillatelse i verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd. Kredittilsynet har imidlertid lagt til grunn at slik tjenesteytelse har naturlig sammenheng med investeringstjenestevirksomheten, og at verdipapirforetak kan yte slike tjenester i samsvar med verdipapirhandelloven § 10-2 første ledd. Etter verdipapirhandelloven § 10-11 første ledd kommer kravene til god forretningsskikk til anvendelse på verdipapirforetaks samlede virksomhet. Verdipapirforetak må følgelig overholde kravene til god forretningsskikk også ved ytelse av tjenester i forbindelse med andeler i ansvarlige selskaper. Når mellommannsvirksomhet knyttet til andeler i ansvarlige selskaper utøves uten tillatelse etter verdipapirhandelloven kommer ikke verdipapirhandelloven § 10-11 til anvendelse, og tjenesteytelsen vil bare være undergitt generelle krav til god forretningsskikk i forretningsforhold, herunder reglene i avtaleloven og markedsføringsloven. Disse reglene er ikke tilpasset de særlige reguleringsmessige behov som gjør seg gjeldende ved ytelse av investeringstjenester, og som reflekteres i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften. Virksomheten vil heller ikke være underlagt tilsyn av Kredittilsynet.

Mellommannstjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper faller inn under eiendomsmeglingsloven dersom omsetningen av andelene hovedsakelig tar sikte på overdragelse av fast eiendom eller rettighet til fast eiendom, jf. eiendomsmeglingsloven § 1-2 annet ledd nr. 4. Bestemmelsen skal fange opp reell eiendomsmegling som skjer i form av overdragelse av selskapsandeler. Omsetning av fast eiendom i form av andeler i ansvarlige selskaper hvor transaksjonen hovedsaklig har finansielt formål, for eksempel syndikering av eiendomsinvesteringer, faller utenfor eiendomsmeglingslovens anvendelsesområde. Dersom tjenesteytelsen ikke utøves av verdipapirforetak, vil som nevnt over heller ikke verdipapirhandelloven komme til anvendelse.

2.4 MiFID og utenlandsk rett

Verdipapirhandelloven er i hovedsak basert på en gjennomføring av MiFID¹. Begrepet ”*finansielle instrumenter*” som definert i verdipapirhandelloven § 2-2 er en gjennomføring av MiFID bilag I avsnitt C. Omsettelige verdipapirer er en kategori av finansielle instrumenter, jf. verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd nr. 1, jf. MiFID artikkel 4 (1) (18) a): ”*aktier i selskaper og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaper, partnerskaper og andre foretagender, samt aktiebeviser*”.

Definisjonen tar utgangspunkt i verdipapirer som andeler i aksjeselskaper, men utelukker ikke andre former for selskapsandeler. Ved gjennomføringen av MiFID i norsk rett ble det som nevnt i punkt 2.3 lagt til grunn at andeler i KS, ANS eller IS ikke kunne anses som omsettelige verdipapirer i direktivets forstand, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 53. Det kan se ut som om spørsmålet er behandlet forskjellig i ulike EØS-stater. Frankrike og Spania har etter det Kredittilsynet erfarer, tolket MiFID slik at andeler i selskaper organisert som ansvarlige selskaper omfattes av reguleringen, mens Tyskland og Sverige har lagt til grunn samme forståelse som i Norge.

I Storbritannia og Danmark er det lagt til grunn at ansvarlige selskaper, såkalte ”partnership units”, har falt inn under definisjonen av finansielle instrumenter fra før MiFID, forutsatt at de ble definert som ”Collective Investment Scheme” (CIS).

MiFID er dermed ikke til hinder for nasjonal regulering av tjenesteytelser knyttet til andeler i ansvarlige selskaper, og norske myndigheter anses å stå fritt til å regulere dette markedet etter eget behov.

3 Behov for regulering

Med verdipapirhandelloven 2007, ble investeringsrådgivning en konsesjonspliktig investeringstjeneste. Loven opphevet og erstattet tidligere lovgivning. Herunder ble unntaket for formidling av ordre i omsettelige verdipapirer etter verdipapirhandelloven av 1997 opphevet. Bakgrunnen var MiFID art. 4 nr 1 nr 4 sammenholdt med gjennomføringsdirektivets art 52. Investeringsrådgivning er definert i verdipapirhandelloven § 2-4 første ledd som ”*personlige anbefalinger til en kunde, enten på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med finansielle instrumenter*”.

Et sentralt formål med reguleringen er å sikre en høy grad av investorbeskyttelse. Når verdipapirmarkedsløvutvalget foreslo å inkludere andeler i kommandittselskaper og ansvarlige selskaper i definisjonen av finansielle instrumenter, var et viktig hensyn for lovutvalget å sikre sammenheng i lovgivningen. Av Ot. prp nr 34 (2006-2007) side 54 fremgår at ”*Dersom KS/ANS-andeler inkluderes i definisjonen av finansielle instrumenter, vil investeringsrådgivning og annen tjenesteyting som gjelder sparing kunne bli mer helhetlig dekket – og uavhengig av om selskapet er organisert som det ene eller det andre.*”

Uttalelsene i lovens forarbeider og formålet med loven gir grunnleggende støtte for å endre loven slik at det også stilles krav til tillatelse for å yte investeringstjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper. Investeringer i andeler i ansvarlige selskaper og finansielle instrumenter

¹ Direktiv 2004/39/EF

som definert i verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd vil for investor være sammenlignbare i forhold til sentrale kriterier som risiko, forventet avkastning og kostnader selv om produktenes egenskaper ikke er identiske. Når andeler i ansvarlige selskaper tilbys som et investeringsalternativ i sparemarkedet, er det hensiktsmessig at de tjenester som ytes overfor kundene blir underlagt den samme regulering som for investeringstjenester etter verdipapirhandelloven. På denne måten vil kundene få den samme beskyttelse som ved kjøp av finansielle instrumenter, og en oppnår en mer helhetlig regulering.

Kredittilsynet har den siste tiden sett tegn til at enkelte aktører i markedet har innrettet sin virksomhet for å unngå kravet om tillatelse etter verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd. Det vil etter Kredittilsynets vurdering være en uheldig utvikling dersom andeler i ansvarlige selskaper i større grad enn tidligere tilbys som spareprodukt til massemarkedet som alternativ til finansielle instrumenter uten de krav til konsesjon, organisering og virksomhetsutøvelse som følger av verdipapirhandelloven. Dette vil gi forbrukere en betydelig svakere beskyttelse som vanskelig kan begrunnes ut fra de faktiske forhold. Etter Kredittilsynets vurdering vil en mer helhetlig regulering av de produkter som tilbys på sparemarkedet bidra til å sikre kvaliteten på de tjenester som tilbys og tilliten til markedet.

Utviklingen tilsier etter Kredittilsynets vurdering at det er behov for å foreta lovendring for å bringe deler av virksomheten knyttet til ansvarlige selskaper inn under verdipapirhandellovens virkeområde. Behovet for regulering av markedet for ytelse av investeringstjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper er etter Kredittilsynets vurdering særlig sterkt ovenfor ikke-profesjonelle investorer. Denne kundegruppen bør omfattes av verdipapirhandellovens investorvern også ved denne type investeringer. Investeringer i selskapsandeler er beheftet med risiko og har enkelte spesielle kjennetegn som kan tilsi at det i konkrete tilfeller neppe vil være et egnet alternativ som spareprodukt for kunden.

En regulering bør ikke gjøres mer omfattende enn de reguleringsmessige behov tilsier. De investorer som etter verdipapirforskriften kategoriseres som profesjonelle kunder og kvalifiserte motparter, antas å i større grad ha forutsetninger for å ivareta sine interesser og vurdere investeringens risiko enn ikke-profesjonelle kunder. Slik Kredittilsynet ser det vil profesjonelle kunder, som definert i verdipapirforskriften § 10-2, ha tilstrekkelig kunnskap og forståelse for de risikoelementer slike investeringer vil kunne medføre. Denne kundegruppen omfatter blant annet banker, forsikringsselskap, pensjonskasser, verdipapirforetak, juridiske personer som oppfyller nærmere fastsatte krav til størrelse på regnskapsmessig balanse, omsetning og egenkapital og andre institusjonelle investorer som har som hovedvirksomhet å investere i finansielle instrumenter. Slike kunder antas å ha forutsetninger til på selvstendig grunnlag å kunne innhente det nødvendige faktagrunnlag for å kunne fatte informerte investeringsbeslutninger.

Det kan reises spørsmål om strengere regulering av markedet for investeringstjenester tilknyttet selskapsandeler medfører at det blir vanskeligere å innhente kapital. Et annet spørsmål er hvorvidt en regulering vanskeliggjør den hurtighet og fleksibilitet som ligger i dagens markedsmekanismer. En regulering vil kunne øke næringslivets finansieringskostnader. Det er ikke Kredittilsynets ønske å svekke det alternative investeringsmarkedet, og særlig ikke i den pågående finanskrisen. Dette vil være hensyn som må veies opp mot de fordeler en økt regulering vil medføre med hensyn til økt investorbeskyttelse og transparens. Det antas på den annen side at markedet med en større regulering får økt tillit og muligens også større betydning som finansieringskilde.

Innføring av krav om tillatelse til å yte investeringstjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper, ved endring av definisjonen av finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-2 eller på annen måte, innebærer at foretak som ikke er verdipapirforetak og som ønsker å yte investeringstjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper må søke om tillatelse fra Kredittilsynet. Som verdipapirforetak vil foretakene bli underlagt en rekke krav til blant annet kapital, rapportering, organisering, krav til ledelsens egnethet, og bli underlagt tilsyn. Etter Kredittilsynets vurdering vil dette sikre en bedre kvalitet i de tjenester som ytes og være ønskelige ut fra hensynet om å sikre kundenes interesser.

Konsesjonskravet vil som nevnt gjelde når det ytes en investeringstjeneste. I tilfeller hvor investorer i fellesskap oppretter et ansvarlig investeringsselskap ytes det ingen investeringstjeneste. Advokater som bistår med utarbeidelse av selskapsavtaler vil heller ikke anses å yte en investeringstjeneste i kraft av denne rollen.

Etter en samlet vurdering av de hensyn som redegjort for overfor bør ytelse av investeringstjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper etter Kredittilsynets vurdering underlegges krav om tillatelse etter verdipapirhandelloven. Reguleringen kan gjennomføres på flere måter. Under punkt 4 drøftes spørsmålet om andeler i ansvarlige selskaper skal inkluderes i definisjonen av finansielle instrumenter og under punkt 5 drøftes alternativ regulering ved å innføre en spesifikk konsesjonsplikt for ytelse av investeringstjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper.

4 Utvidelse av definisjonen av finansielle instrumenter

En utvidelse av definisjonen av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven § 2-2 til også å omfatte andeler i ansvarlige selskaper vil medføre en tilsvarende utvidelse av konsesjonsplikten etter verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd. Reguleringsbehovet som beskrevet under punkt 3 ovenfor vil dermed gjennomføres på en retts teknisk enkel måte ved å tilføye andeler i ansvarlige selskaper som kategori av finansielle instrumenter i en ny bestemmelse i verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd nr. 5.

Denne løsningen vil være i samsvar med forslaget fra verdipapirmarkedsløvsutvalget, jf. NOU 2006:3 pkt 2.5.2.3. Forslaget ble ikke videreført av Finansdepartementet i Ot. prp 34 (2006-2007). Begrunnelsen for at utvalgets forslag ikke ble fulgt opp var hovedsakelig at begrepet finansielt instrument er et koblingsbegrep som har betydning i en rekke henseender. En ikke direktivpålagt utvidelse av begrepet burde bare gjennomføres etter en grundig vurdering av virkningene i og utenfor verdipapirhandelloven. Denne motforestillingen er fremdeles aktuell.

Ved å inkludere andeler i ansvarlige selskaper i definisjonen av finansielle instrumenter vil verdipapirhandellovens regler vedrørende handel med og ytelse av investeringstjenester knyttet til finansielle instrumenter komme direkte til anvendelse. Herunder vil forbudet mot urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelloven § 3-9, virksomhetsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 10 og verdipapirforskriften gjelde direkte. Ut fra en rent verdipapirrettslig betraktning kan dette anses hensiktsmessig.

Som nevnt benyttes begrepet finansielt instrument som koblingsbegrep også i annet regelverk enn det verdipapirrettslige. Dette gjelder blant annet skatte- og ligningslovgivningen, panteretten, tingsretten og regnskapslovgivningen. Innenfor hvert av disse regelsettene utløser begrepet nærmere fastsatte rettsvirkninger. Endring av definisjonen av finansielt instrument i

verdipapirhandeloven § 2-2, uten en nærmere undersøkelse av virkningene innenfor disse områdene, vil dermed kunne medføre utilsiktede konsekvenser. Til illustrasjon nevnes lov om finansiell sikkerhetsstillelse. Denne loven regulerer adgangen til å inngå særlige avtaler om finansiell sikkerhetsstillelse i form av pant i finansielle instrumenter. En endring av definisjonen av finansielle instrumenter vil uten videre endre anvendelsesområdet for loven. En bedret tilgang for sikkerhet for en gruppe av kreditorer innebærer en reduksjon av de usikrede kreditors tilgang til de samme aktiva. En slik endring bør bare gjennomføres etter en nærmere realitetsbehandling hvor blant annet hensynene til de ulike kreditorgruppene vurderes.

Det er i dette notat ikke foretatt en fullstendig gjennomgang av samtlige bestemmelser hvor begrepet finansielle instrumenter benyttes. Eksempelet ovenfor illustrerer imidlertid at det er behov for en grundigere vurdering av virkningene innenfor andre regelsett av en utvidelse av definisjonen enn det som er mulig innenfor rammen av denne utredningen. Kredittilsynet anbefaler derfor at definisjonen av finansielle instrumenter ikke utvides til å omfatte andeler i ansvarlige selskaper.

5 Alternativ regulering – selvstendig utvidelse av konsesjonsplikten

Det reguleringsmessige behovet som beskrevet under punkt 3 vil kunne løses ved å gjøre investeringstjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper til ikke-profesjonelle konsesjonspliktig. En slik regulering gir etter Kredittilsynets vurdering den mest målrettede tilnærmingen ut fra det reguleringsbehovet som er avdekket innenfor verdipapirhandelområdet og samtidig unngås eventuelle utilsiktede virkninger på andre rettsområder av å inkludere andeler i ansvarlige selskaper i definisjonen av finansielle instrumenter.

Kredittilsynet foreslår at konsesjonsplikten etter verdipapirhandeloven utvides til også å gjelde ytelse av mellommannstjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper. Utvidelsen foreslås gjennomført ved innarbeidelse av et nytt § 9-1 tredje ledd.

Krav om tillatelse bør bare innføres for de investeringstjenester hvor det er et reguleringsmessig behov. Hovedtyngden av omsetningen av andeler i ansvarlige selskaper antas å være i førstehåndsmarkedet. Andelene i ansvarlige selskaper er i prinsippet omsettelige, men det er sterkere begrensninger enn ved for eksempel aksjer. Markedene for annenhåndsomsetning er mindre utviklede enn for aksjer. I den grad det foregår omsetning i annenhåndsmarkedet, gjør imidlertid de reguleringsmessige hensynene seg like sterkt gjeldende som ved førstehåndsomsetning og tilsvarende annenhåndsomsetning av for eksempel aksjer og obligasjoner. Dette tilsier at kravet om tillatelse gjøres gjeldende for ytelse av investeringstjenestene mottak og formidling av ordre som nevnt i verdipapirhandeloven § 2-1 første ledd nr. 1, utførelse av ordre som nevnt i verdipapirhandeloven § 2-1 første ledd nr. 2, egenhandel som nevnt i verdipapirhandeloven § 2-1 første ledd nr. 3 og plassering av offentlige tilbud og emisjoner samt garantistillelse for slike tilbud som nevnt i verdipapirhandeloven § 2-1 første ledd nr. 6.

Investeringsrådgivning, jf. verdipapirhandeloven § 2-1 første ledd nr. 5, ytes både i forbindelse med utstedelse og annenhåndsomsetning av andeler. Innføring av investeringsrådgivning som investeringstjeneste aktualiserer spørsmålet om regulering av tjenesteytelser knyttet til andeler i ansvarlige selskaper. Når foretaket skal gi kunden en anbefaling om å for eksempel kjøpe et bestemt finansielt produkt har investorer en særlig

sterk berettiget forventning om at tjenesteytende foretak ivaretar kundens interesser. Investor bør derfor nyte godt av den beskyttelse som følger av at tjenesten bare kan ytes av foretak med tillatelse og underlagt de krav som stilles til virksomheten etter verdipapirhandelloven. Krav om tillatelse bør derfor også omfatte tjenesten investeringsrådgivning.

Tilsvarende gjelder for tjenesten aktiv forvaltning, jf. verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 4. Selv om det kan synes upraktisk å se for seg forvaltningsmandater som utelukkende omfatter andeler i ansvarlige selskaper, gjør de samme reguleringsmessige hensynene seg gjeldende i den grad det eventuelt er aktuelt. Avtaler om aktiv forvaltning som i tillegg til finansielle instrumenter åpner for investeringer i ansvarlige selskaper er allerede omfattet av verdipapirhandellovens regler.

Den nye investeringstjenesten drift av multilateral handelsfasilitet, jf. verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 7, kan neppe anses å ha særlig praktisk relevans ved omsetning av andeler i ansvarlige selskaper. Kredittilsynet er ikke kjent med at det er opprettet noen handelsplattform for omsetning av disse selskapsandelene, og kan heller ikke se at det vil kunne være av særlig praktisk interesse. Det foreslås derfor at krav om tillatelse ikke gjøres gjeldende for denne tjenesten. Dersom det på et senere tidspunkt skulle vise seg at det foreligger et reguleringsbehov, vil konsesjonsplikten kunne utvides til også å omfatte denne tjenesten.

Regulering av tjenesteytelser knyttet til ansvarlige selskaper bør omfatte alle selskapsformer etter selskapsloven, herunder ansvarlig selskap (ANS), indre selskap (IS), selskaper med delt ansvar (DA) og kommandittselskaper (KS). Reguleringen bør omfatte investeringstjenester knyttet til andeler i tilsvarende utenlandske ansvarlige selskaper. Kredittilsynet er i tvil om en avgrensning til norske selskaper i lovteksten kan medføre at utenlandske selskaper ikke omfattes. Kredittilsynet har derfor inntatt en presisering om dette. Kredittilsynet foreslår følgelig at kravet om tillatelse skal omfatte tjenesteytelser knyttet til andeler i samtlige selskapsformer etter selskapsloven og tilsvarende utenlandske selskapsformer.

Enkelte såkalte eiendomsfond har valgt en organisering som sameie fremfor ansvarlig selskap. Kredittilsynet er imidlertid ikke kjent med omfanget av slike sameieprosjekter. Dersom slike sameier markedsføres mot massemarkedet, kan det tilsi konsesjonsplikt for investeringstjenester knyttet til sameieandeler. Det antas at behovet for regulering vil avklares i en høringsrunde.

Kravet om tillatelse bør som nevnt ikke utvides i større utstrekning enn reguleringsbehovet tilsier. En vesentlig del av investeringene i andeler i ansvarlige selskaper foretas av profesjonelle investorer. Overfor disse investorene foreligger ikke det samme beskyttelsesbehovet som overfor investorer i massemarkedet. Ansvarlige selskaper benyttes også ved prosjektf finansiering innenfor shipping og offshore, samt innenfor private equity. I denne delen av markedet deltar parter som må antas å kunne ivareta sine egne interesser. En for streng regulering her vil kunne medføre uheldige konsekvenser for et marked som synes å fungerer tilfredsstillende, og medføre høyere transaksjonskostnader enn nødvendig.

Unntakene fra konsesjonsplikt i verdipapirhandelloven § 9-2 første og annet ledd vil også gjelde ved ytelse av tjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper. I tillegg foreslås det et særskilt unntak for investeringstjenester ovenfor profesjonelle knyttet til andeler i ansvarlige selskaper. Ved å begrense kravet om tillatelse til å yte investeringstjenester på denne måte, tilpasses reguleringen det behovet Kredittilsynet har identifisert i dagens marked ved å gi økt investorbeskyttelse for "massemarkedet" uten at tilgangen på alternative

finansieringsstrategier og frisk kapital fra det profesjonelle investormiljøet svekkes. Definisjonen av profesjonell kunde er inntatt i verdipapirforskriften § 10-2. De kunder som ikke faller inn under denne definisjonen regnes som ikke-profesjonelle.

Foretak som i dag har tillatelse etter verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd vil i kraft av sin eksisterende tillatelse ha rett til å yte tjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper. Den foreslåtte lovendringen medfører med andre ord ikke krav om at verdipapirforetak må søke om ytterligere tillatelser.

Foretak som ikke har tillatelse til å yte investeringstjenester etter verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd må etter forslaget søke om tillatelse til å yte investeringstjenester for å kunne yte de angitte tjenester knyttet til ansvarlige selskaper. Hvilke spesifikke investeringstjenester foretaket må ha tillatelse til, vil avhenge av foretakets virksomhet. Samtlige organisatoriske krav etter verdipapirhandelloven kapittel 9 må oppfylles for at tillatelse skal kunne gis, herunder krav til ledelsens (herunder styremedlemmer og daglig leder) egnethet, krav til aksjeeierstrukturen og organisering av virksomheten. Videre vil virksomheten også utløse krav til startkapital og krav til ansvarlig kapital. Foretakene plikter løpende å tilfredsstille både de organisatoriske kravene og kravene til virksomhetsutøvelsen.

Reglene om ansattes egenhandel i verdipapirhandelloven kapittel 8 gjelder ansattes investeringer i finansielle instrumenter. Ettersom det ikke foreslås å inkludere andeler i ansvarlige selskaper i definisjonen av finansielle instrumenter, vil slike andeler ikke uten videre omfattes av egenhandelsreglene.

Egenhandelsreglene er begrunnet i to hovedhensyn. For det første skal regelverket motvirke interessekonflikter mellom den enkelte ansattes disposisjoner og kunders disposisjoner. For det annet skal regelverket styrke tilliten til verdipapirmarkedet generelt. Regelverket bør ikke strekkes lengre enn disse hensynene tilsier. Kredittilsynet er ikke kjent med uheldige konsekvenser av at andeler i ansvarlige selskaper ikke er omfattet av egenhandelsregelverket i dag. Foretak som yter tjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper må under enhver omstendighet overholde kravene til god forretningsskikk, krav til foretakets ordrebehandling, beste utførelse av kundeordre og reglene for håndtering av interessekonflikter. Ordre fra verdipapirforetaket eller fra verdipapirforetakets ansatte skal etter regelverket prioriteres etter ordre fra foretakets kunder.

Det forutsettes dessuten at verdipapirforetakenes interne retningslinjer og rutiner omfatter de ansattes adgang til å handle andeler i ansvarlige selskaper. Etter omstendighetene, avhengig av omfanget og arten av foretakets virksomhet knyttet til ansvarlige selskaper, vil det kunne være formålstjenlig at foretakenes interne retningslinjer inneholder et forbud mot handel i andeler i ansvarlige selskaper, eventuelt regulerer bindingstid

På bakgrunn av ovennevnte antas at de generelle reglene i verdipapirhandelloven ivaretar det reguleringsmessige behovet knyttet til ansattes egenhandel, slik at det på nåværende tidspunkt ikke foreslås å utvide anvendelsesområdet for egenhandelsreglene til også å omfatte andeler i ansvarlige selskaper.

6 Økonomiske og administrative konsekvenser m.v.

Forslaget som redegjort for over vil medføre at foretak som ikke er verdipapirforetak og som yter investeringstjenester rettet mot ikke-profesjonelle kunder knyttet til andeler i ansvarlige

selskaper må søke om tillatelse til å yte investeringstjenester etter verdipapirhandelloven for å kunne fortsette denne virksomheten. For disse foretakene vil forslaget medføre nye administrative byrder.

Det er vanskelig å gi et presist anslag over hvor mange foretak som vil søke om tillatelse som følge av lovforslaget. Kredittilsynet antar imidlertid at antallet konsesjonssøknader vil være begrenset. Det antas at enkelte aktører som i dag har innrettet sine tjenester mot formidling av andeler i ansvarlige selskaper nettopp fordi det ikke gjelder noe krav til tillatelse på dette området, ikke vil søke om tillatelse, men avvikle virksomheten. Det antas at noen av disse foretakene ikke har ressurser eller innehar tilstrekkelig med kompetanse eller egnethet til å kunne tilfredsstille de krav som stilles til et verdipapirforetak gjennom verdipapirhandelloven. Dersom antall nye konsesjonssøknader blir begrenset antas at lovendringen ikke medfører økt behov for ressurser hos Kredittilsynet.

En lovprosess vil nødvendigvis ta noe tid og berørte parter vil få god tid til å gjøre seg kjent med forslaget og konsekvensene av dette. Kredittilsynet antar derfor at en eventuell lovendring vil kunne settes i kraft med forholdsvis kort frist, og at det ikke vil være behov for overgangsregler.

7 Forslag

Kredittilsynet foreslår følgende endringer i verdipapirhandelloven:

Ny § 9-1 tredje ledd:

Tjenester som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1-6 knyttet til andeler i selskap som definert i selskapsloven 21. juni 1985 nr 82 § 1-2 første ledd (a-h) og andeler i tilsvarende utenlandske selskaper, som ytes på forretningsmessig basis, kan bare ytes av foretak som har tillatelse til å yte tilsvarende investeringstjenester etter første ledd.

Ny § 9-2 annet ledd nr. 10:

kun yter tjenester som nevnt i § 9-1 tredje ledd overfor profesjonelle kunder etter verdipapirforskriften § 10-1 jf. § 10-2.