

Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

9. september 2008

Høring – utkast til forskrifter om egenhandel for ansatte i verdipapirforetak og om agenter tilknyttet verdipapirforetak

1. INNLEDNING

Det vises til høringsbrev datert 27. mai 2008 vedrørende utkast til forskrifter om henholdsvis egenhandel for ansatte i verdipapirforetak og om agenter tilknyttet verdipapirforetak.

Norges Fondsmeglerforbund ("Fondsmeglerforbundet") vil i det følgende gi innspill til enkelte av de konkrete foreslag som følger av Kredittilsynets høringsbrev, med fokus på bestemmelser der Fondsmeglerforbundet har en avvikende oppfatning fra Kredittilsynet.

2. ANSATTES EGENHANDEL

2.1 Generelt

Fondsmeglerforbundet er positive til at de unntak som har festnet seg i dispensasjonspraksis hos Kredittilsynet nå kodifiseres i en forskriftsbestemmelse, da dette vil føre til økt forutsigbarhet og tilgjengelighet for brukerne av reglene. Det er imidlertid viktig at Kredittilsynet fortsatt foretar konkrete vurderinger og innvilger dispensasjon også i tilfeller som ikke faller inn under forskriftens virkeområde i tilfeller der det er grunn til dette. Dette synes også å være forutsatt i Kredittilsynets høringsbrev.

2.2 Unntak fra handleforbudet i derivater mv.

2.2.1 Unntak for derivater, jf. vphl § 2-2 (1) nr. 4

Valutaderivater

Kredittilsynet legger i forskriftsutkastet opp til at valutaderivater handlet i sikringsøyemed skal unntas fra handleforbudet. Fondsmeglerforbundet støtter et slikt unntak og er videre enig med Kredittilsynet i at slike derivater ikke skal være omfattet av bindingstiden på 12 måneder.

Fondsmeglerforbundet er imidlertid av den oppfatning av at unntaket ikke bør være begrenset til valutaderivater handlet i sikringsøyemed. All handel med valutaderivater bør unntas fra handleforbudet. Som Kredittilsynet selv uttaler i høringsbrevet, er valutamarkedet preget av store profesjonelle aktører, høy grad av likviditet og høy grad av informasjonslikhet. Således må muligheten for den enkelte ansatte til å misbruke informasjon eller påvirke kursene i dette markedet, betegnes som teoretisk. Misbruk av informasjon kan dessuten subsumeres under flere straffesanksjonerte bestemmelser i vphl.

Opsjoner utstedt av annet selskap i samme konsern som arbeidsgiverforetaket

Kredittilsynet foreslår et tilsvarende unntak som i verdipapirhandelloven § 8-2 første ledd annet punktum for opsjoner på aksjer eller grunnfondsbevis utstedt av annet selskap i samme konsern som arbeidsgiverforetaket. Fondsmeglerforbundet er enig i at slike opsjoner må likestilles med opsjoner på aksjer eller grunnfondsbevis utstedt av arbeidsgiverforetaket selv. Fondsmeglerforbundet er videre enig i at tegningsretter til aksjer eller grunnfondsbevis utstedt av det aktuelle konsernselskapet bør sidestilles med opsjoner.

2.2.2 Unntak for tegningsretter mv.

a) Tegningsretter til aksjer, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 10-4

Kredittilsynet foreslår i forskriftsutkastet at det skal gjøres unntak for tegningsretter til aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven § 10-4. Fondsmeglerforbundet støtter et slikt unntak, og er enig i at det bør gjøres unntak fra bindingstiden på ett år, slik at den ansatte også får anledning til å avhende tegningsretten. Videre støtter Fondsmeglerforbundet Kredittilsynets konklusjon om at det ikke bør stilles som vilkår at tegningsrettene avhendes eller utøves innen en bestemt frist.

Slik Fondsmeglerforbundet ser det, bør imidlertid aksjer som erverves på bakgrunn av tegningsretter etter aksjeloven og allmennaksjeloven § 10-4 ikke være underlagt ny bindingstid på ett år. Det er mest naturlig å se på aksjer som er ervervet ved bruk av slike tegningsretter som en fortsettelse av den opprinnelige investeringen i aksjene som dannet grunnlaget for tegningsrettene. Bindingstiden for de nye aksjene bør derfor løpe parallelt med bindingstiden på de opprinnelige aksjene. Dersom den aktuelle ansatt har ervervet aksjer på ulike tidspunkter, bør det legges til grunn at eventuelle utnyttede tegningsretter først er gjort gjeldende for de "eldste" aksjene.

Som eksempel kan nevnes at en ansatt har ervervet 500 aksjer som følge av utnyttelse av tegningsretter tildelt på bakgrunn av en eksisterende aksjebeholdning på 500. 250 av disse opprinnelige aksjene er ervervet for ett år siden og de resterende er ervervet for 6 måneder siden. I et slikt tilfelle bør reglene utformes slik at halvparten av de nye aksjene er uten bindingstid og halvparten har en resterende bindingstid på 6 måneder.

b) Frittstående tegningsretter, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 11-12

Fondsmeglerforbundet er enig med Kredittilsynet i at det bør gjøres unntak for frittstående tegningsretter som erverves på bakgrunn av fortrinnsrett, og at det heller ikke her bør være noe vilkår om at tegningsrettene avhendes eller utøves innen en bestemt frist.

c) Tegningsrettsaksjer, jf. aksjeloven og allmennaksjeloven § 11-10

Kredittilsynet foreslår i forskriftutkastet at det ikke gjøres unntak for tegningsrettsaksjer omhandlet i aksjeloven og allmennaksjeloven § 11-10. Kredittilsynet begrunner dette med at det for tegningsrettsaksjer gjør seg gjeldende et mer fremtredende opsjonselement enn for de derivater som foreslås omfattet av forskriftens unntak. Under forutsetning av at tegningsretten er knyttet til aksjen, er det slik Fondsmeglerforbundet ser det, ikke noe vesensforskjell mellom slike tegningsrettsaksjer og frittstående tegningsretter som er ervervet som følge av fortrinnsrett. Fondsmeglerforbundet er derfor av den oppfatning at tegningsrettsaksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven § 11-10 bør unntas fra handleforbudet og at bindingstiden

for fortrinnsretten og eventuelle aksjer som erverves som følge av fortrinnsretten bør løpe parallelt med bindingstiden for den aksjen fortrinnsretten er tilknyttet.

d) Konvertible obligasjoner

Kredittilsynet konkluderer i høringsbrevet med at det foreløpig ikke skal gis et generelt unntak for konvertible obligasjoner, men at søknader om unntak fra handleforbudet vurderes på individuell basis i medhold av kompetansen til å fatte enkeltvedtak som følger av verdipapirhandelloven § 8-2 (3).

Fondsmeglerforbundet er av den oppfatning at konvertible obligasjoner bør unntas fra handleforbudet. Det vises til at konvertible obligasjoner ikke tidligere var omfattet av handleforbudet. Handleforbudet er et resultat av en endring av definisjonen av finansielle instrumenter i forbindelse med innføringen av MiFID-regelverket; det ligger med andre ord ingen vurdering bak det nylig innførte handleforbudet. Den begrunnelse som Kredittilsynet anfører for å opprettholde dette "tilfeldige" handleforbudet, er etter vår oppfatning ikke spesiell overbevisende. Kredittilsynet skriver at obligasjonsinnehaveren "vil kunne ha en betydelig interesse av kursutviklingen i aksjene". Men det samme vil jo gjelde innehavere av aksjer, som jo er lovlig å eie. For oss fremstår det som underlig at det skal være forbudt å eie et verdipapirpapir som gir rett til å bytte et lovlig verdipapir med et annet lovlig verdipapir. Kredittilsynet trekker også frem at vilkårene for konvertible obligasjoner kan variere. Det fremgår ikke konkret hva det siktes til, men vi antar at Kredittilsynet her mener vilkårene som fastsetter hvem av partene som kan kreve konvertering. I forhold til dette vilkåret for konvertible obligasjoner, vil vi peke på effekten av bindingstiden. Dersom det er utstederen som fastsetter tidspunktet for konverteringen, vil bindingstiden etter gjeldende rettsoppfatning beregnes ved å legge sammen tiden for eierskapet av obligasjonen og tiden for eierskapet av aksjene. Dersom det er obligasjonseieren som velger tidspunktet for konverteringen, vil bindingstiden for aksjene løpe fra konverteringstidspunktet. Det kan neppe sies at retten obligasjonseieren har til å selv bestemme konverteringstidspunktet kan utnyttes på en unfair måte av ansatte i verdipapirforetak når det er ett år til aksjene kan realiseres.

e) Sammensatte produkter

Kredittilsynet har lagt til grunn at obligasjoner med aksjeavkastning (AIO) ikke kan kjøpes av ansatte i verdipapirforetak fordi dette finansielle instrumentet inneholder et derivatelement. AIO'er er et relativt nytt finansielt instrument og følgelig ikke er diskutert ved utviklingen av egenhandelbestemmelsene i verdipapirhandelloven. Det har aldri vært noen vurdering av om de hensyn som ligger bak handleforbudet mot derivater, er gyldig når det gjelder AIO'er. Det er rene formalbetraktninger som ligger bak Kredittilsynets standpunkt. I høringsnotatet drøftes ikke om det er grunn til å opprettholde dette forbudet. Etter vår oppfatning er det ingen god begrunnelse for forbudet.

AIO'ene kjennetegnes også ved at det er langsiktige spareprodukter som vanskelig kan realiseres før ved utgangen av obligasjonens løpetid. Ansatte i verdipapirforetak har ikke muligheter til å påvirke avkastningen, eller på annen måte utnytte sin posisjon på kunders bekostning.

Den alt vesentlige investering ved kjøp av en AIO er kjøp av obligasjonen. Det er obligasjonen kjøperen får rådighet over, og eieren har ingen mulighet til å forvalte/påvirke derivatelementet knyttet til obligasjonen gjennom obligasjonens løpetid. Det er utstederen som kjøper derivater i markedet og som forvalter derivatelementet gjennom hele obligasjonens løpetid. Obligationseieren eier ikke derivatelementet. Obligationseieren har først rett til en ideell andel av avkastningen på derivatelementet når utsteder realiserer dette ved utgangen av obligasjonens løpetid. Denne juridiske betraktningen er også klart kommet frem ved gjennom juridiske betenkninger knyttet til konkursbehandlingen av Terra Securities, og som har blitt lagt til grunn av bostyret i spørsmål knyttet til separatistrett for derivater som Terra Securities kjøpte for å oppfylle forpliktelsene ved salg av BMA'er og warrants til

kunder. Selv om disse produktene er noe forskjellige fra AIO'er, er de strukturert på nøyaktig samme måte. Kjøperen eier hovedaktiva (obligasjonen, bankinnskuddet, rettigheten) mens utstederen eier derivatet som er innkjøpt for å sikre oppfyllelse på tidspunktet for realisering av spareproduktet. Kredittilsynets oppfatning av AIO'er i relasjon til egenhandelbestemmelsene, nemlig at ansatte ved kjøp av AIO'er samtidig blir eier av et derivat, er etter vår oppfatning ikke korrekt.

Vi mener at Kredittilsynets forbud mot at ansatte kjøper AIO'er ikke er hjemlet i egenhandelbestemmelsene i vphl. og det finnes heller ikke reelle hensyn som burde tilsi et slikt forbud. Vi må derfor be om at departementet enten klargjør at det ikke er et handleforbud for sammensatte produkter gitt at hovedaktivaet er et finansielt instrument ansatte lovlig kan eie. Alternativt bør slike sammensatte produkter føres opp på listen over unntak fra handleforbudet.

2.3 Generelle unntak fra kravet til bindingstid

2.3.1 Oppkjøpstilbud

Fondsmeglerforbundet er enig med Kredittilsynet i at det skal gjøres unntak fra bindingstiden ved avhendelse av aksjer som følge av aksept av oppkjøpstilbud som fremsettes til samtlige aksjonærer på like vilkår.

2.3.2 Erverv som følge av ansettelsesforhold

Kredittilsynet drøfter i høringsbrevet hvorvidt det bør innføres et generelt unntak fra bindingstiden for aksjer eller grunnfondsbevis i arbeidsgiverforetaket eller annet selskap i samme konsern i tilfeller der slike verdipapirer erverves som følge av utøvelsen av opsjons- eller tegningsrettsprogrammer for ansatte. Slik Fondsmeglerforbundet ser det, bør det innføres et slikt unntak. Erverv av slike aksjer eller grunnfondsbevis vil vanskelig kunne skje som ledd i kortsiktig spekulasjon fra den ansattes side, og Fondsmeglerforbundet har også vanskelig for å se at et unntak fra bindingstiden på slike aksjer vil kunne føre til interessekonflikter mellom den ansatte og foretakets kunder, eller på annen måte bidra til å skade tilliten til verdipapirmarkedet.

2.3.3 Andre ervervssituasjoner

Fondsmeglerforbundet er enig med Kredittilsynet at andre ervervssituasjoner som for eksempel arv og gave bør vurderes konkret fra tilfelle til tilfelle. Fondsmeglerforbundet vil imidlertid påpeke at dispensasjon i slike tilfeller stort sett bør gis med mindre det er særlige hensyn som taler i motsatt retning.

2.3.4 Ansatte i bestemte foretak mv.

Fondsmeglerforbundet er enig med Kredittilsynet at ansatte i verdipapirforetak som kun yter investeringstjenester knyttet til derivater som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-2 (5) nr. 1, 2 og 5 bør unntas fra bindingstiden. Imidlertid er Fondsmeglerforbundet av den oppfatning at dette unntaket også bør omfatte ansatte som normalt bare har innsyn i eller arbeider med investeringstjenester knyttet til finansielle instrumenter med valuta og rente som underliggende. Som Kredittilsynet selv påpeker skal ansatte knyttet til valuta/rentesiden ikke ha informasjon om ordrebøker og annet knyttet til egenkapitalinstrumenter, og dermed ikke ha informasjon som kan utnyttes på en måte som er egnet til å svekke tilliten til markedet. Når Kredittilsynet likevel konkluderer med at slike ansatte skal omfattes av bindingstidsreglene, synes man å ha vektlagt hensynet til tilliten til verdipapirmarkedet for mye, all den tid dette dreier seg om forhold som faktisk medfører liten eller minimal risiko for rolleblanding og interessekonflikter.

2.4 Ansatte som har inngått mandat om aktiv forvaltning

Det har tidligere vært reist spørsmål om hvordan ansatte i et verdipapirforetak skal forholde seg til egenhandelsregler dersom de inngår mandat om aktiv forvaltning. Som påpekt i Ot.prp. 34 (2006-2007) s. 145 følger det av gjennomføringsdirektivet art. 12 nr 3 at egenhandelsbegrensningene nedfelt i gjennomføringsdirektivet (og på et overordnet nivå i MiFID art. 13) ikke skal gjelde der egenhandelen skjer ved bruk av aktiv forvaltning. Dette unntaket har ikke kommet til uttrykk i de norske reglene, til tross for at gjennomføringsdirektivet art. 4 forutsetter en totalharmonisering av egenhandelsreglene innenfor EØS. Slik Fondsmeglerforbundet ser det, kan ikke de strenge vilkårene for nasjonal særregulering anvendes for å gjøre noe unntak her, og Fondsmeglerforbundet kan heller ikke se at hensynene bak egenhandelsbegrensningene slår til i et tilfelle hvor det er inngått aktiv forvaltningsavtale. Det bør derfor inntas et unntak i forskriften for tilfeller der egenhandelen skjer som ledd i utførelsen av en aktiv forvaltningsavtale.

2.5 Salg med tap før utløp av bindingstid

Så vidt vites er det ingen land som praktiserer en lovbestemt bindingstid på 12 måneder. MiFID bestemmelsene om egenhandel omhandler ikke bindingstid og vår erfaring er at verdipapirforetak regulerer eventuell bindingstid i interne instruksjoner basert på anbefalinger av bransjeorganisasjoner. Vi er ikke kjent med at noen verdipapirforetak i andre land praktiserer lenger bindingstid enn 3 måneder. I Sverige praktiseres en bindingstid på 1 måned. Et vanlig unntak fra bestemmelser om bindingstid, er å gjøre unntak dersom prisen på de finansielle instrumentene faller under kostpris. Et slikt unntak er naturlig nok mest praktisk for aksjer hvor det er en offisiell kursfastsettelse, for eksempel aksjer som handles på en markedsplass. Grunnen for et slikt unntak er nokså åpenbar. Ved å gi ansatte mulighet til å komme ut av tapsposisjoner før bindingstidens utløp, reduseres risikoen for at ansatte handler i strid med foretakets og kundenes interesser for å unngå eget tap. Vi vil sterkt anmode departementet om å vurdere en slik unntaksbestemmelse som altså er helt vanlig i andre land hvor det er selvpålagt bindingstid.

3. TILKNYTTETE AGENTER

3.1 Verdipapirhandelloven kapittel 9

Fondsmeglerforbundet er enig med Kredittilsynet i at bestemmelsene i verdipapirhandelloven kapittel 9 generelt ikke bør gis tilsvarende anvendelse for tilknyttede agenter.

Når det gjelder bestemmelsen i utkastets § 10-39, er det fra Kredittilsynets side foreslått at verdipapirforetaket plikter å påse at daglig leder eller annen person som faktisk leder virksomhet som tilknyttet agent ikke har utvist utilbørlig adferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte. Fondsmeglerforbundet vil påpeke at dette kravet vanskelig kan oppfylles all den tid verdipapirforetakene ikke har hjemmel til å kreve politiattest av de aktuelle personer.

3.2 Verdipapirhandelloven kapittel 10

Kredittilsynet omtaler i høringsbrevets punkt 3.3 b) visse bestemmelser som det er antatt at må komme til anvendelse på tilknyttede agenter, men der det ikke er foreslått å innta uttrykkelige henvisninger i forskriften. Fondsmeglerforbundet er av den oppfatning at alle bestemmelser som er ment å gis anvendelse bør nevnes i forskriften, med mindre det klart fremkommer av lovbestemmelsens ordlyd at bestemmelsen vil få anvendelse også for tilknyttede agenter. Tilsvarende bør det fremgå av forskriften at tilknyttede agenter har plikt til å foreta lydopptak i samme utstrekning som verdipapirforetaket, jf. Kredittilsynets drøftelse i høringsnotatets punkt 3.3 c).

3.3 Andre reguleringsbehov

a) Begrensninger i benyttelsen av tilknyttede agenter i forhold til størrelsen på verdipapirforetaket

Kredittilsynet foreslår at det i forskriften skal inntas begrensninger i adgangen for et verdipapirforetak til å benytte tilknyttede agenter, og at en tilknyttet agent kun skal kunne operere fra ett forretningssted, jf. utkastet § 10-38 (1) og (2).

Kredittilsynet foreslår en begrensning på 1 ansatt i agentnettet per 5 ansatte hos verdipapirforetaket. Slik Fondsmeglerforbundet ser det, er dette en for streng begrensning. Verdipapirforetaket har selv ansvar for å sørge for at virksomheten som utøves av agentene utøves i tråd med gjeldende regelverk, og det bør etter Fondsmeglerforbundets syn være opp til det enkelte verdipapirforetak å vurdere om størrelsesforholdet mellom foretakets selv og agentnettverket er egnet til å gi verdipapirforetaket den nødvendige oversikt og kontroll.

Når det gjelder forslaget om at en tilknyttet agent kun kan ha ett forretningssted, er Fondsmeglerforbundet av den oppfatning at dette innebærer en unødvendig begrensning som verken er hensiktsmessig eller nødvendig. Eksempelvis vil det kunne være naturlig for et stort verdipapirforetak å knytte til se store agenter med flere forskjellige kontorer. Det må i slike tilfeller være klart mest praktisk at det inngås én avtale med det aktuelle foretaket, og ikke én avtale med det enkelte kontor.

For det tilfelle at man skal ha en begrensning i antall ansatte og et krav om ett forretningssted for agenter, er Fondsmeglerforbundet enig i at slike krav ikke skal gjelde i tilfeller der den tilknyttede agenten er en kredittinstitusjon uten konsesjon som verdipapirforetak. Fondsmeglerforbundet er imidlertid av den oppfatning at unntak fra eventuelle slike krav bør gjøres for alle institusjoner som er underlagt tilsyn.

b) Krav til agentavtalen

Kredittilsynet har utkastet § 10-38 siste ledd ramset opp forslag til forhold som må være regulert i avtalen mellom verdipapirforetaket og den tilknyttede agenten. I bestemmelsens bokstav (e) synes det imidlertid lagt til grunn at Kredittilsynet skal føre tilsyn med den tilknyttede agenten. Da det er lagt til grunn at Kredittilsynet ikke skal føre tilsyn med tilknyttede agenter, antas det at det siktes til en forpliktelse for den tilknyttede agenten å bistå slik at Kredittilsynet kan føre tilsyn med verdipapirforetaket, og dette bør antakelig presiseres i forslagsteksten.

c) Virksomhetsbegrensninger

Fondsmeglerforbundet antar at det også i utkastet § 10-40 skal gjøres et unntak for Posten Norge AS, slik det er gjort i utkastet § 10-38 (1) og (2).

Med vennlig hilsen

Norges Fondsmeglerforbund

Per Broch Mathisen

Adm dir