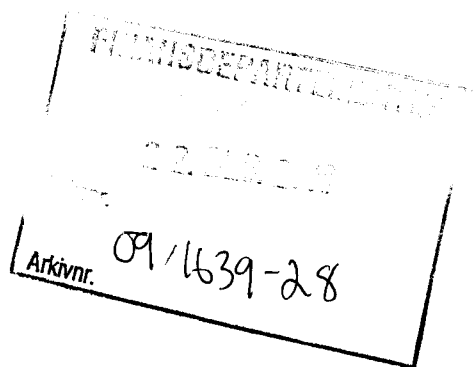




Finansdepartementet
Postboks 8008 - Dep.
0030 OSLO



Deres ref.
09/1639 FM IG

Deres brev
23.09.2009

Vår ref.
09-8413

Dato
18.12.2009

Forslag til endringer i verdipapirhandelloven vedrørende andeler i ansvarlige selskaper og kommandittselskaper - høringsuttalelse

Vi viser til deres brev 23.09.2009 vedrørende høring om endringer i verdipapirhandelloven i ansvarlige selskaper og kommandittselskaper.

Gjennomføringen av Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) i norsk rett i 2007 medførte en atskillig strengere regulering av handelen i finansielle instrumenter. Særlig det forhold at det kom til en ny konsesjonsbelagt investeringstjeneste, investeringsrådgivning, har gitt resultater i form av en langt høyere grad av investorbeskyttelse. Denne beskyttelsen gjelder likevel bare i det omfang at det dreier seg om plassering i *finansielle instrumenter*. Til nå har andeler i ANS og KS falt utenfor denne reguleringen.

FNH og Sparebankforeningen stiller seg derfor positive til at myndighetene nå tar skritt for å regulere handelen i andeler i ansvarlige selskaper (ANS), kommandittselskaper (KS) og andre eierandeler etter selskapsloven (selskapsandeler) § 1-2 første ledd bokstavene a, b, c og e. Handel i slike verdipapirer kan, alt etter den økonomiske situasjonen og de økonomiske utsiktene, ha et ikke ubetydelig omfang. Plassering i slike selskapsandeler kan representere et alternativ til plasseringer i egenkapitalinstrumenter som er definert som finansielle instrumenter etter verdipapirhandelloven, og som følgelig er underlagt regulering. Typisk vil det dreie seg om plasseringer i ANS- og KS-andeler, der gjerne også ikke-profesjonelle kunder deltar.

Behovene for regulering er naturligvis størst i massemarkedet. Prinsipielt og praktisk mener vi likevel at verdipapirhandellovens system med å regulere handelen og tjenesteyting i finansielle instrumenter overhodet gir den beste løsningen. Det følger av dette lovverket at graden av investorbeskyttelse varierer med graden av profesjonalitet. Verdipapirforetak (og banker) plikter å ha systemer og rutiner for å håndtere dette.

1. Hovedsynspunkter

- FNH og Sparebankforeningen mener det er behov for å regulere mellommannstjenester i visse selskapsandeler, typisk ANS- og KS-andeler.
- Foreningene er kritiske til den reguleringsmåten Kredittilsynet foreslår – en såkalt ”selvstendig utvidelse av konsesjonsplikten”. Denne vil ikke tilfredsstillende behovet for investorbekyttelse fullt ut, og man vil fortsatt operere med en todeling av markedet i en regulert og en uregulert del for mellommannstjenester i de aktuelle finansielle produktene.
- Foreningene mener at man oppnår den beste reguleringen ved å gjøre de nevnte selskapsandelene til finansielle instrumenter etter verdipapirhandelloven. På den måten kan man lene seg til et nå godt etablert system og rutiner i verdipapirforetak, som generelt sørger for en sikker, ordnet og effektiv verdipapirhandel og spesielt sikrer høy grad av investorbekyttelse. Å betrakte disse eierandelene som finansielle instrumenter, er heller ikke fremmed for EU-retten.

2. Selvstendig utvidelse av konsesjonsplikten – vurdering av Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet foreslår en såkalt ”selvstendig utvidelse av konsesjonsplikten”. Denne går ut på at forretningsmessige tjenester nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr 1 – 6, dvs. alle investeringstjenester, med unntak av drift av multilateral handelsfasilitet i nr 7), knytter til eierandeler i ansvarlig selskap, indre selskap og kommandittselskap krever konsesjon som verdipapirforetak. Etter Kredittilsynets forslag gjelder ikke konsesjonsplikten dersom man utelukkende betjener profesjonelle kunder.

Den reguleringsteknikken tilsynet foreslår, innebærer imidlertid at tjenesteyting i selskapsandeler av denne type ikke blir å betrakte som *investeringstjenester* i lovens forstand. Dette medfører rettslig usikkerhet, og er i seg selv uheldig.

Vi antar at for praktiske formål vil det først og fremst være andeler i ansvarlige selskaper, ANS-andeler, og i kommandittselskaper, KS-andeler, som påkaller oppmerksomhet. I fortsettelsen har vi derfor først og fremst ANS- og KS-andeler i tankene.

Deltakerne i et ansvarlig selskap har et ubegrenset, personlig ansvar for selskapets forpliktelser. Et slikt ubegrenset ansvar gjelder også for komplementaren i et kommandittselskap, mens kommandittistene har et begrenset ansvar for forpliktelsene. Imidlertid kan kommandittistene på nærmere avtalte vilkår bli nødt til å skyte inn mer kapital og påta seg større garantiforpliktelser. Deltakernes forpliktelser er altså av en annen karakter enn det som er tilfelle ved kjøp av aksjer, der forpliktelsen er begrenset til kapitalinnskuddet. Dette aspektet understreker betydningen av reguleringsbehovet.

Vi er i og for seg enig med Kredittilsynet at reguleringsbehovet er størst for investeringstjenester i disse selskapsandelene når det gjelder ikke-profesjonelle kunder. Som sagt innledningsvis, mener vi likevel at den beste reguleringsteknikken er å la verdipapirhandelloven i utgangspunktet gjelde generelt overfor alle kundekategorier.

Etter tilsynets forslag vil foretak som allerede har konsesjon til å yte investeringstjenester

kunne yte tjenester i disse produktene i kraft av sin konsesjon. Til dette er å bemerke at det kan de allerede gjøre i dag. Det bemerkes videre at tilsynspraksis også legger opp til at verdipapirforetakene må behandle disse produktene på lik linje med finansielle instrumenter, herunder særlig at kravene til god forretningsskikk etter verdipapirhandelloven § 10-11 blir gjort gjeldende på samme måte.

Tilsynets forslag innebærer også at det ikke er adgang til å gi konsesjon som verdipapirforetak dersom man utelukkende yter tjenester i ANS og KS. Dette følger så å si naturlig av at disse produktene ikke defineres som finansielle instrumenter, slik at man da ikke kan tale om investeringstjenester i verdipapirhandellovens forstand. Når det imidlertid gjelder selve realiteten, kan man spørre seg om det å priori skal utelukkes at verdipapirforetak baserer sin forretningsidé på at man skal spesialisere seg på denne type produkter, og for øvrig etterleve verdipapirhandellovens krav i så måte. Vi ville tro at dette må avgjøres på grunnlag av søknader etter en konkret vurdering av om man anser foretaket, med dets organisasjon, ledelse og kompetanse, egnet for å drive en slik virksomhet. Det er viktig at man tilrettelegger for variert og differensiert forretningsvirksomhet i finans- og kapitalmarkedene.

Dersom man velger denne reguleringsteknikken, altså at ANS og KS ikke blir gjort til finansielle instrumenter, oppstår naturlig nok behovet for å bestemme hvilke av verdipapirhandellovens bestemmelser som skal gjelde. Med ANS og KS som finansielle instrumenter, ville utgangspunktet være at, så langt det for øvrig passer, ville lovens regler gjelde på samme måte som for aksjer, egenkapitalbevis, obligasjoner osv. Etter vårt skjønn gir det siste klare reguleringsmessige gevinster.

3. Den alternative regulering: Selskapsandeler i form av ANS og KS defineres som finansielle instrumenter – vår foretrukne løsning

Den mest nærliggende måten å regulere investeringstjenester i de nevnte selskapsandelene, er å definere disse som finansielle instrumenter i verdipapirhandellovens forstand. Dette er også den retts-teknisk beste måten å gjøre det på.

Dette var også den løsningen som verdipapimarkedslovutvalget anbefalte i forbindelse med at utvalget utredet hvordan MiFID skulle gjennomføres i norsk rett, jf. NOU 2006: 3 Om markeder for finansielle instrumenter. Utvalget mente at de beste grunner talte for at ANS og KS ble kategorisert som finansielle instrumenter, selv om man mente at dette ikke fulgte direkte av direktivet. Hovedargumentet for dette var at man på denne måten ville sørge for at tjenesteyting knyttet opp mot sparing og investering blir bedre og mer fullstendig dekket opp. Sparebankforeningen og FNH støttet også dette i sin felles høringsuttalelse.

Det fremgår av høringsnotatet at land som Storbritannia, Danmark, Frankrike og Spania har forstått MiFID dit hen at ANS- og KS-lignende eierandeler godt kan betraktes som å falle inn under definisjonen av finansielle instrumenter etter direktivet. Tyskland og Sverige har lagt en annen forståelse til grunn. Etter vårt syn er definisjonen i MiFID av omsettelige verdipapirer så pass bred at den også kan romme denne type eierandeler. Det koker mest ned til et spørsmål om hva som er mest hensiktsmessig. Vi tror at investorhensyn klart trekker i retning av å gjøre slike eierandeler til finansielle instrumenter. På den måten vil man sikre seg at investorer, særlig forbrukere, kan være trygge for at de får den samme kundepleie når de kjøper disse produktene som andre finansielle instrumenter.

Tilsynet spør om en strengere regulering av markedet for investeringstjenester knyttet til selskapsandeler vil gjøre det vanskeligere å innente ny egenkapital. Vi har vanskeligheter for å se at dette kan være et viktig mothensyn. En regulering vil trolig gi positive bidrag til utviklingen av annenhåndsmarkedet, noe som i sin tur kan ha positive reperkusjoner for emisjonsmarkedet. En slik regulering vil ikke hindre at investorer slår seg sammen for å opprette et investeringsselskap eller lignende i form av et ansvarlig selskap eller et kommandittselskap. Prospektreglene i verdipapirhandelloven kommer ikke til anvendelse dersom tilbudet om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer rettes til en begrenset krets av investorer, jf. verdipapirhandelloven §§ 7-2 og 7-4 og verdipapirforskriften § 7-1.

Finansielle instrumenter brukes som et koblingsbegrep på andre rettsområder enn verdipapirretten. Vi kan vanskelig se at dette skulle by på uoverstigelige problemer og være til hinder for at andeler i ANS og KS blir gjort til finansielle instrumenter. Vi registrerer at Kredittilsynet ikke setter fingeren direkte på noe konkret område der dette skulle medføre problemer. Utgangspunktet bør være at ANS- og KS-andeler ikke skiller seg så mye ut fra andre finansielle instrumenter at det er behov for noen særregulering. Der det unntaksvis måtte være tilfelle, får man eventuelt gjøre de nødvendige tilpasninger.

Nedenfor redegjør vi kort for enkelte rettsområder som det kan være naturlig for finansnæringen å kommentere.

Kapitalforvaltningsforskriften i forsikring inneholder i dag ikke noe absolutt forbud mot å investere i denne type eierandeler - ut over de alminnelige plasseringsbegrensningene som må overholdes. Det forholdet at ANS og KS blir nærmere regulert, ikke minst pga. investorhensyn, gjør de sånn sett mer egnet som plasseringsalternativer for forsikringsselskaper. Etter *verdipapirregisterloven* skal aksjer, tegningsretter i norske allmennaksjeselskaper og ihendehaverobligasjoner registreres i verdipapirregisteret. Andre finansielle instrumenter kan registreres. Det siste kan da være aktuelt for ANS og KS. De vil da likestilles med aksjer i aksjeselskaper. I så fall må dette bare anses som et gode. Etter *lov om finansiell sikkerhetsstilling* kan kontante innskudd og finansielle instrumenter brukes som finansiell sikkerhet. Hvorvidt en bruk av slike selskapsandeler som panteobjekt er hensiktsmessig, må avgjøres etter en konkret vurdering av partene, altså sikkerhetsstiller og sikkerhetshaver. Heller ikke dette kan være noen gyldig innvending. Det er korrekt som Kredittilsynet skriver at den *regnskapsmessige* definisjonen etter IFRS av finansielle instrumenter ikke følger verdipapirhandellovens definisjon, men er gitt en egen definisjon i regnskapsregelverket. Følgelig vil ikke ANS og KS som finansielle instrumenter ha noen konsekvens i regnskapsammenheng.

4. Avsluttende merknader

Vi oppfatter det altså slik at allerede eksisterende verdipapirforetak som også yter tjenester i ANS og KS fortsatt kan yte slike tjenester, og da som hovedregel må behandle disse produktene som finansielle instrumenter i sin alminnelighet. Dette vil gjelde hva enten det dreier seg om tjenester overfor profesjonelle eller ikke-profesjonelle kunder. Kravene til god forretningsskikk er relative til kundenes grad av profesjonalitet, men gjelder likevel generelt for alle typer kunder. For disse foretakene vil forslaget på mange måter ikke innebære noen endring i status quo.

Vi antar at det for det enkelte verdipapirforetak vil være mest rasjonelt å behandle

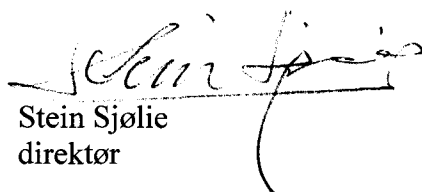
tjenesteyting i ANS og KS etter de samme rutinene som for andre finansielle instrumenter, herunder at man gjennomfører egnethetstester i forbindelse med investeringsrådgivning. Kundene vil åpenbart være tjent med dette.

På den andre side vil tilsynets forslag innebære at man fortsatt kan drive uregulert overfor profesjonelle kunder. Det er ifølge Kredittilsynet bare massemarkedet man ønsker å regulere. På den måten vil man opprettholde en tdeling av markedet. Vi er redd for at en slik deling av markedet vil føre til at investorbekyttelsen blir skadelidende. Selv om investorbekyttelsen for de profesjonelle kundene er mindre omfattende enn for de ikke-profesjonelle, er det dog krav etter verdipapirhandelloven om god skikk m.m. som gjelder for tjenesteytelser overfor den profesjonelle delen av markedet. Vi ser det som fordelaktig at dette regelverket blir gjort gjeldende for tjenester knyttet til ANS- og KS-andeler. Overtramp fra den uregulerte delen av markedet vil kunne smitte over på den regulerte delen og gi uheldige omdømmemessige virkninger for hele finansnæringen.

Vi er også bekymret for at man i praksis ikke effektivt vil make å trekke et skille mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder i foretak som ligger utenfor tilsynets kontrollsfære. Det kan få som konsekvens at kunder i massemarkedet blir behandlet som om de er profesjonelle og på den måten ikke får den tilstrekkelige investorbekyttelse.

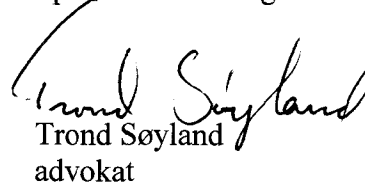
Den enkleste og mest effektive måten å regulere tjenester i ANS og KS må være å gjøre dem til finansielle instrumenter, og for øvrig som den store hovedregelen å henholde seg til verdipapirhandellovens alminnelige virksomhetsregler og krav til god forretningsskikk.

Med vennlig hilsen
Finansnæringens Hovedorganisasjon



Stein Sjølie
direktør

Sparebankforeningen i Norge



Trond Søyland
advokat