

## FINANSIELL STABILITET

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Deres ref.  
06/1195 FM EGR

Vår ref.  
NBGGR1  
200600332

Oslo  
29.05.2006

### **Høring - NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter**

Finansdepartementet ber i brev av 28. februar 2006 om Norges Banks vurdering av Verdipapirmarkedslovutvalget sin utredning om gjennomføringen av MiFID og transparency-direktivet.

Norges Bank vil først påpeke at forslagene – ny verdipapirhandellov og ny lov om regulerte markeder (børsloven) – er særdeles omfattende og viktige. I høringsuttalelsen blir det først knyttet noen kommentarer til en del generelle spørsmål, herunder utredningens betraktninger om kostnadene ved reformen. Deretter vil det bli gitt enkelte mer spesifiserte kommentarer. Norges Bank har særlig vurdert problemstillinger omkring finansiell stabilitet, effektivitet og markedenes integritet.

#### **Generelle vurderinger**

Verdipapirhandelloven og loven om regulerte markeder (børsloven) er helt sentrale elementer i reguleringen av finansielle markeder i Norge. Hensiktsmessig lovgivning på dette feltet vil legge til rette for effektiv og kunnskapsbasert allokering av produktiv kapital i samfunnet. Lovene som foreligger på disse feltene fungerer i all hovedsak godt, og Norges Bank ser det derfor som betryggende at de foreslåtte lovene i stor grad bygger på de eksisterende. Behovet for ny lovgivning på dette feltet skriver seg nå først og fremst fra EUs arbeid med å forbedre funksjonsmåten til det indre markedet for finansielle tjenester.

De to aktuelle direktivene er del av EUs arbeid med å sikre bedre og likere konkurransevilkår innen det indre markedet for finansielle tjenester sammen med markedsmisbruksdirektivet, prospektdirektivet og overtakelsestilbudsdirektivet som tidligere har vært på høring. En tar sikte på å eliminere nasjonale forskjeller i markedsvilkår gjennom lovgivningen. En av metodene for å sikre bedre fungerende markeder er å etablere et system for mer dynamikk i lovreguleringen. Med det blir det raskere å justere lovgivningen i takt med markedsutviklingen, slik at en enklere kan tilpasse reguleringa når nye produkter eller finansieringsteknikker utvikles.

EU tar framover sikte på å la de overordnede Parlaments- og Rådsdirektivene (som MiFID og

transparensdirektivet) fastsette prinsipper, samtidig som det gis fullmakter til å fastsette den detaljerte gjennomføringa i rettsakter (direktiver og forordninger) vedtatt av Kommisjon. I arbeidet med å utvikle disse rettsaktene tar en sikte på åpne prosesser med utstrakt kontakt også med markedsaktører. Dette legger til rette for bedre lovdynamikk, og kontakten med markedet kan bidra til at en unngår overregulering. Rettsakter fastsatt av Kommisjonen forutsetter omfattende komitéprosedyrer der EØS EFTA-landene deltar som observatører. Samarbeidet vil bidra til lik og samtidig gjennomføring i hele EØS-området. Deltaking i dette arbeidet vil være nyttig i arbeidet med detaljert regelverk også for Norge, på samme måte som deltaking i det forsterkede tilsynssamarbeidet innen hele EØS-området vil være det.

Når dette gjøres på overnasjonalt nivå, er det viktig at den nasjonale lovgivningen gis en struktur slik at nasjonal gjennomføring av de detaljerte Kommissjonsdirektivene ikke blir en hemsko. Norges Bank støtter derfor strukturen i forslaget til nye lover som legger til rette for økt lovdynamikk gjennom omfattende bruk av fullmaktshjemler.

Når det gjelder mer spesielle utviklingstrekk som nå innarbeides i lovgivningen vil vi trekke fram enkelte forhold som en viktig bakgrunn for reformene som nå foreslås:

Et viktig utviklingstrekk er at det blir mer grensekryssende aktivitet både på mellommanns-, utsteder- og investornivå. Det blir altså vanligere at norske investorer plasserer ute, og at utenlandske investorer investerer i norske papirer. Dette vil i ikke ubetydelig grad skje med papirene i depot (nordmenn som har sine utenlandske papirer i depot, og utlendinger som har sine plasseringer i depot i Norge). I praksis har dette ført til egen virksomhet med omsetning av papirer innen depotet, og forhold omkring dette blir det gjennom de nye direktivene krav om at må innarbeides i lovgivning og markedsovervåking. Mange av disse reglene kommer inn gjennom regulering knyttet til såkalte ”Multilaterale handelsfasiliteter (MHF)” og i tilfeller der virksomheten ikke krever slik konsesjon dekkes viktige realiteter under reglene som foreslås å gjelde for ”systematiske internaliserere”.

Det er blitt økt virksomhet med varederivater i en rekke land, og aktiviteten i disse markedene er i høy grad grensekryssende. På dette feltet vil direktivbestemmelsene være nye, men her er det meste innarbeidet i norsk lovgivning allerede.

Det er også grunn til å merke seg utviklingen mot økte krav til å legge til rette for effektiv eierstyring (corporate governance). Den tar både form av økte krav til håndtering av informasjon og til krav om økt adgang til å utnytte stemmeretten i selskaper på tvers av landegrenser. Skjerpete krav gjelder for utstedere som får økte krav til å gi informasjon, samtidig som det gjennom rekneskapslovgivningen skjer en betydelig harmonisering av innholdet i rapporteringa. Skjerpet blir også kravene til mellommennene som får strengere krav til håndtering av informasjon og interessekonflikter.

Norges Bank rekner med at bedre og enklere sammenliknbar informasjon om utstedere vil bidra til bedre kapitalallokering. Det må dessuten antas at økt internasjonal harmonisering vil skjerpe konkurransen i mellommannsleddet. Det vil på sikt bidra til å redusere transaksjonskostnadene til fordel for både utstedere og sparere. Det er grunn til å peke på at lik tilsynspraksis vil være viktig for å oppnå begge disse formålene, og utvikling av dette må ha høy prioritet. Det er alt i alt grunn til å anta at nasjonal gjennomføring av de to direktivene vil bidra til at EØS-markedet for kapital blir mer effektivt. Dette vil være til fordel for alle deltakende parter, også Norge.

## Økonomiske og administrative konsekvenser

Når det gjelder utredningens påpekning av de økonomiske og administrative konsekvensene av forslagene mener Norges Bank det viktigste poenget er konklusjonen over om at mer effektive (EØS-) markeder for kapital vil bidra til en generell samfunnsøkonomisk gevinst.

For øvrig savner banken en vurdering av om de foreslåtte (særnorske) tilpasningene i seg sjøl kan være kostnadsdrivende for norske aktører eller hemme utenlandske aktører i konkurransen slik at de ”beskytter” norsk virksomhet. Tilfeller av det siste vil kanskje ikke bli belyst av norske aktører i høringsrunden. For øvrig er det ikke alltid lett å se i utredningen hvor utvalget bevisst har valgt en særnorsk løsning og hvor det er en direktivfortolkning som omtales.

Norges Bank har ellers merket seg at det i opplistinga av økonomiske og administrative konsekvenser bare er nevnt faktorer som kan tilsi merkostnader både for tilsyn og aktører. Det er ingen gjennomgang av forhold som kan tilsi mindre kostnader. Slike faktorer kan være at

- Likere regler gjør det trolig enklere for utstedere å rapportere i ulike markeder (ved for eksempel låneopptak i flere markeder)
- Enklere for tilsynsmyndighet å etablere standarder for eksotiske produkter når det er tilsynsnettverk å spille på.
- Økt aktivitet i markedene kan redusere enhetskostnadene til etterleving av regelverk og til tilsyn.

## Særskilte merknader

Til de enkelte forslag har Norges Bank disse merknadene:

### Del I: MiFID

#### Kap 2: Virkeområde og sentrale definisjoner

Norges Bank har merket seg at det foreslås at konsesjonspliktige investeringstjenester utvides til å omfatte ”investeringsrådgivning og drift av multilaterale handelsfasiliteter (MHF)”. Dette er en følge av direktivets definisjon. Norges Bank har merket seg den presiseringen det gis av investeringsrådgivningen, og mener bestemmelsen vil legge til rette for bedre kvalitet på og kontroll med slik investeringsrådgivning.

Når det gjelder multilaterale handelsfasiliteter, antar Norges Bank at deler av virksomheten innen store depotinstitusjoner kan komme inn under definisjonen. Det gjelder virksomhet der aksjer skifter eier uten registrering av handelen på regulert marked. Denne typen aktivitet ble det dratt nytte av ved etablering av aksjeporteføljen til Statens Pensjonsfond – Utland. Det er ryddig at slik virksomhet blir konsesjonsbelagt og kommer under tilsyn etter felles regler i hele EØS-området. Slik aktivitet kan muligens også bli aktuelt i Norge dersom norske investorer i økende grad plasserer i papirer registrert i verdipapirregistre utenfor Norge som godtar virksomhet innen depotet. Norges Bank har ikke merknader til vurderingene utvalget gjør omkring konsesjonspliktig virksomhet når det gjelder garantistillelse, emisjoner og tilbud om kjøp av finansielle instrumenter. Norges Bank er enig i at markedsføring ikke lenger defineres som egen konsesjonspliktig investeringstjeneste.

Utvalget ber på s 32 høringsinstansene vurdere koblingsordet ”finansielle instrumenter” innenfor sine ansvarsområder. Norges Bank viser til at lov om finansiell sikkerhetsstillelse blant annet gjelder for avtaler om sikkerhet i finansiell instrumenter. Loven bygger her på verdipapirhandelovens definisjon. Det må vurderes om lov om finansiell sikkerhetsstillelse

bør justeres til å bruke definisjonen av finansielle instrumenter i ny verdipapirhandellov. Norges Bank har ikke andre merknader til forslaget.

Norges Bank vil dessuten peke på at det er nyttig at MiFID etablerer felles regler innfor EØS-området for kredittderivater, finansielle differansekontrakter og diverse varederivater. Norges Bank har ingen oppfatning om hvorvidt KS-andeler bør omfattes av den nye verdipapirhandelloven.

Utvalget foreslår videreføring av gjeldende system der kredittinstitusjoner må søke tillatelse etter verdipapirhandelloven for å kunne yte investeringstjenester. Når investeringsrådgivning foreslås å bli konsesjonsbelagt tjeneste, kan dette føre til at flere kredittinstitusjoner må søke om dette. Norges Bank legger – som utvalget – til grunn at det ikke vil være særlig byrdefullt for kredittinstitusjoner å oppnå konsesjon til dette. Norges Bank går også ut fra at bankenes filialnett kan utnyttes som før.

Norges Bank ser at den foreslåtte bestemmelsen om hvilke typer virksomhet som unntas fra konsesjonsplikten, i all hovedsak er en videreføring av gjeldende bestemmelser. Norges Bank kan slutte seg til drøftelsene og lovgjennomføringen av de sentralbankspesifikke unntakene i direktivets art 2 nr. 1 bokstav g og art 2 nr. 2, jf utredningen kap 2.8.8 og 2.8.9 og lovutkastet § 9-2 første ledd. Norges Bank har ikke ytterligere merknader.

### **Kap 3: Verdipapirforetak – tillatelse og organisatoriske krav**

Norges Bank oppfatter at mange av forslagene i kapittel 3 er tekniske justeringer av gjeldende bestemmelser og praksis. For eksempel er det greit at registeret Kredittilsynet allerede fører over verdipapirforetakene, blir hjemlet i lov. En må anta at det vil føre til at det blir mer kjent for forbruker, og det kan være nyttig.

Mer substansielt er forslaget om at verdipapirforetak også kan organiseres som aksjeselskap (i tillegg til kredittinstitusjon og allmennaksjeselskap). Utvalget viser til at dette er en effektiv og velprøvd regulering i norsk rett. Norges Bank slutter seg til dette, og kan ikke se at dette er i strid med hensynet til finansiell stabilitet.

I bestemmelsene om kontroll med eierskapet i verdipapirforetakene, foreslås det at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg om avhendelse (om eier anses uskikket). Norges Bank støtter dette forslaget.

### **Kap 4: Verdipapirforetak – operasjonelle krav**

Norges Bank oppfatter også mange av forslagene i kapittel 4 som tekniske justeringer med til dels omfattende presiseringer av gjeldende bestemmelser, men presiseringene ser ut til å skjerpe kravene til oppgaveplikt og notoritet i handelen. Norges Bank antar dette vil bidra til bedre fungerende markeder.

Et problem med slike presiseringer er at de likevel ikke vil være uttømmende for situasjoner som kan oppstå. En kan for eksempel tenke seg at utføring av kundeordre til beste vilkår kan være vanskelig å definere for instrumenter som handles i markeder i ulike tidssoner og der noteringene skjer i ulike valutaer. Prinsippet om at verdipapirforetakene skal kunne gjøre greie for hva de tar hensyn til virker imidlertid rimelig.

Når det gjelder bestemmelsene om kvalifiserte kunder og kravet til lik behandling av sammenliknbare ordre, er det ikke gitt noen nærmere veiledning av når kvalifiserte kunder kan kreve å gå foran ”vanlige” kunder.

Det kan for øvrig være tvil om den foreslåtte definisjonen av ”kvalifiserte motparter” er i samsvar med direktivbestemmelsen. I direktivet heter det at ”national governments and their corresponding offices”, skal betraktes som kvalifiserte motparter. Dette er blitt til ”offentlige myndigheter” i forslaget § 10-18 2. ledd nr 8. Norges Bank oppfatter det ikke slik at kommuner er omfattet av direktivteksten, men de er inkludert i forslaget til norsk lovtekst. Norges Bank mener en slik tilsynelatende utilsiktet utvidelse av definisjonen kan være uheldig. Spørsmålet kan ikke ses drøftet av utvalget, jf. utredningen side 86-87 og side 252 til § 10-18. Dersom kommuner ikke anses omfattet direkte av direktivets art 24 nr. 2, antas det at det må skje i medhold av og på vilkår som angitt i art 24 nr. 3 første ledd. Det vil her bl.a. være krav om andre prosedyrer for verdipapirforetaket, jf. også omtale av dette i utredningen side 87. Eventuell utvidelse med kommuner bør således vurderes i forbindelse med senere bruk av den tilknyttede forskriftshjemmelen foreslått i utkastet § 10-18 fjerde ledd. Av utredningen går det fram at det er ment at lista over kvalifiserte motparter ikke bare omfatter norske potensielle kunder. Den skal gjelde kunder fra hele EØS-området, og dessuten institusjoner fra tredjeland (utredningen side 87). Trolig bør dette presiseres i paragrafen.

### **Kap 5: Verdipapirforetak – rettigheter mv.**

Når det gjelder retter og plikter til verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat, merker Norges Bank seg prinsippene om hjemlandstilsyn med foretakenes soliditet m.v. og vertslandstilsyn med atferd i markedene. Norges Bank har ikke etterprøvd vurderingene av hvilke rettigheter og forpliktelser som vil følge av en lisens til å drive virksomhet i annet EØS-land (utredningen s 99-102). Norges Bank antar ellers at rettsutviklingen kan komme til å endre vår forståelse av disse spørsmålene.

Det foreslås at atferdsreglene i det norske marked også skal gjelde for foretak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge. Moderne teknologi kan komme til å stille regelverk og tilsyn overfor nye utfordringer på dette feltet. Det er i dag ingenting i veien for at et foretak der aktiviteten foregår utafor Norge, har fullt markedsnærver i Norge med direkte aksess til elektroniske handelsplattformer, bankkonti og verdipapirregistre samtidig som kontakten med norske kunder skjer gjennom et norsk telefonnummer. Dette er svært praktisk og er allerede en realitet i andre deler av finansmarkedene. Når det gjelder håndheving av atferdsreglene, vil Norges Bank peke på at moderne teknologi på denne måten stiller tilsynet overfor nye utfordringer. Det bør vurderes om det er hensiktsmessig å presisere om de norske reglene gjelder helt eller delvis når virksomheten rettet mot det norske markedet fysisk foregår i et annet land.

### **Kap 6: Regulerte markeder – regulering og organisering**

Når det gjelder utvalgets forslag til ny lov om regulerte markeder, er forslagene mer ny form enn ny substans. Norges Bank har derfor få innvendinger til forslagene. Norges Bank slutter seg til forslaget om ny systematisk oppbygging av loven.

Det foreslås å videreføre bestemmelsen om at regulerte markeder skal være allmennaksjeselskaper. For verdipapirforetak foreslås det at de også kan organiseres som aksjeselskap, og utvalget viser til at dette er en effektiv og velprøvd regulering i norsk rett. Ettersom det i lovforslagets § 2-17 foreslås videreført bestemmelser om ansvarlig kapital, kan Norges Bank ikke se hvorfor en ikke også åpner for å organisere autorisert markeds plass som aksjeselskap.

Utvalget foreslår å videreføre dagens bestemmelser som forhindrer notering av egne aksjer på børser og autoriserte markeds plasser. Norges Bank har ikke kommentert disse bestemmelsene særskilt, men i brev av 7.5.2005 om ny børslov siteres fra merknadene om omdanning av Oslo

Børs fra stiftelse til ASA: ”Før auksjonen bør også alt være klart for omdannelse til ASA og notering på Oslo Børs.” Det innebærer at Norges Bank ikke anså at aksjene ikke kunne børsnoteres. Om en har tillit til at reglene om håndtering av interessekonflikter etterleves og at nødvendige prosedyrer for tilsyn med handel og overholding av informasjonsplikt m.m. er på plass, ser Norges Bank fortsatt ikke avgjørende grunner til at det skal være et forbud mot notering av egne aksjer.

Etter gjeldende rett har børser, men ikke autoriserte markedsplasser, krav om å ha kontrollkomité. Forslaget er nå at lovkravet for børser skal erstattes med en forskriftshjemmel som åpner for at det må være kontrollkomité. Denne hjemmelen foreslås som en særbestemmelse for børser. I høringen forut for vedtak av nåværende børslov, støttet Norges Bank flertallet som ønsket lovfesting av en kontrollkomité, blant annet med en henvisning til at systemet fungerte bra for Verdipapirsentralen og NOS. I verdipapirregisterloven er det krav om kontrollkomité. Norges Bank kan ikke se at det bør være forskjell i krav til verdipapirregistre og børser på dette punktet.

### **Kap 7: Regulerte markeder – operasjonelle krav**

Kravene MiFID-direktivet stiller for opptak av verdipapirer til notering er en videreutvikling av kravene i investeringstjenstedirektivet (ISD), der en viktig utvikling er at detaljnivået er vesentlig skjerpet. Norges Bank ser det som en fordel at lovkravet til opptaksreglene som foreslås i all hovedsak blir identiske for autoriserte markedsplasser og børser. Banken mener også det vil være en fordel at markedsplassene pålegges en løpende kontroll med at vilkårene for notering oppfylles, og at de skal kunne stryke finansielle instrumenter som ikke lenger oppfyller opptaksvilkårene.

Norges Bank mener det er en fordel at reglene om medlemskap i markedene får virkning både for børser og regulerte markeder, og kravet om ”gjennomsiktige og ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier” er hensiktsmessig. Norges Bank har behov for å være børsmedlem og har merket seg at formuleringene åpner for at Norges Bank fortsatt kan være børsmedlem.

Utvalget foreslår at det skal overlates til autoriserte markeder å fastsette regler om suspensjon og opphør av medlemskap. Norges Bank har ikke merknader til dette, men mener det vil være ryddig om det er et lovkrav at regler om stryking av medlemmer skal eksistere. Et slikt krav kunne eventuelt plasseres inn som et nytt ledd i § 2-23.

### **Kap 8: Multilaterale handelsfasiliteter (MHF)**

I samsvar med direktivet foreslås det å etablere et nytt nivå på markedsplass for finansielle instrumenter. Nivået er ment å være enklere og vil følgelig ha mindre omfattende legale informasjonskrav etc. For å gjøre konkurransen så vid som mulig, kan det være en fordel at den legale forskjellen mellom ”regulert marked” og MHF gjøres så stor som mulig innen direktivets rammer. Det kan imidlertid se ut som utvalget legger det motsatte til grunn. Utredningen kan leses slik at det foreslås at en ved hjelp av loven skal gi regler som sikrer investorbeskyttelse uten at dette er en direktivforpliktelse. Det drøftes ikke om dette i så fall er hensiktsmessig. Det kan for øvrig også se ut som utvalget hele vegen vurderer behovene for en alternativ markedsfasilitet for aksjer. Det kan imidlertid hende at handel med lavt kredittvurderte obligasjoner (såkalte ”junk-bonds”) er velegnet for slike fasiliteter.

Når det gjelder multilaterale handelsfasiliteter mener Norges Bank en bør se på systemet som et alternativ til regulerte markedsplasser, og dermed overlates til handelsfasiliteten å sette sine egne regler. Stor legal forskjell mellom multilaterale handelsfasiliteter og regulerte markeder,

vil øke konkurransetrykket og bidra til økt effektivitet for systemet som helhet.

### **Kap 9: Tilsyn, sanksjoner og prosessuelle forhold**

Når det gjelder spørsmål omkring tilsyn, vil også Norges Bank fastslå at det er nødvendig med lik gjennomføring og håndheving av bestemmelsene for å legge til rette for best mulig allokering av kapitalen. Det er derfor betryggende at Norge får delta fullt ut i nettverksarbeidet mellom europeiske tilsynsorganisasjoner.

Norges Bank har ikke nye merknader til de enkelte bestemmelsene om tilsyn, men støttet i brev av 1.2.2006 forslaget om at Kredittilsynet skulle få adgang til å ilegge overtredelsesgebyr på verdipapirrettens område.

I forslaget til ny lov om regulerte markeder videreføres i § 2-28 bestemmelsen i gjeldende børslov § 5-12 om overtredelsesgebyr. Etter denne kan børsen, og andre regulerte markeder, ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på loven, tilhørende forskrifter mv. Utvalget kan ikke ses å ha drøftet dette nærmere, jf. utredningen side 260 jf. side 174-175. Etter Norges Banks syn bør det nå vurderes om det er grunn til å videreføre en slik offentligrettslig sanksjonskompetanse til børser og regulerte markeder, som nå er private aksjeselskaper og kommersielle aktører i markedene. Betenkelighetene ved dette er drøftet av sanksjonsutvalget i NOU 2003:15 Fra bot til bedring, særlig side 239 til 240. Børsenes rolle og ansvar for regelverkshåndheving mv. er forøvrig vesentlig endret siden forrige revisjon av børsloven. Dette gjelder også Kredittilsynets rolle og tilsynsoppgaver på disse områdene og overfor børsen mm. Departementet bør nå ta stilling til om denne sanksjonskompetansen bør revurderes, og herunder om den bør legges til offentlige organer som Kredittilsynet.

Uansett mener Norges Bank det må fastsettes klart at betaling av ilagte overtredelsesgebyrer ikke skal tilfalle børsen eller markedet, men statskassen. Det synes i dag klart uheldig at det sanksjonerende organ skal ha direkte økonomisk interesse i omfanget av gebyrileggelsene.

### **Kap 10: Enkelte andre endringer**

Utvalget påpeker at virkeområdet for verdipapirhandellovens regler om motregning kan vurderes, og foreslår en utvidelse i samsvar med endringene i definisjonen av finansielle instrumenter som er en følge av direktivets endringer. Norges Bank støtter denne utvidelsen som en minimumsløsning og vil understreke påpekningen av at hensynene bak dagens regler fullt ut er gjeldende også for disse derivattypene. Videre mener Norges Bank at en bør vurdere å utvide bestemmelsene om motregning til å omfatte verdipapirderivater. Det er neppe grunn til å anta at behovet for og fordelene med motregningsadgang stiller seg annerledes for verdipapirderivatene enn for andre derivater som foreslås omfattet av § 14-1 første ledd.

Utvalget ønsker å beholde regelen som innebærer at verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner bare kan gi kreditt etter tillatelse fra departementet og bare til kjøp av finansielle instrumenter som handles gjennom foretaket. Utvalget ønsker å fjerne grensa på kredittid som i dag er en måned, ettersom den gir en urimelig konkurransevidning mellom norske verdipapirforetak som ikke er banker på den ene sida og verdipapirforetak med hovedsete i andre EØS-land og norske verdipapirforetak som er kredittinstitusjoner på den andre. Norges Bank kan slutte seg til utvalgets vurdering av at grensa kan avskaffes ettersom de øvrige reguleringene det gjøres greie for skulle sikre at denne kredittgivningen skjer innen betryggende former.

Norges Bank viser til at bestemmelsene om egenhandel i lovutkastet kap 8 som i gjeldende lov kommer uttrykkelig til anvendelse på Norges Bank, jf gjeldende vphl § 2a-1. Norges Bank

konstaterer at de foreslåtte egenhandelsreglene får et videre omfang enn tidligere i og med at definisjonen av finansielle instrumenter og derivater er noe utvidet. Vi har ikke prinsipielle innvendinger mot dette, men det bør vurderes om ”sekkebestemmelsen” i lovutkastet § 2-2 nr 5, underpunkt 5 kan erstattes med mer presise definisjoner av derivater. Dette er viktig blant annet fordi de foreslåtte egenhandelsreglene er straffesanksjonert. Utvalget drøfter og foreslår opphevelse av den såkalte vikepliktsregelen i gjeldende § 2a-2 tredje ledd, jf utredningen side 183, jf. side 245. Norges Bank støtter dette forslaget og er enig i at det ikke er tilstrekkelig behov for videreføring av denne bestemmelsen.

## **Del II            Transparencydirektivet**

### **Kap 11:            Saklig og stedlig virkeområde**

Norges Bank merker seg at utvalget foreslår at rapporteringsforpliktelsene til utstedere av verdipapirer flyttes til et nytt kapittel 5 i verdipapirhandeloven. Rapportering blir stadig viktigere for prising og for å bedre investorers muligheter for å styre risiko. Det er derfor vel begrunnet å samle reglene og flytte det som i dag er i forskrift til lov.

### **Kap 12, 13 og 14:   Hjem-/vertstatsregulering, Periodisk rapportering og Flaggeplikt**

Utvalget foreslår på en del punkter å videreføre norsk regulering som avviker fra direktivets minimumsbestemmelser. I noen sammenhenger angis ikke annen begrunnelse enn at det er ”hensiktsmessig”. (Det gjelder bl.a. for flaggepliktbestemmelsene og rapporteringshyppigheten til noterte aksjeselskap.) Norges Bank vil peke på at det bør foretas en gjennomgang av hver av de enkelte reglene og vurdere nytte mot eventuelle merkostnader og ikke minst ta i betraktning om det vil utvikle seg en felles EØS-standard. Om en slik standard utvikles, skal det trolig en god del til før det kan forsvares å ha særskilte norske regler.

Som nevnt er krav som sikrer sammenliknbar informasjon viktig for prising og for investorers muligheter til styring av risiko. Norges Bank har merket seg de utvidete kravene til årsrapportene, og er positive til de økte formelle kravene som stilles.

### **Kap 15:            Utsteders offentliggjøring av «regulated information»**

Norges Bank er positiv til at lovreguleringen omkring notoriteten i informasjonssystemet skjerpes ved at bestemmelser samles i den nye verdipapirhandeloven. Norges Bank støtter også avskaffingen av børsens legale monopol som informasjonsformidler.

### **Kap 16 og 17:       Opplysningsplikt overfor verdipapirnehavere og Opplysninger om endringer i aksjekapital, rettigheter, lån og vedtekter**

En viktig utvikling for å bedre eierstyringen av selskaper er å sørge for at eierne faktisk utøver sine retter i selskapene. Den foreslåtte nye § 5-9 (og tilsvarende bestemmelser i samtlige EØS-lands verdipapirlovgivning), vil bedre muligheten for eierstyring. Norges Bank mener det reelle innholdet i direktivbestemmelsen må hilses velkommen, og det virker ryddig med samme type bestemmelser til aksjonærer og långivere, og at bestemmelsene er plassert i verdipapirhandeloven.

### **Kap 18:            Språk**

Norges Bank er enig med flertallet i at grunnregelen om utforming av informasjon må være at den utarbeides på norsk, men med åpning for bruk av andre skandinaviske språk eller engelsk. Norges Bank støtter derfor flertallets forslag til utformingen av § 5-13. Norges Bank vil imid-



lertid bemerke at når utsteder benytter mer enn ett språk, kan en vurdere krav om samtidig publisering av på alle aktuelle språk for å sikre best mulig informasjonsflyt fra utsteder til markedet.

## **Kap 20: Tredjeland**

Den omfattende reguleringen av informasjon som skal gis av utstedere, vil bli sikret for papirer med utstedere i EØS-området. Norges Bank er enig i at en i de framtidige bestemmelsene om unntak for tredjelandsutstedere må være restriktiv og sikre at markedets integritet blir fullt ut ivaretatt. Den tekniske løsningen med å gjøre dette i forskrifter har Norges Bank ikke merknader til.

Med hilsen

Kristin Gulbrandsen

Gunnvald Grønvik