

Norges Fondsmeglerforbund

The Norwegian Securities Dealers Association
Stiftet 5. oktober 1915

Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030Oslo

29. mai 2006

Deres ref: 06/1195 FM EGR

Ad: Høring – NOU 2006: 3 Om markeder for finansielle instrumenter (gjennomføring av MiFID og Transparency direktivet)

Det vises til Deres høringsbrev av 28. februar 2006 med høringsfrist 29. mai 2006.

1 Innledende bemerkninger

Norges Fondsmeglerforbund (NFMF) anser de fleste endringene som er foreslått i NOU 2006:3 knyttet til verdipapirhandelloven samt lov om regulerte markeder (børsloven) som akseptable. Vi oppfatter det slik at MiFID og Transparency direktivet som nå skal implementeres ikke gir særlig mange valgmuligheter for lovgiver. Vi har hovedsakelig merknader knyttet til de endringer som er foreslått i verdipapirhandelloven, men har også noen kommentarer til utvalgets forslag til ny lov om regulerte markeder.

Vi har liten tro på at reguleringen hadde blitt slik som den er foreslått av lovutvalget, dersom Norge hadde stått fritt med hensyn til innholdet av reguleringen og detaljnivået på reguleringen. Sett fra et norsk ståsted, er behovet for omfattende endringer i verdipapirhandelloven og børsloven ikke til stede. Vi kan for eksempel ikke se at det finnes særlig mange begrensninger i norsk lovgivning som hindrer at utenlandske aktører kan drive investeringstjenester i Norge under tilnærmet samme betingelser som i sitt hjemland. Vi vil også hevde at den norske lovgivningen (totalt sett) gir ikke-profesjonelle investorer god beskyttelse, og vi tviler på at det er mye å vinne for den ikke-profesjonelle investor på den måten MiFID byråkratiserer kundebehandlingen. MiFID regelverket

bærer preg av å være utarbeidet for å beskytte ikke-profesjonelle kunder i markeder som er bygget opp og fungerer annerledes enn det norske.

Vi vil også peke på at det relativt sett er en liten andel av husholdningene i Norge som er aktiv deltagende i handel på markedene for finansielle instrumenter i Norge. Under 20 pst av husholdningenes finansformue er plassert i finansielle instrumenter. Omsetningen av for eksempel børsnoterte aksjer domineres av utenlandske institusjonelle investorer. Over 70 prosent av verdien av aksjene på Oslo Børs ble eid av utlendinger og staten ved årsskiftet 2005/2006. Private investorers eierandel var på beskjedne 4,7 prosent.

MiFID reguleringen er etter vår oppfatning overdimensjonert i forhold til behovet i det norske markedet, og implementeringen og oppfølgingen vil bli en ressurskrevende prosess. De norske verdipapirforetakene er, og vil fortsatt være små, i forhold til de store internasjonale investeringsbanker og forvaltere som opererer i det norske markedet. Disse aktørene vil i langt større grad enn sine norske konkurrenter ha stordriftsfordeler ved oppbygging av nye interne rutiner, kundeavtaler, kundetester, informasjonsmateriale, datasystemer mv. I tillegg vil disse ha den fordel at de kan operere ut fra hjemland som ikke stiller tilleggskrav utover hva MiFID og andre direktiver krever – slik som er tilfelle i Norge.

Flere av de store verdipapirforetakene – i norsk sammenheng – som er etablert i Norge som ASA eller som filial, har en nordisk virksomhet. For disse foretakene er det spesielt viktig at implementeringen av direktivene blir likest mulig på det nordiske plan. Det er svært ressurskrevende for de ”nordiske” foretakene å måtte forholde seg til ulik nasjonal regulering med ulikt innhold. Dette vil som kjent skape ekstra utfordringer ved oppbygging av ulike rutiner, instruksverk, kundeavtaler og lignende. Det er således sterkt ønskelig at implementeringen av MiFID (og Transparency Direktivet) i Norge i størst mulig grad blir harmonisert med de øvrige nordiske landene. Det er også en fordel sett fra utenlandske investorer som handler i det nordiske markedet, at reguleringen av verdipapirhandelen i Norden blir mest mulig harmonisert.

Som vi kommer tilbake til i punkt 2, vil det fortsatt være bestemmelser i verdipapirhandelloven som setter restriksjoner på verdipapirforetak og ansatte som ikke gjenfinnes i MiFID eller i nasjonal rett utenom i Norge. På den annen side er det enkelte endringer i den foreslåtte lovgivningen som utligner noen av de konkurransemessige ulemper som eksisterer i Norge i dag.

Vi vil i den forbindelse vise til NOU 2006:3 punkt 1.1;

”MiFID er en del av EUs Financial Services Action Plan som blant annet sikter mot å fremskynde integreringen av de finansielle markedene og dermed medvirke til å sikre den europeiske økonomiens konkurransedyktighet. Hovedformålet med MiFID er å bidra til å utvikle og sikre de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet, samt oversiktighet og å fremme investorenes tillit til markedet. Direktivet tar sikte på transaksjoner skal være like effektive når alle parter og infrastruktur er hjemmehørende i ulike medlemsstater, som når de er

hjemmehørende i samme medlemsstat. Et sentralt virkemiddel for å oppnå dette er harmonisering av de nasjonale regleverk, blant annet i forhold til markedsstruktur, krav til organisering av virksomheter, og foretakenes atferd.

Det er som kjent et stort omfang av ”nivå 2 regler”, henholdsvis kommisjonsdirektivet ESC/8/2006 og kommisjonsforordningen ESC/9/2006, som skal implementeres i norsk rett. Det syntes som at myndighetene legger opp til at ”nivå 2 reglene” hovedsakelig skal implementeres gjennom forskrift. Etter vår oppfatning vil implementeringen av ”nivå 2 regler” være vel så viktig som implementeringen av lovgivningen som sådan. Det vises i den forbindelse til hva lovutvalget uttaler i oversendelsesbrevet til Finansdepartementet 21. februar 2006.

Vi vil allerede nå oppfordre Finansdepartementet til å utvise varsomhet med å benytte alle de hjemler som de foreslåtte lovbestemmelser gir til å utarbeide forskrifter. Utgangspunktet bør være at forskrifter ikke gis dersom MiFID ikke pålegger Norge en plikt til å gjøre det. Vi vil også oppfordre Finansdepartementet om å trekke inn markedets aktører ved utarbeidelse av utkast til forskrifter. En mulighet er at lovutvalget eller deler av lovutvalget fungerer som en referansegruppe som Finansdepartementet (Kredittilsynet) kan benytte seg av under arbeidet med utarbeidelse av forskrifter. Alternativt eller i tillegg bør det nedsettes arbeidsgrupper/referansegrupper på de viktigste områdene av ”nivå 2 reglene”.

Våre merknader knyttet til implementeringen av MIFID vil nærmere bli gjort rede for i punkt 2, mens våre merknader til implementeringen av Transparency direktivet blir redegjort for i punkt 3. Når vi i den videre fremstillingen viser til ”lovutkastet” vil dette referere seg til utkast til ny verdipapirhandellov såfremt annet ikke er spesifisert.

2 Nærmere om de enkelte lovforslagene knyttet til implementeringen av MiFID

2.3 Nærmere om investeringstjenester

2.3.2 Investeringsrådgivning

NFMF er positiv til forslaget om at ”*investeringsrådgivning*” etter MiFID blir å regne som en særskilt ”investeringstjeneste” og således konsesjonspliktig. Av hensyn til markedets integritet er det viktig at også de foretak som driver ”investeringsrådgivning” blir underlagt regulering og tilsyn i henhold til verdipapirhandelloven. Imidlertid bør det vurderes om enkelte av verdipapirhandellovens regler kan unntas verdipapirforetak som bare driver ”investeringsrådgivning” slik som lovutkastets § 1-3 åpner for. Slike foretak kan være svært små og driver dessuten en avgrenset virksomhet.

2.3.5 Spørsmålet om markedsføring skal videreføres som konsesjonsklasse

NFMF er positiv til utvalgets forslag om at ”markedsføring” av finansielle instrumenter ikke lenger skal anses som en selvstendig ”investeringstjeneste”. NFMF mener det er svært uheldig for tillitten til det norske finansmarkedet at dagens markedsføringskonsesjoner i følge Kredittilsynets erfaringer gir foretakene legitimitet som verdipapirforetak ovenfor sine kunder, og at enkelte slike foretak driver virksomhet ut over den konsesjonen de har. Videre er det ut fra rene harmoniseringshensyn ønskelig at den norske definisjonen av ”investeringstjenester” samsvarer med definisjonen i MiFID.

2.5.3 Pengemarkedsinstrumenter

Uvalget konkluderer med på side 38 at det ved regelkonflikt skal anvendes det regelverk som gir best beskyttelse for investorene. Dette er veldig generelt og ikke nødvendigvis i samsvar med direktivets intensjon. Den særlige investorbeskyttelse som følger av MiFID og lovforslaget er basert på en avveining av flere forhold, bl a investorenes profesjonalitet. Profesjonelle investorer gis en svakere beskyttelse generelt fordi de anses egnet til å ta vare på seg selv, og også fordi de ofte er like profesjonelle som verdipapirforetaket. Sertifikatmarkedet er et utpreget profesjonelt (institusjonelt) marked og dermed blir lovutvalgets prinsipp noe unyansert – og antagelig ikke i samsvar med et av grunntrekkene i reguleringen.

3.1 Vilkår for og omfang av tillatelse

NFMF er positiv til forslaget om at dagens bestemmelse om organisasjonskrav for verdipapirforetak endres i tråd med MiFID slik at også ”aksjeselskap” kan gis tillatelse som ”verdipapirforetak”, jf punkt 3.1.3.4. Det vises her til at en rekke nye aktører vil bli konsesjonspliktig etter MiFID reglene og at det således vil være behov for at også rene aksjeselskap skal kunne søke tillatelse som verdipapirforetak. Dette kan særlig bli aktuelt for foretak som ønsker å drive ”investeringsrådgivning”.

3.8 Organisering av virksomheten

Vår oppfatning er at flere norske særregler knyttet til organisering av virksomheten videreføres i lovutkastet, henholdsvis § 9-11 (1) nr. 8, 9 og 10. Selv om MiFID som nevnt er et minimumsdirektiv, bør det nøye vurderes hvorvidt det er nødvendig å beholde den norske særreguleringen på disse punkter. Dette er som kjent ikke i samsvar med de harmoniseringshensyn som følger av MiFID. Særlig kan det argumenteres for at lovutkastets § 9-11 (1) nr. 9 og nr. 10 er overflødig, da disse forpliktelsene uansett vil følge av lovutkastets § 9-1 (1) nr 1, som krever at verdipapirforetaket har *”tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrift”*. Når det gjelder lovutkastets § 9-11 (1) nr. 8 ser imidlertid NFMF behov for at denne bestemmelsen videreføres i den nye lovgivningen.

Videre mener vi at lovutkastets § 9-11 (1) nr. 10 inneholder en gal lovhenvi­sing og viser i den forbindelse til vårt punkt 4 nedenfor.

Vi mener det kan være behov for å samle de regler som omhandler **utkontrak­tering** av verdipapirforetakets virksomhet, henholdsvis utkastets § 9-11 (1) nr. 4 og § 9-11 (2). Det gir etter vår mening en bedre forståelse/oversikt av utkontraheringsreglene når disse står samlet. En slik løsning er forøvrig i samsvar med slik regelen er bygget opp i MiFID.

Utvalget skriver følgende på side 77 når det gjelder utkontrak­tering:

”Utover forskriften kan verdipapirforetak etter gjeldende rett kun foreta utkontrak­tering av ikke-kjernevirksomhet, for eksempel regnskapsføring, renhold og lignende støttefunksjoner.”

Når det gjelder reglene om utkontrak­tering anser NFMF det slik at gjeldende rett på dette punkt vil bli endret som følge av implementeringen av MiFID, noe som klart fremgår av lovutkastets § 9-11 (1) nr. 4 og § 9-11 (2). Vår oppfatning er at MiFID i større grad tillater at verdipapirforetakene kan overlate operasjonelle funksjoner til en tredjepart (utkontrak­tering) enn det som følger av utvalgets uttalelse av gjeldende norsk rett, jf lovutkastets § 9-11 (1) nr 4, jf § 9-11 (2). Dog skal utkontrak­teringen etter MiFID som kjent skje innenfor visse rammer. Det må således legges til grunn at såfremt man oppfyller de vilkårene som fremgår av lovutkastets § 9-11 (1) nr 4, jf § 9-11 (2), så kan verdipapirforetakene utkontraktere sine operasjonelle funksjoner.

Når det gjelder reglene om oppbevaring av **kundemidler** er verdipapirforetak etter lovutkastets § 9-11 (4) annet punktum avskåret fra å benytte ”kundemidler” for egen regning.

Lovutkastets § 9-11 (4) lyder som følger:

”Verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundemidler holdes atskilt fra foretakets midler. Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon, kan ikke benytte kundemidler for egen regning”.

NFMF finner grunn til å påpeke at begrepet ”kundemidler” ikke omfatter alle midler som kunder har stilt til et verdipapirforetakets disposisjon. Lov om finansiell sikkerhets­stillelse av 26. mars 2004 gir som kjent verdipapirforetak en rett til å inngå avtale om finansiell sikkerhet. Loven definerer ”finansiell sikkerhet” til å omfatte kontante innskudd og finansielle instrumenter. Et av hovedpoengene med lov om finansiell sikkerhets­stillelse er å gi verdipapirforetakene en særskilt mulighet til å benytte seg av midler som er stilt som sikkerhet for finansielle kontrakter (eksempelvis derivathandel). For sikkerhets­stillelse ved aksjelån og terminfinansiering av aksjekjøp, er tilgang til kundenes sikkerhets­penger en forutsetning for å unngå likviditetsproblemer. Slike midler er stilt til verdipapirforetakenes disposisjon som sikkerhet for kundenes forpliktelser overfor verdipapirforetaket, og kan ikke sammenlignes med betrodde ”kundemidler” som oppbevares, forvaltes eller administreres av foretaket etter annet

rettsgrunnlag. Bestemmelsen i lovutkast § 9-11 (4) setter ikke tilside verdipapirforetaks adgang til å inngå avtale om finansiell sikkerhetsstillelse etter lov av 26. mars 2004.

4.2 God forretningsskikk

Flere norske særregler er videreført i lovutkastet knyttet til reglene om ”god forretningsskikk”, henholdsvis § 10-13 (1) nr. 1 til 5. Selv om MiFID som nevnt er et minimumsdirektiv, bør det nøye vurderes også på dette området hvorvidt det er nødvendig å beholde denne særreguleringen i Norge. Det kan hevdes at særlig lovutkastets § 10-13 (1) nr. 1, 4 og 5 er overflødige, da forpliktelsene etter disse reglene etter implementeringen av MiFID fremgår av nye lovregler.

Etter vår oppfatning reguleres lovutkastets § 10-13 (1) nr. 1 av de nye og mer detaljerte reglene i lovutkastets § 10-15 om ”beste resultat ved utførelse av ordre”. Videre vil kravene om å innhente opplysninger om ”*kundens identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring*” i lovutkastets § 10-13 (1) nr. 4 også følge av reglene om verdipapirforetakets plikt til å foreta den såkalte ”Egnetshetstesten” i lovutkastets § 10-13 (4) samt ”Hensiktsmessighetstesten” i lovutkastets § 10-13 (5). Det må således vurderes hvorvidt lovutkastets § 10-13 (1) nr. 4 er overflødig og om dette i verste fall kan skape forvirring med hensyn til hvordan denne bestemmelsen skal tolkes i lys av de nye kravene som følger av lovutkastets § 10-13 (4) og § 10-13 (5).

Videre er vår oppfatning at lovutkastets § 10-13 (1) nr. 5 er overflødig, da denne forpliktelsen vil være omfattet av de nye kravene som følger av lovutkastets § 10-13 (3), hvor verdipapirforetakene pålegges en mer detaljerte informasjonskrav ovenfor sine kunder enn de som fremgår etter dagens vphl. Tilslutt bemerkes at lovutkastets § 10-13 (1) nr. 2 og 3 etter vår mening har liten selvstendig betydning, da dette må antas å følge direkte av hva som ligger i den rettslige standarden ”god forretningsskikk”.

4.3 Tjenesteyting via annet verdipapirforetak.

I henhold til lovutkastets § 10-19 (1) vil ”*verdipapirforetaket som mottar instruksjonene*” kunne forholde seg til den informasjonen som gis fra formidlerforetaket uten å måtte henvende seg direkte til kunden. Videre er formidlerforetaket etter vphl § 10-19 (2) ”*ansvarlig for at informasjonen er fullstendig og korrekt samt at eventuelle anbefalinger eller råd er egnet for kunden og forøvrig i tråd med verdipapirhandelloven § 10-13*”.

På side 82 i NOU 2003 uttaler utvalget imidlertid følgende;

”Utvalget presiserer at forslaget kun har betydning i forhold til verdipapirhandellovens virksomhetsregler. Forslaget har ingen innvirkning på hvilke plikter som eksempel påhviler de ulike verdipapirforetakene etter andre regleverk, eksempel reglene om hvitvasking”.

Utvalget presiserer her at den særlige ansvarsfordelingen som oppstilles i lovutkastets § 10-19 mellom formidlerforetaket og ”*verdipapirforetaket som mottar instruksjonene*”

ikke vil ha noen innvirkning på de plikter som påhviler et verdipapirforetak etter eksempelvis reglene om hvitvasking. Således vil ”ansvarsbegrensingen” i lovutkastets § 10-19 for det ”verdipapirforetak som mottar instruksjonene” ikke få betydning i relasjon til hvitvaskingsreglene. Vi antar at utvalget med dette ikke legger til grunn at ”verdipapirforetaket som mottar instruksjonene” vil være tvunget til å foreta en ”identitetskontroll” etter hvitvaskingsreglene. Hvitvaskingsloven gjelder som kjent for alle ”verdipapirforetak” i Norge. Vi mener således at hvis formidlerforetaket har utført en ”identitetskontroll” etter Hvitvaskingsloven på bakgrunn av informasjonen innhentet fra kunden så er det ikke nødvendig å pålegge ”verdipapirforetaket som mottar instruksjonen” en tilsvarende plikt til å foreta identitetskontroll etter Hvitvaskingsloven.

4.4 Beste resultat ved utførelse av ordre

Vphl § 10-15 (1) MiFID ”reasonable step” har blitt oversatt til ”nødvendige tiltak”, mens det svenske lovforslaget benytter ordlyden ”rimelig åtgarder”. NFMF mener at den norske ordlyden ”nødvendige” favner videre enn ordlyden i MiFID og mener man skal benytte seg av samme ordlyd som den svenske, det vil si ”rimelige tiltak”.

Bestemmelsen pålegger verdipapirforetak å utforme en politikk for ordreutførelse, som skal være godkjent av kunden. Vi legger til grunn at det ikke er ønskelig og nødvendig at ”ordreutførelsespolitikken” utformes detaljert og omfattende. I Norge benyttes i liten grad handelsteknikker hvor det særlig er grunn til å gi kunden detaljert informasjon. For eksempel er det – så vidt vites – ingen verdipapirforetak som driver såkalt systematisk internalisering. Denne handelsteknikken benyttes i stor grad av de store internasjonale investeringsbanker og går i korthet ut på at investeringsbanken opptrer som motpart i forhold til kundene og uten at kunden får vite den eksakte prisen før etter at handelen er sluttet. I Norge er mellommannsfunksjonen dominerende innen aksjehandel. Statistikk fra Oslo Børs viser at tre fjerdedeler av aksjehandelen matches i børsens elektroniske handelssystem. I valuta- og rentemarkedet er market-making fremtredende. Her får kundene opplyst prisene som foretaket stiller gjennom informasjonsdistributører og ved telefonopprigning, og kan dermed beslutte å inngå avtale på priser som er kjent på avtaletidspunktet.

4.6 Kvalifiserte motparter

I lovutkastets § 10-18 (2) er det listet opp en rekke foretak/institusjoner som skal anses som ”kvalifiserte motparter”. Videre er det i lovutkastets § 10-18 fjerde ledd gitt hjemmel for departementet til å utvide kretsen av ”kvalifiserte motparter”.

Når vi ser hen til det svenske lovkastet har de i Sverige valgt en helt annen implementeringsteknikk. Når det gjelder de foretak/institusjoner som *automatisk* skal anses som ”kvalifiserte motparter” er det i det svenske lovforslaget gjort en direkte henvisning til MiFID bilag II punktene del I punkt 1 og 3. Dette innebærer at det er en større gruppe av foretak/institusjoner som automatisk vil bli ansett som ”kvalifiserte motparter” etter det svenske lovkastet enn etter det norske lovkastet.

Når det gjelder de foretak/institusjoner som *etter anmodning* kan anses som ”kvalifiserte motparter” er det i det svenske forslaget igjen gjort en direkte henvisning til MiFID bilag II del 1 punkt 2 samt bilag II del 2. Således utvides den gruppen av foretak/institusjoner som etter anmodning kan anses som ”kvalifiserte motparter” etter det svenske lovutkastet. Det foreligger ingen tilsvarende bestemmelse i det norske lovutkastet.

Således er gruppen av de foretak/institusjoner som vil bli ansett som ”kvalifiserte motparter”, enten automatisk eller etter anmodning, i det norske utkastet snevrere enn hva som fremgår av det svenske lovutkastet. NFMF mener at gruppen av ”kvalifiserte motparter” bør utvides i det norske lovutkastet enten i lov eller i forskrift, slik at norsk rett på dette punkt samsvarer med svensk rett. Dette er forøvrig også i tråd med MiFID. NFMF mener det er uheldig at det eventuelt i norsk rett og svensk rett opereres med ulike definisjoner av ”kvalifiserte motparter” – et begrep som står sentralt i MiFID. Som kjent vil flere av reglene i den nye verdipapirhandelloven i utgangspunktet ikke komme til anvendelse ovenfor gruppen ”kvalifiserte motparter” og det er således viktig at reglene på dette punkt harmoniseres i Norden.

4.8 Oppgaveplikt og rapportering av handler

Som utvalget påpeker åpner MiFID for en rekke løsninger med hensyn til hvordan Kredittilsynet kan velge å innrette et system for transaksjonsrapportering. Det er svært viktig at man utformer *praktiske* regler og prosedyrer for rapportering av transaksjoner og ikke etablerer systemer med løpende dobbeltrapportering – der mottakerne til dels ikke vil ha mulighet til å håndtere informasjonen. Slik ordningen er i Norge i dag fungerer rapportering etter vår oppfatning tilfredsstillende. NFMF mener myndighetene bør vurdere å benytte eksisterende system/ infrastruktur i den grad en slik løsning er tilstrekkelig til å oppfylle de krav som MiFID stiller.

Vi erkjenner at det vil påløpe en del kostnader ved å tilpasse/utbygge eksisterende systemer og infrastruktur for å oppfylle de nye kravene som følger av MiFID artikkel 25 nr. 3, men vi mener likevel at dette vil være en enklere og mer kostnadsbesparende løsning sammenlignet med å utvikle et helt nytt transaksjonssystem som er foreslått i noen av de øvrige nordiske landene (Sverige og Finland). Videre er det vår oppfatning at den enkleste løsningen for verdipapirforetakene vil være at transaksjonsrapporteringen skjer via en og samme ”kanal”, istedenfor at rapporteringen skjer via ulike ”kanaler” avhengig av om transaksjonen blir gjort *på* eller *utenfor* det regulerte markedet. Forøvrig viser vi til de uttalelser som er fremmet i felles brev av 28. mars 2006 til Finansdepartementet fra de nordiske børsene og de nordiske fondsmeglerforbundene.

Hvis myndighetene velger en ordning hvor samtlige transaksjoner skal rapporteres via (børs/VPS) er det åpenbart at det må påløpe lavere kostnader på de transaksjoner som rapporteres via børsystemet etter pålegg fra myndighetene, dvs de transaksjoner som skjer *utenfor* regulert marked. Videre må det klargjøres hvem som kan utnytte denne kursinformasjonen kommersielt. Med andre ord hvem som har eiendomsretten til den kursinformasjonen som innrapporteres.

Videre mener NFMF, i likhet med utvalget, at det vil være unødvendig omfattende å utvide rapporteringsplikten til å gjelde finansielle instrumenter generelt; dvs uavhengig av om de er notert på et regulert marked.

På side 94 i NOU 2006:3 åpner utvalget for å videreføre hjemmelen for rapportering av ikke-noterte opsjoner mv. Det bør imidlertid grundig vurderes hvilke finansielle instrumenter det er behov for at skal rapporteres og publiseres til markedet. Det bør kritisk vurderes hvor stor informasjonsmengde som skal ut til markedet. Her bør det foretas en "kost-nytte vurdering". Man kan risikere å regulere seg til et "informasjonsoverskudd" uten at man vet om et slikt omfang faktisk er ønskelig og til nytte for markedet.

10.1 Adgangen for ansatte mv i visse foretak til å foreta egenhandel

MiFID pålegger verdipapirforetakene å ha interne retningslinjer for ansattes personlige transaksjoner. Så vidt vites er det ikke vanlig i andre land at ansattes personlige transaksjoner reguleres i lovgivningen. NFMF erkjenner at regulering av ansattes egenhandel kan være ønskelig for å styrke markedets integritet og kundenes tillitt til verdipapirforetakene. Vi er imidlertid usikre på om det er hensiktsmessig at reguleringen skjer på lovsnivå. Gjennom utvidelse av konsesjonsplikten til å gjelde nye typer foretak, og gjennom utvidelsen av definisjonen av finansielle instrumenter, vil egenhandelsreglene favne videre enn opprinnelig tenkt ved utformingen av lovutkastet kapittel 8. Likeledes er det gitt en god del nye bestemmelser i någjeldene vphl og det er foreslått nye bestemmelser som følge av MiFID, som kan tenkes å forandre behovet for den omfattende reguleringen som følger av lovutkastet kapittel 8. Etter vår oppfatning bør departementet vurdere om lovutkastet kapittel 8 bør "flyttes ned" på forskriftsnivå og videre om det bør nedsettes et utvalg for å vurdere mer hensiktsmessige regler hvor det kan tas større hensyn til den virksomhet som foretakene og de ansatte driver.

NFMF er positiv til utvalgets forslag om å fjerne bestemmelsen i dagens vphl § 2a-2 om at ansatte må vente til dagen etter med å gjennomføre sin ordre i de tilfeller arbeidsgiverforetaket har besluttet beslutning om handel i samme finansielle instrument eller når det foreligger kundeordre ("vikepliktbestemmelsen"). Som påpekt på side 183 finnes det andre regler i verdipapirhandelloven som ivaretar de samme hensynene som vikepliktbestemmelsen tar sikte på å ivareta. Etter vårt syn har man for eksempel vikeplikt for kundene etter reglene om interessekonflikter, men denne strekker seg ikke så langt ut i tid som dagens regel gjør. Bestemmelsen om at ansatte må vente til dagen etter med å gjennomføre sin ordre blir en unødvendig restriksjon sett hen til de øvrige bestemmelser i verdipapirhandelloven som vil styre ansattes egenhandel.

Videre er NFMF positiv til at det er foreslått en mulighet til å differensiere på bindingstid avhengig av instrumenttype og virksomhet i forslaget § 8-2 (3).

10.3 Lån av finansielle instrumenter

NFMF er positive til utvalgets forslag om å fjerne bestemmelsen om at standard låneavtaler for inn- og utlån av verdipapirer skal godkjennes av Kredittilsynet.

Videre har NFMF innspill med hensyn til formuleringen av utkastets § 10-6 som lyder som følger:

”Ved formidling av lån av finansielle instrumenter skal verdipapirforetaket påse at det stilles betryggende sikkerhet. Sikkerheten skal minst tilsvare instrumentenes markedsverdi til enhver tid, med tillegg av en marginsikkerhet etter nærmere regler fastsatt av departementet.”

NFMF foreslår at utkastets § 10-6 annet punktum bør fjernes, da bestemmelsen fremstår som unødvendig statisk. Vi mener det finnes alternative måter å stille ”betryggende sikkerhet” på enn de lite fleksible krav som oppstilles i annet punktum. Videre er regelen ikke i harmoni med reglene som omhandler verdipapirforetakets tillatelse til å yte kreditt i lovutkastets § 9-6, hvor det ikke oppstilles tilsvarende krav. Vår oppfatning er videre at regelen heller ikke harmoniserer med internasjonale standarder.

Dagens bestemmelse om at også kredittinstitusjoner må kreve minst 100 % sikkerhet for utlån av verdipapirer harmoniserer ikke med det faktum at kredittinstitusjoner på andre områder selv kan vurdere nødvendig sikkerhet. Det å ta kredittisiko er nettopp kredittinstitusjonenes formål. Kredittinstitusjonenes styring av og kontroll med kredittisiko fanges opp i annet regelverk og i kapitaldekningsreglene. Det er urimelig og konkurransevridende at norske kredittinstitusjoner skal være underlagt andre krav enn utenlandske kredittinstitusjoner og negativt for markedet. Dette har blitt mye viktigere enn før, da produktet har vokst betydelig i omfang de siste par årene. Departementet bør vurdere om kredittinstitusjoner bør unntas fra § 10-6, slik tilfelle er for kredittgiving, jf lovutkastets § 9-6.

10.5 Tilbakebetaling av kreditt innen en måned

NFMF er positiv til forslaget om å fjerne kredittperioden på maks 1 måned som finnes i dagens vphl § 8-2. Dagens bestemmelse fører til ulike konkurranseforhold mellom banker og selvstendige verdipapirforetak, og mellom norske og utenlandske verdipapirforetak.

Kredittkjøp gir mulighet til økt gevinst, men også mulighet for økt tap. Restriksjoner på kredittidens lengde, påvirker ikke denne situasjonen. Kredittene kan som kjent rulleres. Videre kan kunden gjennom bruk av derivatinstrumenter på tilsvarende måte som ved kredittgiving øke eksponeringen på sin portefølje uten at det finnes noen tidsbegrensning tilsvarende reglene for kredittgiving. Verdipapirforetaket vil etter de nye reglene bli pålagt en veiledningsplikt ovenfor kunden med hensyn til den risiko som er forbundet med investeringer i finansielle instrumenter, jf lovutkastets § 10-13 (3) nr. 2. Det vil således være verdipapirforetakenes plikt til å informere ikke-profesjonelle kunder

om økt risiko ved økt eksponering, og dette er også et argument for å oppheve restriksjonen på kredittlengden.

Særlig om ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet, jf lovutkastets § 10-3

I lovutkastets § 10-3 benytter man følgende begrep ”organisert omsetning”. Vi mener det er uklart hvilket innhold man legger i begrepet ”organisert omsetning”. Begrepet er ikke definert i verdipapirhandelloven eller annen lovgivning, og vi mener begrepet henger igjen fra tidligere lovgivning. Vi foreslår at begrepet ”organisert omsetning” endres til ”regulert marked” for å klargjøre innholdet i bestemmelsen. Begrepet ”regulert marked” er et begrep som er definert i utkast til lov om regulerte markeder (børsloven) § 1-3 (1) og som også til stadighet benyttes i utkast til ny verdipapirhandellov.

Tillatelse til å yte kreditt, jf lovutkastets § 9-6

NFMF mener det er grunn til å utvide anvendelsesområdet for når et verdipapirforetak har tillatelse til å yte kreditt. Verdipapirforetakets anledning til å yte kreditt bør også omfatte tegning i emisjoner. Vi kan vanskelig se en god begrunnelse for hvorfor disse tilfeller ikke skal inkluderes i lovutkastets § 9-6. Vi ser ingen grunn til at kredittgivning i førstehåndsmarkedet skal behandles annerledes enn kredittgivning i annenhåndsmarkedet.

Særlig om kundeavtaler

MiFID inneholder som kjent ikke nærmere regler om formkrav knyttet til utarbeidelse av kundeavtaler. Det er således overlatt til de nasjonale myndighetene å eventuelt utarbeide nærmere regler knyttet til kundeavtaler. I den forbindelse dukker det opp flere spørsmål som myndighetene bør ta stilling til. For det første må det vurderes hvorvidt det skal pålegges at kundeavtalen signeres av kunden eller om det er tilstrekkelig med konkludent adferd slik som er tilfelle for kunders aksept av de alminnelige forretningsvilkårene etter gjeldende rett.

Hvis man legger til grunn at det kreves signatur fra kunden på kundeavtalene må det videre vurderes hvorvidt man vil godta at kunden uttrykkelig merker av på websiden å ha akseptert informasjonen/vilkårene som ligger til grunn for avtaleforholdet. Som kjent foreligger det i dag en utstrakt bruk av internett blant folk flest, noe som også gjelder for de som handler med finansielle instrumenter. NFMF antar at det er ønskelig både fra investors side og fra verdipapirforetakets side at informasjonsflyten mellom kunden og verdipapirforetaket foregår ved bruk av internett i kombinasjon med e-mail, hvor det naturligvis åpnes for mulighet til å motta kundeavtale og annen relevant informasjon per post hvis dette er å foretrekke. Utsendelse av avtaler og annen informasjon som foretakene er pålagt å gi til kunden per post vil innebære en svært ressurskrevende og kostnadskrevende prosess for verdipapirforetakene og bør ikke pålegges i større grad enn i de tilfeller kunden uttrykkelig ønsker denne løsningen. Vår oppfatning er at en slik tilnærming er i tråd med det som fremgår av utkast til nivå 2 regler. På bakgrunn av

dette oppfordres myndighetene til å etablere fleksible løsninger med hensyn til hvilke formkrav som stilles til kundeavtaler.

3. Nærmere om de enkelte lovforslagene knyttet til implementeringen av Transparency direktivet

6.3 Organisasjonsform, eierforhold mv - krav til eiere (punkt 6.3.2.3)

I forslag til ny lov om regulerte markeder i § 3-3 er det foreslått at ingen kan eie aksjer for mer enn 10 % av aksjekapitalen eller stemmene i en børs. Dette forslaget går lenger enn Transparency direktivet, som ikke har en tilsvarende regel for eierbegrensninger. ESA har anført at bestemmelse i ny lov om regulerte markeder § 3-3 er i strid med EØS-avtalen. Etter vår oppfatning er det behov for å vurdere eierbegrensningsreglene på ny.

16.1 Opplysningsplikt overfor aksjeeiere

NFMF er positiv til at man foreslår å innføre en slags tillitsmannsrolle for aksjer i lovutkastets § 5-9 (4). Vi mener det bør vurderes hvorvidt rollen bør legges til aksjeselskapets kontofører utsteder (KU) i VPS for å unngå for mange ulike roller i markedet. Ved å gi KU et selvstendig ansvar ovenfor aksjonærene kan man også forbedre kvaliteten på informasjon om formalia rundt en aksje.

18.3 Språk

Lovutkastets § 5-13 lyder som følger:

"Norske utstedere skal gi opplysninger på norsk. Utenlandske utstedere kan benytte engelsk, dansk eller svensk. Kredittilsynet kan beslutte at utsteder i stedet for eller i tillegg til annet språk skal gi opplysninger på engelsk".

Vi støtter i utgangspunktet flertallets syn. Imidlertid forventer vi at Kredittilsynet på dette punkt ikke er tilbakeholdne, men benytter sin dispensasjonsadgang når det foreligger et sterkt ønske og behov fra utsteder og at det ikke foreligger særlige grunner som skulle tilsi at Kredittilsynet ikke burde gi dispensasjon. Oslo Børs er utvilsomt blitt en internasjonal børs. I tillegg til en rekke utenlandske investorer finnes det i dag også en rekke utenlandske selskaper på Oslo Børs. Kredittilsynet må således i sin vurdering se hen til det internasjonale kapitalmarkedet Norge (Oslo Børs) er en del av.

4. Avsluttende bemerkninger

Avslutningsvis vil vi gjøre departementet oppmerksom på vi på to steder i lovutkastet har oppdaget uriktige lovhenvvisninger.

Lovutkastets § 10-18 (1) lyder som følger:

”Verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i § 2-2 første ledd nr. 1 til 3...”

NFMF mener henvisningen i vphl § 10-18 (1) til § 2-2 første ledd nr. 1 til 3 inneholder en gal henvisning. Vi antar at vphl § 10-18 (1) tar sikte på å referere til ”investeringstjenester” som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1 til 3.

Lovutkastets § 9-11 (1) nr 10 lyder som følger:

”har interne instruksjoner for taushetsplikt etter § 9-11, herunder for utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten.

Også på dette punktet mener vi at det foreligger en gal lovhenvisning. Vi antar at vphl § 9-11 (1) nr 10 tar sikte på å referere til § 10-10 som er bestemmelsen som regulerer taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte etter det nye lovutkastet.

Med vennlig hilsen

NORGES FONDSMEGLERFORBUND

Per Broch-Mathisen
Adm. dir

Mette Christin Eriksen
Rådgiver