

Kredittilsynets høringsuttalelse til NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter - til MiFID

Innholdsfortegnelse

Kap. 1 Innledning	3
Innledning	3
Generelt om MiFID og om betydningen av MiFID i Norge	3
Kapittel 2 Virkeområde og sentrale definisjoner	4
Pkt. 2.2.1 Avgrensning av hva som regnes som investeringstjenester.	4
2.2.3.3 Selskapsform.....	5
2.3 Nærmere om investeringstjenester	5
Pkt. 2.3.2 Investeringsrådgivning	5
2.3.4. Garantistillelse for fulltegning og plassering av finansielle instrumenter	6
2.3.5. Oppheve markedsføringskonsesjonen	6
2.4 Tilknyttede tjenester	6
2.5 Nærmere om finansielle instrumenter	7
2.5.2 Omsettelige verdipapirer	7
2.5.4 Verdipapirfondsandeler	9
2.6 Krav til ledere av avdelingskontor og filial av kredittinstitusjoner m.m.....	10
2.8 Virksomhet som ikke omfattes av EØS-reglene.....	10
2.8.4 Leilighets tjenesteyting ved annen yrkesutøvelse – utk. § 9-2 annet ledd nr. 1	10
2.8.7 Forvaltning av konserninterne midler og ordninger for egne ansatte.....	11
2.8.11 – utk. § 9-2 annet ledd nr. 7	11
2.8.13 – utk. § 9-2 annet ledd nr. 9 og 10 (art. 2 nr. 1 pkt. (i) og (k)).....	11
2.8.14 – Visse foretaks handel i derivater og valutamarkedet – utk. § 9-2 annet ledd nr. 9, 10, 11 og 12	12
2.9. Unntak medlemsstatene kan velge å gjennomføre	12
Kapittel 3 Verdipapirforetak – tillatelse og organisatoriske krav.....	12
3.1. Vilkår og omfang for tillatelse.....	12
Omfang av tillatelse.....	12
3.2 Søknadsprosedyrer.....	12
3.3 Tilbakekall av tillatelse.....	13
Utk. § 9-4 og § 9-5.....	13
3.4 Godkjennelse av ledelsen – utk. § 9-9	14
3.5 Aksjonærer med betydelig eierandel – eierkontroll.....	14
3.8 Organisering av virksomheten – utk. § 9-11 annet ledd.....	15
Utkontraktering.....	15
Interessekonflikter	16
Kapittel 4 Verdipapirforetak – operasjonelle krav	16
Kapittel 5 Verdipapirforetak – rettigheter mv.	21
Kapittel 6 Regulerte markeder – regulering og organisering	21
6.0 Fjernmedlemskap, grensekryssende virksomhet og filial - regulerte markeder og MHF ..	21
6.2 Definisjon, virkeområde og tillatelse.....	22

6.2.3.2 Definisjon av regulert marked	22
Pkt. 6.2.3.3 Forskjellen mellom regulert marked og MHF	23
6.3. Organisasjonsform, eierforhold, mv.	24
REGULERT MARKED	24
Innstilling:	24
BØRS	25
6.4 Krav til rutiner med hensyn til organisering mv.	25
Kapittel 7 Regulerte markeder – operasjonelle krav	26
7.1 Opptak til handel	26
Regulerte markeder	26
7.3 Medlemskap og adgang til regulerte markeder	27
Pkt. 7.4 markedsovervåking	27
Kapittel 8 Multilaterale handelsfasiliteter (MHF)	27
Pkt. 8.2 og pkt. 8.3	27
Regler om tilgjengelig informasjon – utk. vphl. § 11-1 første ledd nr. 4	28
Regler om deltakelse på MHF (og børs) – utk. vphl. § 11-1 annet ledd	28
Markedsovervåking – utk. § 11-2	28
Offentliggjøring av opplysninger om ordre og handler	29
Kapittel 9 Tilsyn, sanksjoner og prosessuelle forhold	29
Pkt. 9.2 Utpeking av kompetent myndighet og delegering	29
Pkt. 9.3 Tilsynsmyndighetens kompetanse	29
Til pkt. 9.4 Taushetsplikt	30
Til pkt. 9.9 Samarbeid mellom kompetente myndigheter i forskjellige medlemsstater	31
Kapittel 10 Enkelte andre endringer	31
Pkt. 10.1 Adgangen for ansatte mv. i visse foretak til å foreta egenhandel	31
Ansattes egenhandel og derivater	31
Vikepliktregelen	32
Pkt. 10.2 Verdipapirforetakets egenhandel	32
Pkt. 10.3 Låneavtaler	32
Pkt. 10.5 Tilbakebetaling av kreditt	33
Kapittel 10.6 Oppgjørssentral – enkelte forhold	33
Kapittel 23 Økonomiske og administrative konsekvenser	33

Kredittilsynets høringsuttalelse til NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter - til MiFID

Kap. 1 Innledning

1.1 Innledning

Kredittilsynet viser til Finansdepartementets høringsbrev datert 28. februar 2006, med høringsfrist 29. mai. I henhold til høringsbrevet er Kredittilsynets høringsuttalelse gitt i to deler basert på tilknytningen til gjennomføringen av hhv. MiFID-direktivet og Transparencydirektivet.

Høringsuttalelsen er strukturert etter samme mal som utvalgets innstilling, og med samme punktnummerering. Overskrifter kan likevel avvike, dersom Kredittilsynets kommentarer er mer spisset enn overskriften i utvalgets innstilling.

Kredittilsynet har ingen kommentarer til de punkter av utredningen som ikke er omtalt i høringsuttalelsen. Kapittel 10.6 om oppgjørssentraler korresponderer ikke med et tilsvarende kapittel i utvalgets innstilling.

Kredittilsynet har merket seg at en nokså stor del av formuleringene av utkastet til lovtekster er rene oversettelser av den engelske direktivteksten. Etter Kredittilsynets syn bør lovtekstene i størst mulig grad formuleres i tråd med alminnelig norsk lovspråk. En slik gjennomgang vil etter Kredittilsynets mening også bedre sikre at formuleringene gir samme innhold som i den engelske direktivteksten. Det vises til at det ikke er gitt at samme uttrykk har samme meningsinnhold på begge språk. I noen grad har Kredittilsynet foreslått rent språklige endringer i høringsuttalelsen.

Med utgangspunkt i "the four level approach" er det neppe et krav at direktivtekstene er gjennomført ord for ord, så lenge ordlyden i de norske tekstene rommer de kravene som stilles i direktivet. Med den norske rettstradisjonen med ganske utstrakt vektlegging på forarbeider og formålsbetraktninger, bør gjennomføringen kunne ta et fastere utgangspunkt i norsk rettsspråk. Denne fremgangsmåten vil antakelig også bedre sikre at gjennomføringen er gjennomtenkt mht. hvilke krav som stilles i direktivet, og på hvilken måte dette best kan gjøres for å ivareta alle de hensyn loven forutsettes å ivareta. Det er uansett et behov for fleksibel ordlyd pga. level 2 og level 3-standarder som kan ha betydning for praktiseringen av loven.

Som utvalget peker på er MiFID et rammedirektiv som skal utfylles med til dels omfattende og detaljerte kommisjonsdirektiver og forordninger. I Kredittilsynets høringsuttalelse vil denne prosessen for korthets skyld bli benevnt "level 2-prosessen".

Finansdepartementet har i brev datert 19. april 2006 bedt Kredittilsynet om å utrede behovet for en hjemmel til å fastsette krav ved salg av sammensatte produkter. Kredittilsynet fikk 2. mai utsettelse med svarfristen fra 15. til 21. juni i år. Saken vil bli forelagt Kredittilsynets styre 19. juni, og oversendt departementet i egen ekspedisjon kort tid etter dette.

1.2 Generelt om MiFID og om betydningen av MiFID i Norge

MiFID er en del av den såkalte Financial Services Action Plan (FSAP) som ble vedtatt av EU i 2001. Formålet med FSAP er å etablere EØS-området som ett felles marked for finansielle instrumenter, med høy grad av tillit fra investorene. Målsettingen er at det ikke skal være noen

forskjell om alle deltakere/verdipapirforetak/markeds plasser i handelen er hjemmehørende i hver sin EØS-stat, eller om alle var hjemmehørende i samme EØS-stat. Helt sentralt i planen er en høyest mulig grad av harmonisering av regelverket for finansielle instrumenter, og å sikre en høy grad av investorvern samt konkurranse i markedet.

Gjennom EØS-avtalen er Norge forpliktet til å gjennomføre MiFID. Direktivet åpner for at Kommisjonen kan gi utfyllende direktiver der bestemmelser i MiFID (rammedirektivet) åpner for dette. Kommisjonen har oversendt forslag til slikt kommisjonsdirektiv og -forordning til EU-parlamentet. Lovutkastet bygger på at disse gjennomføres gjennom forskriftshjemler gitt i direktivet. For øvrig har Kredittilsynet ikke hatt kapasitet til å vurdere utvalgets forslag i sammenheng med foreslått kommisjonsdirektiv og -forordning.

Fullharmoniseringstanken innebærer et regelverk som vil bli til dels betydelig mer detaljert enn gjeldende regelverk.

En betydelig endring er at individuell investeringsrådgivning blir konsesjonspliktig. Ved at MiFID definerer varederivater som finansielle instrumenter vil mellommannsvirksomhet innenfor varederivater bli en konsesjonspliktig investeringstjeneste. Kredittilsynet antar at særlig antallet investeringsrådgivere kan bli stort.

MiFID åpner også for at verdipapirforetak kan benytte seg av "tilknyttede agenter" til å fremme sine investeringstjenester, og at disse også kan være fysiske personer. Verdipapirforetaket vil være ansvarlig for all virksomhet agenten foretar på verdipapirforetakets vegne.

Gjennomføringen av ett felles EØS-marked for finansielle instrumenter med høy grad av harmoniserte regler innebærer at de rettslige og faktiske terskler for verdipapirforetak til å yte investeringstjenester fra en EØS-stat og inn i Norge kan bli lavere. Dette kan øke innslaget av grensekryssende virksomhet og filialetablering i Norge. I tillegg åpnes det for at EØS-foretak kan benytte en "tilknyttet agent" i Norge. På sikt kan dette innebære at en større andel av investeringstjenestene som ytes i Norge ytes av verdipapirforetak hjemmehørende i en annen EØS-stat. Samtidig vil norske foretak ha tilsvarende muligheter i hele EØS, men Kredittilsynet antar at dette i praksis først og fremst vil ha betydning for norske foretak med særlig kompetanse innenfor begrensede områder.

Kapittel 2 Virkeområde og sentrale definisjoner

Pkt. 2.2.1 Avgrensning av hva som regnes som investeringstjenester.

Utvalget foreslår en videreføring av gjeldene bestemmelse om at investeringstjenester bare kan ytes av foretak som har tillatelse til dette fra departementet.

Kredittilsynet har i sin tilsynspraksis lagt til grunn at det å *tilby* (markedsføre) investeringstjenester uten konsesjon kan være ulovlig. Reelle hensyn taler for en slik forståelse, og særlig hensynet til investorbeskyttelse. Det fremstår som lite hensiktsmessig dersom Kredittilsynets adgang til å gi pålegg om stans av virksomhet først kan inntre når det er etablert et kundeforhold og kunden kan risikere å lide tap.

Problemstillingen kan for øvrig bli mer aktuell med tilbud av investeringstjenester over internett. Det kan være vanskelig å konstatere om det faktisk er blitt ytet investeringstjenester, særlig der tilbyderer er hjemmehørende i utlandet. Fra praksis nevner Kredittilsynet en sak der et foretak uten

konsesjon sendte ut brev til mulige kunder med tilbud om å forvalte deres midler. Kredittilsynet ga pålegg om stans av denne virksomheten.

Pålegg om stans av virksomhet kan være et inngripende tiltak som bør forankres i en klarest mulig hjemmel. For å reflektere den praksis Kredittilsynet følger, foreslår Kredittilsynet at departementet vurderer å klargjøre i loven at å tilby investeringstjenester uten at konsesjon er gitt kan anses som ulovlig virksomhet.

2.2.3.3 Selskapsform

Etter Kredittilsynets syn er det ikke uten betenkeligheter å tillate at verdipapirforetak kan organiseres som vanlig aksjeselskap, jf. utk. § 9-8 første ledd. I et aksjeselskap med aksjekapital under 3 millioner kroner kan styret bestå av bare en person (asl. § 6-1), som også kan være daglig leder, eneste aksjonær og eneste ansatte. I et allmennaksjeselskap skal det være tre styremedlemmer (asal. § 6-1), og daglig leder kan ikke være styreleder. Disse reglene vil ha betydning for verdipapirforetak som organiserer startkapitalen og den løpende kapitaldekningen slik at aksjekapitalen er under 3 millioner kroner. I regnskapsloven skilles det i §§ 1-5 og 1-6 mellom "store foretak" og "små foretak", der allmennaksjeselskaper alltid regnes som "store foretak". Kravene til styremedlemmer har betydning for bedre å sikre at flere personer deltar i den overordnede styringen med selskapet. Det vises her også til at styremedlemmer skal egnethetsvurderes, jf. utk. 9-9. Kravene til årsregnskap er vesentlig mer omfattende for store foretak, og dette kan ha betydning for Kredittilsynets muligheter for å avdekke forhold ut fra et dokumentbasert tilsyn.

Et aksjeselskap der samme person er enestyre, eneste ansatte og eneste aksjonær vil tilsynsmessig mer være å sammenligne med et enkeltmannsforetak som Kredittilsynet er enig med utvalget i at ikke bør tillates. Det følger riktignok av utk. § 9-9 annet ledd at den faktiske ledelsen av foretaket skal forestås av minst to personer. Det kan imidlertid dispenseres fra dette kravet, og Kredittilsynet antar at i den grad slike dispensasjoner vil bli gitt, vil dette nettopp være i slike små virksomheter.

Kredittilsynet ser likevel at det særlig for mindre selskaper kan være behov for å åpne for bruk av aksjeselskap, for eksempel for mindre rådgivningsselskaper og eventuelt for kraftderivatmeglere. Kredittilsynet foreslår i samsvar med utvalget at det åpnes for at verdipapirforetak kan etableres som aksjeselskaper eller som allmennaksjeselskaper. Kredittilsynet vil i tillegg foreslå at kravene til styre i allmennaksjeselskap gjøres gjeldende for slike aksjeselskap, og at slike aksjeselskaper alltid skal ansees som "store foretak" i forhold til regnskapsloven, jf. dennes §§ 1-5 og 1-6.

2.3 Nærmere om investeringstjenester

Pkt. 2.3.2 Investeringsrådgivning

Utvalget foreslår at investeringsrådgivning skal bli konsesjonspliktig. Med investeringsrådgivning menes personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med finansielle instrumenter.

I lys av level 2-systemet fremtrer utvalgets forslag til § 2-1 første ledd nr. 5, sammenholdt med tredje ledd og definisjonen i § 2-6 første ledd som hensiktsmessig. Kommisjonen har gitt utkast til nærmere definisjon i art. 52 i Draft Commission Directive 06. februar 2006, og denne synes ikke å omfatte råd om mer generell allokering av porteføljer ol.

Kredittilsynet forutsetter at "transaksjoner" under § 2-6 første ledd vil omfatte transaksjoner i videre forstand, slik som aksjelån og lignende.

Personlige investeringsråd kan være gitt i generell form, men likevel være så vidt spesifikke/smale at det for de formål MiFID/loven skal ivareta i realiteten er råd om investeringer i enkeltinstrumenter. For eksempel råd om å investere i "store riggaksjer notert på Oslo Børs" eller i slike aksjer "...på Norges Fondsmeglerforbunds liste". Kredittilsynet antar at en nærmere avgrensning eventuelt kan gjøres i forskrift.

Annet arbeid mht. investeringsrådgivning

Kredittilsynet viser til departementets brev datert 19. april der Kredittilsynet er bedt om å utarbeide et utkast til forskrift som inneholder krav til informasjon som skal gis ved salg av sammensatte produkter, slik at kundene på en god måte kan sammenligne produktene med andre sparealternativer. Kredittilsynet bes også vurdere hvilke institusjoner/produkter som bør omfattes av en eventuell regulering, og om det bør utarbeides nye forskriftshjemler.

Kredittilsynet vurderer om slik sammenligning forutsetter at de ulike spareproduktene undergis de samme regler mht. krav til rådgivning, informasjon og salgsprosess, og hvilke virksomheter som markedsfører, rådgir, formidler og selger de aktuelle produktene som bør underlegges en eventuell regulering. En side av dette kan også være interessekonflikter som ligger i honorarstrukturer, slik som returprovisjoner ol. I dette arbeidet har Kredittilsynet et særlig fokus på mulige krav til foretak og personer som yter investeringsrådgivning, og den virksomhet disse driver.

Kredittilsynets svar på departementets brev sendes separat.

Det vises for øvrig til høringsuttalelsens pkt. 2.6, der kravene til ledelse av filialer og avdelingskontorer av finansinstitusjoner og verdipapirforetak behandles.

2.3.4. Garantistillelse for fulltegning og plassering av finansielle instrumenter

Kredittilsynet er i det alt vesentlige enig med utvalgets vurderinger. Kredittilsynet har ikke vurdert om endringer i definisjonen av finansielle instrumenter kan tenkes å by på nye problemstillinger i forhold til den nye formuleringen av investeringstjenesten.

2.3.5. Oppheve markedsføringskonsesjonen

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag om at markedsføringskonsesjonen i vphl. § 1-2 første ledd nr. 5 oppheves. Det vises til Kredittilsynets brev til Finansdepartementet datert 2. januar 2001. Vesentlige deler av argumentasjonen i brevet er sitert på sidene 29-30 i utvalgets innstilling.

Grensedragningen for markedsføringskonsesjonen har i praksis vært vanskelig. Konsesjonen synes også å ha gitt grunnlag for mer eller mindre bevisste misforståelser om rekkevidden av konsesjonen. Kredittilsynet har måttet bruke uforholdsmessig mye ressurser på denne konsesjonen, uten at dette står i forhold til den tilsynsmessige og markedsmessige verdien av konsesjonen.

Som utvalget påpeker vil de nye reglene om tilknyttede agenter og reglene om investeringsanbefalinger i vphl. § 2-10 (utk. § 3-10) antas å sikre mange av de hensyn markedsføringstillatelsen skulle ivareta. Det vises også til vphl. § 2-9 om forbud mot urimelige forretningsmetoder (utk. § 3-9) som gjelder alle henvendelser til allmennheten og til enkeltpersoner.

2.4 Tilknyttede tjenester

Kredittilsynet er i det alt vesentlige enig i utvalgets vurderinger og forslag. Kredittilsynet vil likevel fremheve at grensedragningen mellom de konsesjonsfrie tilleggstjenestene og de konsesjonspliktige

investeringstjenestene må ta utgangspunkt i rekkevidden av investeringstjenestene slik disse er definert i utk. 2-1.

Generelle investeringsanbefalinger er også gjenstand for regulering i bla. vphl. § 2-9 og 2-10 (utk. § 3-9 og 3-10). Den konkrete bruken av slike generelle analyser og anbefalinger kan etter omstendighetene falle inn under investeringstjenesten ”investeringsrådgivning” i utk. § 2-1 første ledd nr. 5. For eksempel der utstederen av en analyse etter utgivelsen tar direkte kontakt med en mottaker av analysen og der denne henvendelsen er eller kan være egnet til å bevege mottakeren til å handle i slik retning som analysen kan oppfattes å konkludere og/eller argumentere for. Kredittilsynet legger til grunn at den nærmere avgrensningen vil utvikles gjennom praktiseringen av bestemmelsen.

2.5 Nærmere om finansielle instrumenter

2.5.2 Omsettelige verdipapirer

Generelt

Utkastet § 2-2 annet ledd definerer begrepet ”omsettelige verdipapirer” som

”..de klasser av verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, slik som”

- 1. aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, samt depotbevis for slike,*
- 2. obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter, samt depotbevis for slike,*
- 3. alle andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapirer eller som gir rett til kontant oppgjør beregnet med referanse til omsettelige verdipapirer, valuta, rente, varer eller andre indekser eller mål.”*

Kredittilsynet er enig med utvalget (s. 33 1. spalte) når det:

”.. legger til grunn at omsettelighet på kapitalmarkedet er et inngangsvilkår for at et finansielt instrument skal ansees som et omsettelig verdipapir.”

Etter utvalgets syn innebærer dette som utgangspunkt at et verdipapir anses som omsettelig, såfremt det ikke følger av lov eller annen regulering at omsetning er utelukket.

Kredittilsynet stiller spørsmålstegn ved om ikke kravet til ”utelukket” er et for snevert kriterium i forhold til kriteriet ”omsettelig”. Et utgangspunkt som utvalget foreslår gir også liten veiledning i grensedragningen mellom utk. § 2-2 første ledd nr. 1, jf. annet ledd nr. 3 og instrumentene i første ledd nr. 5, jf. femte ledd. Et slikt utgangspunkt kan også medføre at svært mange instrumenter vil omfattes av annet ledd nr. 3, og at grensedragningen mellom utk. § 2-2 annet ledd nr. 3 og femte ledd ellers kan bli meget krevende (utvalget gir ingen føringer om hvordan denne grensen skal trekkes). Grensedragningen har betydning blant annet ved at reglene om prospektplikt får anvendelse for omsettelige verdipapirer (jf. utredningen side 32), og for reglene om opptak til notering på regulert marked, utk. børslov § 2-21 annet ledd.

Etter Kredittilsynets vurdering er det naturlig å forstå kriteriene ”kan omsettes” og ”på kapitalmarkedet” slik at et verdipapir ansees som omsettelig dersom det etter sin art i henhold til lov og annen offentligrettslig regulering er omsettelig på kapitalmarkedene, i den forstand at de er utformet og egnet for slik omsetning på kapitalmarkedene – slik tilfellet er for bla. aksjer.

Dette betyr at derivater som etter sin art ikke kan omsettes ikke kan være omfattet av begrepet omsettelig verdipapir. Derimot vil derivater som kan omsettes i annenhåndsmarkedet kunne være et omsettelig verdipapir.

Spørsmålet er om det ligger noen videre begrensninger i kriteriet ”på kapitalmarkedet”.

I Sverige synes det i SOU 2006:50 side 189 flg. å bli lagt til grunn om omsettelige verdipapirer et krav til at instrumentet typisk er egnet for omsetning gjennom *det organiserte verdipapirmarkedet*.

I Sverige tas det i SOU 2006:50 s. 189 utgangspunkt i en analyse av direktivets kriterier ”överlatbara”, ”värdepapper”, ”handel” og ”kapitalmärknaden”.

”Överlatbara” forutsetter at verdipapiret kan omsettes. Derivater som bare kan tres ut av ved å stenge posisjonen ved kjøp av motsatt posisjon kan ikke være omsettelig verdipapir.

”Värdepapper” forutsetter at instrumentet er negociabelt i den forstand at godtroende erverver får rettsvern for sitt erverv. Dette ”vilkåret” under ”värdepapper” synes imidlertid å bygge på tradisjonell svensk teori, og det uklart om det foreslås å innebygge et slikt krav.

Med ”handel” forstås at instrumentet er *egnet for omsetning*. Dette er i utgangspunktet ikke tilfelle dersom det foreligger krav om samtykke eller tillatelse, eller instrumentet er gjenstand for forkjøpsrett. Svenske ”kommanditbolagsandelar” nevnes som eksempel på instrumenter som ikke er egnet for omsetning. Aksjer i ”privata bolag” har ikke noe organisert annenhåndsmarked, men dette i seg selv er antakelig ikke nok til å berøve dem karakteren av ”egnet for omsetning”. (*Her vil for øvrig også MHF innebære at alminnelige aksjer kan handles mer organisert, og uansett så er aksjer særlig nevnt i direktivteksten.*)

Med ”kapitalmärknaden” forstås ”det svenska begreppet ”värdepappersmarknaden”, som i utgangspunktet er instrumenter som omsettes *på organiserte markedsplasser eller gjennom foretak regulert gjennom regelverket for verdipapirer*. Det skal være instrumenter som i prinsippet hvem som helst kan bruke som en kapitalplassering, og slik at instrumentets utforming og handelen i dette er slik at innehaveren i alle fall i teorien kan omsette rettighetene til dette i rede penger.

I den grad definisjoner kan overlappe hverandre synes den svenske utredningen å anta at dette vil være i forhold til pengemarkedsinstrumenter og fondsandeler. Derimot ikke i forhold til derivatene i utk. § 2-2 første ledd nr. 5. Det er mulig det også stilles et krav om at det for å være et *verdipapir* må foreligge rettslige godtro- og ekstinksjonsregler, men dette er litt uklart.

På bakgrunn av den nye og mer åpne definisjonen av ”omsettelige verdipapirer” bør det vurderes om ikke et relevant avgrensningskriterium for de ikke klart definerte omsettelige verdipapirer kan være et utgangspunkt om at instrumentet som art er egnet for annenhåndsomsetning gjennom det organiserte verdipapirmarkedet, i tillegg til de øvrige avgrensningskriteriene. For øvrig vil relevante momenter i denne vurderingen være om hensynene bak reguleringen tilsier at instrumentet omfattes av lovens reguleringer, og om det faller inn under en annen kategori av finansielle instrumenter iht. loven.

Andeler i ansvarlige selskaper (ANS) og i kommandittselskaper (KS)

Utvalget legger til grunn at det er uklart hvorvidt andeler i ANS og i KS er omsettelige verdipapirer etter MiFID (utredningen side 33). Utvalget foreslår at slike andeler skal ansees som finansielle instrumenter og at formidling av slike andeler dermed skal være konsesjonspliktig.

Det tilbys i dag i relativt stor grad KS-andeler også i massemarkedet. Kredittilsynet er derfor enig med utvalget i at det uavhengig av MiFID kan være et behov for å regulere salg og mellommannsvirksomhet i slike andeler.

Kredittilsynet er imidlertid ikke overbevist om at dette bør gjøres ved at andeler i ANS og KS generelt defineres som finansielle instrumenter. Det vises til at reguleringen i MiFID i det

vesentlige er knyttet opp mot begrepet ”finansielle instrumenter” som et koblingsbegrep, og at bestemmelsene ikke er utformet med tanke på mer uoversiktlige selskapsandeler med mer eller mindre ubegrenset ansvar.

Ansvar for deltakere i et ANS er i prinsippet ubegrenset. I forhold til omsettelighet er hovedregelen for ANS at selskapsandeler ikke er omsettelige uten samtykke fra alle øvrige selskapsdeltakere (selskapsloven § 2-28). For kommandittandeler følger imidlertid av selskapsloven § 3-9 at det er komplementaren som forestår forvaltningen av selskapet. Denne er altså gitt en særlig sterk innflytelse på kommandittselskapet, i motsetning til for eksempel aksjer der utgangspunktet er at hver aksje har samme stemme og innflytelse i selskapet.

Kredittilsynet vil også peke på at utvalget ikke synes å ha vurdert de ulike rettsvirkninger av å inkludere andeler i ANS og KS som finansielle instrumenter. Begrepet ”finansielle instrumenter” antas også å utløse rettsvirkninger i annet regelverk.

Uten en grundigere utredning av rettsvirkningene av en slik utvidelse, finner Kredittilsynet derfor ikke å kunne støtte en slik ikke direktivpålagt utvidelse av begrepet ”finansielle instrumenter”.

Kredittilsynet legger til grunn at krav til verdipapirforetaks organisering, håndtering av interessekonflikter og forholdet til kunder med mer vil gjelde for all virksomhet foretaket driver, også tilknyttet virksomhet iht. utk. § 10-2. Dette er i samsvar med det Kredittilsynet har lagt til grunn i sin praksis under den gjeldende vphl. Dette innebærer blant annet at reglene i utk. § 9-11 og i §§ 10-12 og 10-13 også gjelder for verdipapirforetakenes rådgivning og annen ytelse av investeringstjenester i tilknytning til andeler i KS og i ANS, selv om disse ikke defineres som finansielle instrumenter. I den grad verdipapirforetaket ikke har kompetanse eller på annen måte ikke forstår eller kan forklare verdi, innhold og risiko i andelene, må krav til bla. god forretningsskikk tilsi at verdipapirforetaket ikke kan gi råd eller utføre ordre mht. investeringer i slike andeler.

Slik Kredittilsynet forstår MiFID vil direktivets bestemmelser om grensekryssende virksomhet og filial ikke omfatte slik tilknyttet virksomhet.

Foretak som ikke er verdipapirforetak og som yter investeringstjenester innenfor KS og ANS vil falle utenfor reguleringen dersom disse ikke defineres i loven som finansielle instrumenter. Som nevnt over kan det være et behov for å kunne regulere salg og mellommannsrollen i forhold til andeler i særlig KS-andeler, men også i ANS. En slik regulering forutsetter en grundigere utredning av hvordan et slikt regelverk best bør utformes. Kredittilsynet foreslår at dette gjøres i form av et eget lovinitiativ.

Etter anmodning fra Finansdepartementet arbeider administrasjonen med en bredere vurdering av salg og rådgivning av spareprodukter, der andeler i ANS og KS blir kommentert. Saken vil bli forelagt styret på møtet i juni.

2.5.4 Verdipapirfondsandeler

Kredittilsynet er enig med utvalget i at begrepet verdipapirfondsandeler som ansees som finansielle instrumenter ikke nødvendigvis må være regulert av verdipapirfondloven. Utenlandske ordninger og rettslige konstruksjoner kan være vanskelige å vurdere. Kredittilsynet er derfor også enig med utvalget i at utgangspunktet bør være at konstruksjoner med kollektive investeringer i finansielle instrumenter og bankinnskudd skal defineres som verdipapirfond, med mindre de omfattes av øvrige definisjoner under begrepet finansielle instrumenter. En slik presumpsjon vil antakelig i tiltrekkelig grad sikre det nødvendige nivå av investorbeskyttelse der slike ”andeler” tilbys for eksempel over internett eller på annen måte direkte til ikke-profesjonelle investorer.

2.6 Krav til ledere av avdelingskontor og filial av kredittinstitusjoner m.m.

Filialer av banker og andre finansinstitusjoner står for en betydelig andel av ytelsen av investeringstjenester til massemarkedet. Dette er antakelig særlig fremtredende i forhold til fond og såkalte strukturerte produkter. Når investeringsrådgivning blir en egen investeringstjeneste, vil filialenes rolle innen konsesjonspliktig ytelse av investeringstjenester øke.

I motsetning til det som gjelder for avdelingskontorer av verdipapirforetak, er det ikke et krav at filialer av finansinstitusjoner har til stede nødvendig kompetanse om produkter og mellommannsrollen.

Kredittilsynet vil her også peke på sammenhengen med bruk av tilknyttede agenter, der det i pkt. 4.7 foreslås å stille samme krav til ledelsen av disse som til ledelsen av avdelingskontorer.

Det gir etter Kredittilsynets vurdering dårlig sammenheng at det ikke stilles de samme krav til kompetanse og erfaring for den som leder ytelsen av investeringstjenester i bankfilial. Kredittilsynet kan ikke se at behovet for investorbeskyttelse som kravet om nødvendig kompetanse representerer er mindre i bankfilialer enn i avdelingskontorer av verdipapirforetak. Dette har for øvrig også en konkurransevridende effekt.

Kredittilsynet foreslår at kravet til å ha en leder som oppfyller kravene i utk. § 9-17 første ledd, jf. § 9-9 også gjøres gjeldende for finansinstitusjoner. Det er Kredittilsynets oppfatning at bankdirektivene ikke vil være til hinder for dette. Dette er også i samsvar med det tosporede system i Norge der banker som skal yte investeringstjenester må søke verdipapirkonsesjon for dette, og at reglene i vphl. generelt også gjelder for finansinstitusjoner med mindre disse er særlig unntatt.

Kredittilsynet vil for øvrig nevne at henvisningen i utk. § 9-17 første ledd til § 9-9 *annet ledd* må være feilskrift for § 9-9 *første ledd*. Antakelig bør det presiseres at også tredje og fjerde ledd får anvendelse.

I tilknytning til departementets brev datert 19. april i år (jf. pkt. 2.3 overskrift "Annet arbeid...") kan det være aktuelt å vurdere om det kan, og bør, stilles krav til kompetanse for alle ansatte i verdipapirforetak, finansinstitusjoner og eventuelt andre som driver med investeringsrådgivning.

2.8 Virksomhet som ikke omfattes av EØS-reglene

2.8.4 Leilighets tjenesteyting ved annen yrkesutøvelse – utk. § 9-2 annet ledd nr. 1

Unntaket er med visse presiseringer i ordlyden en videreføring av gjeldende § 7-1 tredje ledd nr. 1. Kredittilsynet har erfart at rekkevidden av dette unntaket har vært uklart i forhold til bankenes ytelse av visse tjenester innenfor valutaderivater. Kredittilsynet siterer fra en tidligere sak:

"Enkelte banker uten fondsavdeling yter leilighetsvis investeringstjenester knyttet til valuta, som et ledd i sin finansieringsvirksomhet. Dette gjelder banker som bidrar med finansiering av kontrakter ved eksport/ import - og som et ledd i finansieringen går inn som motpart i en valutaterminkontrakt, for senere å dekke seg inn mot en bank med valutahandel. Det kan reises spørsmål om leilighetsvis ytelse av slike tjenester vil omfattes av unntaket.

Finansieringsvirksomhet er ikke konsesjonspliktig etter verdipapirhandelloven; og må således betraktes som annen yrkesvirksomhet. Virksomheten omfattes dessuten av lover, forskrifter og yrkesetiske regler som ikke utelukker at slike tjenester kan ytes. Dersom

kontrakten har et underliggende kommersielt formål og finansieringsformålet er det sentrale element i forholdet til kunden, stiller forholdet seg ikke vesentlig forskjellig fra annen leilighetsvis medvirkning ved investeringstjenester. Det må derfor antas at unntaksbestemmelsen kommer til anvendelse. Det må imidlertid legges til grunn at unntakets anvendelsesområde er relativt snevert. Kravet om at medvirkningen skal skje leilighetsvis setter således klare begrensninger. Dersom virksomheten har et mer systematisk preg, f.eks. ved at tjenesten markedsføres, kommer unntaket ikke til anvendelse. Det må dessuten legges til grunn at virksomheten må ha et ytterst beskjedent omfang.

Idet bankene ikke er forpliktet til å søke egen konsesjon etter ISD, representerer det intet brudd på våre EØS-forpliktelser å la bankene yte leilighetsvise investeringstjenester på dette grunnlag. En slik praksis vil dessuten sikre en viss smidighet i forhold til behovet for å belegge tradisjonell bankvirksomhet med konsesjonsplikt etter verdipapirhandelloven.”

Kredittilsynet antar at dette i det alt vesentlige gir uttrykk for en riktig forståelse av regelen i utk. § 9-2 annet ledd nr. 1.

2.8.7 Forvaltning av konserninterne midler og ordninger for egne ansatte

I forhold til utk. § 9-2 annet ledd nr. 4 reiser Kredittilsynet spørsmålet om et konsernselskap kan forvalte pensjonskassene til alle selskapene i konsernet. Det vises til at pensjonskasser som sådan er underlagt tilsyn av Kredittilsynet, og at etablering av et eget verdipapirforetak for konsernets egne pensjonskasser umiddelbart kan synes unødig arbeids- og kostnadskrevende. Kredittilsynet antar at markedet har et behov for en avklaring om dette.

2.8.11 – utk. § 9-2 annet ledd nr. 7

Utvalget foreslår et unntak fra konsesjonsplikt for den som

”bare driver investeringsrådgivning under utøvelse av annen yrkesvirksomhet, forutsatt at det ikke ytes vederlag for investeringsrådgivningen,”

Kredittilsynet antar at vesentlige momenter i vurderingen av rekkevidden av unntaket bla. kan være om rådgivningen i det store og hele er en liten del av den samlede tjenesten/varen som ytes til kunden i den enkelte handel/transaksjon/henvendelse med denne konkrete kunden. Utgangspunktet er derfor at det ikke er det samlede kundeforholdet over tid som er bakgrunn for vurderingen. Videre vil et moment være at rådgivningstjenesten ikke aktivt markedsføres, og at det er klart at prisen for rådene slik disse bakes inn i det kunden samlet betaler for denne konkrete henvendelsen/leveransen bare utgjør en beskjeden del av det samlede vederlaget som erlegges. Slik Kredittilsynet forstår bakgrunnen for unntaket, vil dette ikke omfatte de tilfelle der en kunde med et langvarig kundeforhold til ”rådgiveren” søker investeringsråd og dette bare har løsere tilknytning til den primære yrkesvirksomheten som ”rådgiveren” har med kunden. Rådgivningen kan altså ikke fremstå som en selvstendig del av virksomheten, jf. også forutsetningen om at det ikke betales særskilt for rådgivningen.

Kredittilsynet er enig i at unntaket kan tenkes å omfatte regnskapsførere som anbefaler salg av aksjer før årsskiftet, men antar at dette uansett også ville være dekket av unntaket i utk. § 9-2 annet ledd nr. 1.

Kredittilsynet viser for øvrig til virksomhet som tilknyttet agent vil falle utenfor unntaket.

2.8.13 – utk. § 9-2 annet ledd nr. 9 og 10 (art. 2 nr. 1 pkt. (i) og (k))

Kredittilsynet har ingen kommentarer, men bemerker at utk. § 9-2 annet ledd nr. 9 og 10 bruker begrepene hhv. ”banktjenester” og ”finansieringsvirksomhet”, der MiFID art. 2 nr. 1 pkt. i) og k) refererer til bankdirektivet.

2.8.14 – Visse foretaks handel i derivater og valutamarkedet – utk. § 9-2 annet ledd nr. 9, 10, 11 og 12

Disse unntakene fremtrer som noe fremmedartede. For å klargjøre disse unntakene foreslår Kredittilsynet at det i det videre lovarbeidet legges vekt på å eksemplifisere unntakene, for slik å klargjøre innholdet i disse i forhold til det norske markedet.

2.9. Unntak medlemsstatene kan velge å gjennomføre

Kredittilsynet er enig i utvalgets vurderinger og konklusjon om at formidlingsunntaket ikke videreføres. Dette må også sees i sammenheng med de foreslåtte reglene for ”tilknyttede agenter”. Det vises til Kredittilsynets kommentarer under pkt. 4.7, der det også trekkes inn problemstillinger i tilknytning til det gjeldende formidlingsunntaket som foreslås opphevet.

Kapittel 3 Verdipapirforetak – tillatelse og organisatoriske krav

3.1. Vilkår og omfang for tillatelse

Omfang av tillatelse

Etter gjeldende rett gis det konsesjon til å yte en eller flere bestemte investeringstjenester, jf. vphl. § 7-1 første ledd, jf. § 1-2 første ledd. Konsesjon til en investeringstjeneste slik disse er definert i vphl. § 1-2 første ledd gis for hele tjenesten. Kredittilsynet har fast og sikker praksis på at det ikke gis konsesjoner til begrensede deler av den enkelte konsesjon, og at slike konsesjoner heller ikke begrenses mht. hvilke finansielle instrumenter den konkrete investeringstjenesten kan omfatte. En konsekvens av dette er bla. at egnethetsvurderingen av ledelsen i verdipapirforetaket i utgangspunktet tar høyde for den fulle virksomhet en gitt konsesjon gir søkeren adgang til å drive. Dette reflekteres også i at en utvidelse av virksomheten, innenfor den samme konsesjonen, ikke forutsetter ny søknad eller tillatelse fra Kredittilsynet. Kredittilsynet finner det naturlig at denne praksisen videreføres under den nye loven.

Det vises for øvrig også til at meldinger fra andre EØS-foretak om etablering av filial i Norge, eller om grensekryssende virksomhet fra annen EØS-stat inn i Norge, følger samme systemet. De enkelte konsesjoner og finansielle instrumenter er definert i vedlegg I til det gjeldende Investeringstjenestedirektivet (ISD-direktivet). I meldingene til vertslandet angis hvilke investeringstjenester foretaket har konsesjon til å yte i hjemstaten som skal ytes i Norge, uten noen nærmere presisering av hvilke konkrete tjenester under den enkelte konsesjon som skal ytes.

3.2 Søknadsprosedyrer

MiFID art. 7 nr. 1 forutsetter at konsesjon bare gis der tilsynet er

”fully satisfied”

om at vilkårene for tillatelse foreligger. Kredittilsynet legger til grunn at dette i realiteten uttrykker et kvalifisert krav til at det er søker som fullt ut må dokumentere overfor tilsynsmyndigheten at

lovens vilkår er oppfylt. Dette synes også å være utvalgets vurdering, jf. innledningen til pkt. 3.2.1 der art. 7 i denne relasjon forstås som at tilsynsmyndigheten skal være

”..overbevist om at søkeren oppfyller alle krav....”

Kredittilsynet vil understreke at det er foretakene selv som har *ansvaret* for at alle krav til konsesjon er oppfylt. En konsesjon betyr ikke at Kredittilsynet har funnet at foretaket oppfyller alle krav, men at foretaket ut fra opplysningene i søknaden *synes å oppfylle disse kravene*. Det er foretaket som har de nødvendige forutsetninger for å vurdere egen virksomhet, og Kredittilsynet baserer sine vurderinger på de opplysninger foretakene selv gir. Det legges til grunn at denne praksis videreføres med den nye loven.

Kredittilsynet er enig i at loven i utk. § 9-1 annet ledd presiser at et vilkår for konsesjon er at

”det kan gjennomføres et effektivt og betryggende tilsyn med verdipapirforetaket.”,

og vil understreke at også dette vilkåret vil søker måtte godtgjøre at han oppfyller.

Det vises også til sammenhengen med punkt 3.3.

3.3 Tilbakekall av tillatelse

Utk. § 9-4 og § 9-5

Utvalget foreslår en videreføring av adgangen til å tilbakekalle tillatelsen der

”verdipapirforetaket ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital”.

Etter Kredittilsynets vurdering må art. 8 pkt. c) forstås slik at tillatelsen kan tilbakekalles dersom foretaket ikke lenger fyller de krav som regelverket stiller for å få konsesjon. En slik forståelse er også i samsvar med den, i denne sammenhengen klarere, formuleringen i art. 36 nr. 5 pkt c) (som gjelder for regulerte markeder). Kredittilsynet antar meningen er å anvende de samme hovedprinsipper under begge regelsettene. Det er imidlertid en kjensgjerning at direktivet beror på en rekke kompromisser mellom mange medlemsstater, der den indre sammenheng i begrepsbruk og formuleringer ikke nødvendigvis har vært like høyt prioritert.

Med formuleringen i utk. § 9-4 første ledd nr. 3

”..ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen, ...”

er det språklig sett mest nærliggende å tolke dette slik at tilbakekallsadgangen er begrenset til foretak som ikke oppfyller vilkår som *særlig ble stilt* for den konkrete konsesjonen, i motsetning til de vilkår regelverket setter for å få konsesjon. Selv om utk. er en videreføring av gjeldende § 12-4 første ledd nr. 3 vil Kredittilsynet likevel foreslå at formuleringen endres til mer likelydende med utk. børslov § 2-3 første ledd pkt. c):

”..ikke lenger oppfyller de vilkår som kreves for tillatelsen og de vilkår som ble stilt for tillatelsen.”

Dersom et foretak ikke kan dokumentere at vilkårene for konsesjon lenger foreligger, kan konsesjonen tilbakekalles. Kredittilsynet legger til grunn at det klare utgangspunktet er at konsesjonen da skal tilbakekalles, i alle fall dersom ikke forholdet raskt blir rettet.

Kredittilsynet foreslår at det i utk. § 9-5 legges inn en henvisning til at § 9-4 får tilsvarende anvendelse på MHF, fremfor å legge opp til (siste avsnitt under pkt. 3.3.3 side 68 første spalte) at ”verdipapirforetak” i § 9-4 skal tolkes utvidende i lys av lovutkastet § 9-5. Kredittilsynet viser til at tilbakekall eller endring av en konsesjon på slike vilkår regelmessig er et inngripende tiltak som forutsetter en tilstrekkelig klar hjemmel i lov. Kredittilsynet anser det ønskelig at § 9-5 selv er tilstrekkelig klar mht. tilbakekall. Kredittilsynet foreslår at utk. § 9-5 gis et annet ledd:

”Bestemmelsene om tilbakekall av tillatelse i § 9-4 får tilsvarende anvendelse for MHF.”

3.4 Godkjennelse av ledelsen – utk. § 9-9

Kredittilsynet viser til pkt. 2.2.3.3 der Kredittilsynet foreslår at bestemmelsene om styre for allmennaksjeselskaper også skal gjelde for styret i verdipapirforetak som organiseres som aksjeselskaper.

I utk. § 9-9 foreslår utvalget at styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen skal ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring. Kredittilsynet forutsetter at de noe mer generelle og fleksible kravene til faktiske ledere ikke innebærer at kravene til ledere skal stilles lavere enn i gjeldende lov. Dette synes også å være utvalgets vurdering, jf. utvalgets uttalelse under pkt. 2.8.11 (s. 55 annen spalte) om rådgivere:

”Investeringsrådgivning stiller store krav til tjenesteyter, både med hensyn til profesjonalitet i de råd som gis (herunder opplysninger om tilknyttet risiko) og med hensyn til å unngå (mulige) interessekonflikter i forhold til kunden.”.

Dette vil også gjøre seg særlig gjeldende overfor massemarkedet der mange kunder ikke selv følger med i markedene, eller der det gis råd om å plassere midler i sammensatte og kompliserte produkter med forholdsvis lang levetid, ofte også kombinert med store kostnader ved å innløse eller selge seg ut før utløpstiden.

Ofte er rådgiverens inntekter basert på provisjon av de produkter denne får kunden til å plassere midler i. Provisjonene for de ulike produkter kan variere fra 0,1 % til over 7 % av tegnet volum. I betydelig grad er også den enkelte ansattes egen inntekt helt eller delvis avledet av den provisjon denne får inn for foretaket. Dette etablerer interessekonflikter som kan være krevende å håndtere. Kravene til forståelse for mellommannsrollen og en dypere kjennskap til de ulike produktene og risikoen knyttet til disse, og evnen til å sette seg inn i de ulike kundenes behov og interesser, underbygger derfor strenge krav til ledelsen av alle verdipapirforetak. I tillegg må rådgiveren ha evnen til å følge med i markedet, og i utviklingen av nye produkter.

3.5 Aksjonærer med betydelig eierandel – eierkontroll

Kredittilsynet er generelt enig i de vurderinger utvalget har gjort under punkt 3.5. Kredittilsynet legger til grunn at tremånedersfristen for tilsynsmyndighetenes adgang til å nekte et erverv ikke begynner sitt løp før erververen har sendt inn alle nødvendige opplysninger for å vurdere erververens egnethet.

Etter Kredittilsynets vurdering må nektelsesadgangen også omfatte tilfeller der organiseringen av eierforholdene i seg selv etablerer en potensielt så vanskelig tilgjengelig eller kontrollerbar eierstruktur at dette i seg selv gjør eieren uegnet som eier. I slike tilfelle bør Kredittilsynet kunne nekte å godta eieren, selv om denne på dette tidspunkt er i stand til å påvise at de konkrete eierne er egnet. Slik Kredittilsynet forstår art. 10 nr. 1 annet ledd kan det innfortolkes en slik praksis i vilkåret om

”...are not satisfied as to the suitability of the shareholders or members that have qualifying holdings.”,

ved at det i direktivet legges en bevisbyrde på eierne mht. å overbevise tilsynsmyndighetene om at eierne og eierstrukturen er forsvarlig.

Frem til i dag har slike saker blitt løst ved at det er stillet vilkår som er antatt å ivareta de tilsyns- og kontrollhensyn bestemmelsen skal ivareta. Det er imidlertid neppe mulig fullt ut å ”gjerde inn” problemstillingen med spesifikke vilkår. Et moment her er også opplysninger i pressen om at kriminelle miljøer søker å få kontroll over institusjoner i finans- og verdipapirmarkedet, blant annet for å hvitvaske midler. Det kan derfor ventes et større press mot denne typen problemstillinger.

Behovet for en slik hjemmel kan illustreres ved en konsesjonssak Kredittilsynet har hatt til behandling. Eierstrukturen i verdipapirforetaket var slik at en indirekte eier av ca. 44 % av verdipapirforetaket eide dette gjennom en sammenhengende rekke av 6 selskaper der stiftelser eide aksjene i selskap 2, som eide alle aksjene i selskap 3, etc. Stiftelser og selskaper var hjemmehørende i fire ulike jurisdiksjoner (Norge, Nederland, Luxembourg og Bahamas). I tillegg eide de kontrollerende personene i denne indirekte eieren, indirekte og gjennom ytterligere et annet (norsk) foretak, ytterligere 25 % av verdipapirforetaket. I denne konkrete saken stilte Kredittilsynet vilkår om at styret i alle selskapene måtte erklære at selskapene ville innrette seg etter bestemmelsene i vphl. § 7-4, jf. § 1-3. Dette ble akseptert av foretaket og de aktuelle selskapene/stiftelsene.

Etter Kredittilsynets syn vil det være en fordel dersom forarbeidene presiserer begrepet ”betydelig eierandel” i forhold til indirekte eiere. Under den gjeldende verdipapirhandelloven har Kredittilsynet i sin praksis lagt til grunn at for eksempel en 40 % eierandel i et selskap A som eier 25 % av aksjene i et verdipapirforetak B vil være en betydelig eier (dvs. $40/100 \times 25/100 = 1/10$) i relasjon til gjeldende vphl. § 7-4, jf. § 1-3 tredje ledd. Det har av enkelte vært hevdet at begrepet ”betydelig eier” innebærer at en indirekte eier må ha mer enn 50 % av aksjene i selskap A, eller denne indirekte eieren må på annen måte kunne utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av A. En slik forståelse vil i betydelig grad svekke effektiviteten av eierskapskontrollen. Satt på spissen kan en tenke seg at tre uegnede eiere a-c hver eier 1/3 av aksjene i selskap A, som igjen eier alle aksjene i verdipapirforetak B. Ingen av a-c kan da nektes som eiere. I et annet tilfelle er det kanskje bare en av eierne a-c som er uegnet, men hvis de to andre eierne er passive uten at dette er synlig for Kredittilsynet vil vedkommende ikke kunne nektes som eier. Etter Kredittilsynets vurdering taler sterke reelle hensyn for at gjeldende praksis videreføres. Kredittilsynet vil derfor anmode om at departementet tar stilling til dette i det videre lovarbeidet.

3.8 Organisering av virksomheten – utk. § 9-11 annet ledd

Utkontraktering

I utk. til § 9-11 annet ledd om utkontraktering er det Kredittilsynets forståelse at ordet ”forringet” i seg selv vil være tilstrekkelig til å oppfylle direktivets formulering ”*impair materially*”, i det Kredittilsynet antar at vurderingen etter norsk rettstradisjon, vil være relativ til hvilke forhold som

blir forringet og hvilken betydning disse har for virksomheten som helhet. Hva ordet ”merkbart” i så fall skal gi i tillegg fremstår som uklart, og vil kunne gi opphav til unødige diskusjoner om i hvor stor grad dette er et kvalifiserende vilkår eller ikke.

MiFID art. 13 nr. 5 har i tillegg med et krav om at utkontraktingen heller ikke må forringe

”..the ability of the supervisor to monitor the firm`s compliance with all obligations.”

Etter Kredittilsynets vurdering fremgår ikke dette vilkåret av utk. § 9-11 annet ledd. Kredittilsynet legger for øvrig til grunn at ”obligations” mest naturlig er å forstå som plikter iht. regelverket. Det foreslås at det tas inn en bestemmelse om dette i utk. § 9-11 annet ledd nytt siste komma,;

”eller Kredittilsynets mulighet for å føre tilsyn med virksomheten forringes eller vanskeliggjøres”.

Kredittilsynet finner det ønskelig med en avklaring i forhold til utkontrakting generelt og i forhold til kravene som stilles her. Det vises til at Draft Commission Directive datert 6. februar 2006 art. 13, 14 og 15 synes å forutsette at aktiv forvaltning og ”andre” investeringstjenester kan utkontrakteres. Det vises også til fortalen nr. 19.

Interessekonflikter

Forholdet til interessekonflikter er dels regulert under organisering av virksomheten under pkt. 3.8 og utk. § 9-11, og i kapittel 4 i utredningen.

Når det gjelder utk. § 9-11 første ledd nr. 2 fremgår det av art. 13 nr. 3 en plikt også til å sørge for at interessekonflikter ikke virker til skade for klientenes interesser. Slik utk. § 9-11 første ledd nr. 2 er formulert gjelder plikten bare å sikre at *risikoen for interessekonflikter* begrenses til et minimum. Plikten til også å sikre at de interessekonfliktene som likevel eksisterer *ikke får negative virkninger for kundene* er ikke gjennomført her.

Kredittilsynet viser for øvrig til de særlige behov for å regulere interessekonflikter som oppstår ved salg av bla. spareprodukter og lignende. Dette er delvis gjenstand for egen sak, jf. Finansdepartementets brev datert 19. april 2006 til Kredittilsynet. Kredittilsynet vil avgi svar til dette i slutten av juni i år.

Kapittel 4 Verdipapirforetak – operasjonelle krav

4.1 Interessekonflikter

Når det gjelder utkastets § 10-12 om interessekonflikter vil Kredittilsynet understreke betydningen av at opplysninger om potensielle interessekonflikter gis på en slik måte at opplysningen fremkommer som det den er; en kilde for interessekonflikt og hvilken betydning en slik potensiell interessekonflikt har. Det er viktig å sørge for at slik informasjon ikke blir borte blant annen informasjon, hvilket også følger direkte av direktivteksten, jf. ”clearly disclose”.

4.2 God forretningsskikk

Det er Kredittilsynets oppfatning at utvalgets forslag i utkastet § 10-13 om god forretningsskikk i hovedsak er viktige presiseringer av hva som allerede følger av gjeldende vphl. § 9-2.

Kredittilsynet forutsetter at utvalgets forslag om unntak fra foretakets plikt til å innhente opplysninger om kundens kunnskap og erfaring vil være snevert. Dette på bakgrunn av de omfattende vilkårene som må være oppfylt for at unntaket fra plikten til å innhente opplysninger om kundens profesjonalitet og plikten til å vurdere hensiktsmessigheten for kunden, herunder at investeringstjenesten må ytes på kundens initiativ. Videre konstaterer Kredittilsynet at unntaket ikke vil gjelde der verdipapirforetaket på en eller annen måte gir investeringsråd i forkant, individuelt eller mot en samlet kundekrets. Kredittilsynet forutsetter at vilkåret om at initiativet må komme fra kunden, vil gjelde ved hver handel og ikke bare ved etableringen av kundeforholdet.

4.3 Tjenesteyting via annet verdipapirforetak

Kredittilsynet støtter utvalgets forslag i utkastet § 10-19 med hensyn til å klargjøre ansvarsforholdet når to eller flere verdipapirforetak yter tjenester i sammenheng overfor samme kunde. Kredittilsynet antar at tjenesteyting via annet verdipapirforetak som beskrevet vil kunne få større praktisk betydning i fremtiden blant annet som konsekvens av at flere foretak som etter gjeldende verdipapirhandellov driver konsesjonsfri virksomhet, vil måtte ha konsesjon etter ny verdipapirhandellov.

Kredittilsynet vil likevel peke på skillet mellom de tilfeller der det er verdipapirforetaket som på selvstendig grunnlag velger å bruke et annet verdipapirforetak for å utføre egen kundeordre, og de tilfeller dette skjer i forståelse med kunden. Et eksempel er foretak 1 som har direkte kontakt med kunden (foretaket har konsesjon i henhold til utkastet § 2-1 første ledd nr. 1 og nr. 2), men formidler i forståelse med kunden (jf. utkastet § 1-2 første ledd nr. 1) ordren videre til foretak 2 som utfører ordren. Kunden vil være kunde av både foretak 1 og foretak 2. Der det er foretak 1 som selv velger å utføre ordren gjennom foretak 2 er det foretak 1 som er kunde av foretak 2.

4.7 Verdipapirforetakets bruk av agenter (utkastet § 10-20, jf. § 2-6 tredje ledd)

MiFID åpner for at medlemsstatene kan tillate verdipapirforetak å bruke tilknyttede agenter, jf. artikkel 23. Medlemsstatene kan også gi en begrenset rett til å bruke tilknyttede agenter. Reglene om tilknyttede agenter forutsetter at agenten kun handler for ett verdipapirforetak.

Direktivets artikkel 23 beskriver nærmere hva en tilknyttet agent i henhold til direktivet kan gjøre på vegne av et verdipapirforetak. Fra direktivets artikkel 23 nr.1 siteres:

"Member States may decide to allow an investment firm to appoint tied agents for the purposes of promoting the services of the investment firm, soliciting business or receiving orders from clients or potential clients and transmitting them, placing financial instruments and providing advice in respect of such financial instruments and services offered by that investment firm."

I lovutkastet § 10-20, jf. definisjonen i utkastet § 2-6 tredje ledd foreslår utvalget at en agent, i tillegg til å markedsføre verdipapirforetakets tjenester og skaffe oppdrag, skal kunne utføre de investeringstjenestene som er nevnt i utkastet § 2-1 første ledd nr. 1, 5 og 6. Kredittilsynet er kjent med at to av de nordiske landene (Danmark og Island) har foreslått å ikke tillate at verdipapirforetakene kan benytte tilknyttede agenter.

Dagens verdipapirhandellov inneholder et unntak fra konsesjonsplikt for videreformidling av ordre om verdipapirer eller andeler i verdipapirfond til verdipapirforetak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge eller forvaltningsselskap for verdipapirfond. Markedsføring av finansielle instrumenter, det vil i utgangspunktet si ethvert salgsfremmende tiltak mot markedet, kan i henhold til gjeldende bestemmelser i verdipapirhandelloven bare foretas av foretak som har

tillatelse til dette etter vphl. § 7-1 første ledd, jf. § 1-2 første ledd nr. 5. I praksis har Kredittilsynet sett eksempler på verdipapirforetak som med denne begrensede konsesjonen har hatt videreformidling i henhold til unntaket som sin hovedvirksomhet, og slik sett "utnyttet" sin status som verdipapirforetak på bakgrunn av markedsføringskonsesjonen. Det faktum at det i praksis nok har hersket noe usikkerhet knyttet til formidlingsunntakets rekkevidde, har etter Kredittilsynets erfaring åpenbart vært utnyttet av enkelte aktører.

Tjenestene en tilknyttet agent etter utvalgets forslag kan utføre er utvidet i forhold til hva som faller innenfor gjeldene unntak i vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3 og markedsføringskonsesjonen, jf. vphl. § 7-1 første ledd, jf. § 1-2 første ledd nr. 5. Kredittilsynet vil spesielt fremheve at utvalgets forslag innebærer at en agent kan formidle ordre knyttet til alle finansielle instrumenter, ikke bare omsettelige verdipapirer eller andeler i verdipapirfond.

Det er imidlertid en avgjørende forskjell mellom dagens formidlere og de nye agentene. Det følger av direktivets artikkel 23, og også av utvalgets forslag, at agenten handler for verdipapirforetakets ubetingede regning og risiko. Det følger av lovforslaget at verdipapirforetaket er ansvarlig for all virksomhet agenten forestår på verdipapirforetakets vegne, at foretaket skal sørge for at agenten opptrer i samsvar med de krav som ellers gjelder for verdipapirforetaket sin virksomhet og at foretaket plikter å påse at agenten alltid opplyser om agentforholdet i forhold til kundene, jf. utkastet § 10-20 annet ledd. Agenten vil med andre ord være verdipapirforetakets forlengede arm. Agenten vil på den annen side i utgangspunktet operere i eget navn og med egne ansatte. Det vil etter Kredittilsynets vurdering derfor måtte stilles strenge krav til oppfyllelsen av informasjonskravene slik at kundene blir i stand til å oppfatte agentforholdet og innholdet i dette. Etter Kredittilsynets vurdering innebærer ansvars plasseringen likevel en styrking sammenlignet med dagens verdipapirhandellov knyttet til virksomhet som kan drives konsesjonsfritt i henhold til gjeldende vphl. § 7-1 tredje ledd nr. 3.

Det nevnes for øvrig at den friheten som ligger i artikkel 23 om tilknyttede agenter, synes utelukkende å relatere seg til hvorvidt hjemlandets verdipapirforetak skal kunne ha tilknyttede agenter. Dersom Norge velger å ikke tillate norske verdipapirforetak å bruke tilknyttede agenter, vil det ikke være til hinder for at utenlandske verdipapirforetak i andre EØS-stater kan ha tilknyttede agenter etablert i Norge forutsatt at det er anledning til dette etter hjemlandets rett. Dette er også lagt til grunn i den svenske utredningen (SOU 2006: 50 side 265). Kredittilsynet finner det hensiktsmessig at agenter som opererer i det norske markedet har agentforhold med norske verdipapirforetak fordi disse verdipapirforetakene er underlagt norske myndigheters tilsyn og kontroll. Kredittilsynet legger imidlertid størst vekt på at hensynet til norske verdipapirforetaks konkurranseevne i forhold til utenlandske foretak, tilsier at norske verdipapirforetak bør ha anledning til å benytte tilknyttede agenter.

Ettersom verdipapirforetaket er fullt ut ansvarlig for agentens virksomhet, vil denne virksomheten indirekte inngå i Kredittilsynets tilsyn. Utvalget har i denne forbindelse foreslått en tilsvarende opplysningsplikt overfor Kredittilsynet som for verdipapirforetakene.

Utvalget foreslår at tilknyttede agenter skal kan være fysisk eller juridisk person. Kredittilsynet mener at det bør være visse formelle krav til en agent. Det følger av lovutkastet § 9-17 første ledd at et verdipapirforetaks avdelingskontor må ha en leder som oppfyller de egnethetskrav som gjelder for ledelsen i et verdipapirforetak. Kredittilsynet mener det er behov for tilsvarende krav til ledelse og organisering i foretak som driver som tilknyttet agent, og vil understreke viktigheten av at det er en faglig ansvarlig person til stede i agentens enkelte kontor som til enhver tid innehar de nødvendige kvalifikasjoner. På denne bakgrunn bør departementet vurdere å innta en bestemmelse i loven som pålegger verdipapirforetakene å påse at agentforetak de benytter har en faktisk ledelse som tilfredsstiller de samme kvalifikasjonskrav som gjelder for verdipapirforetaks

avdelingskontorer. Der agenten er en fysisk person anser ikke Kredittilsynet at det er nødvendig med spesifiserte og objektive kvalifikasjonskrav. Foretaket vil ha en alminnelig plikt til å bruke agenter som er egnet, på linje med at foretakets ansatte må ha den nødvendige relevante kompetansen.

Det vises for øvrig også til Finansdepartementets brev datert 19. april i år om sammensatte produkter, og til Kredittilsynets vurderinger i den saken, og som oversendes departementet i slutten av juni i år. Når det gjelder agenter som opererer i Norge på vegne av et verdipapirforetak fra et annet EØS-land, legger Kredittilsynet til grunn at disse i medhold av et "general-good-prinsipp" vil pålegges den samme opplysningsplikt og krav til ansvarlig ledelse som norske verdipapirforetak og agenter. Dette bør presiseres i loven.

Direktivets artikkel 23 setter ytre rammer for hva slags oppgaver agenten kan utføre på vegne av verdipapirforetaket, hvilket innebærer at verdipapirforetaket bare kan sette en agent til å utføre de oppgaver som er uttrykkelig nevnt. Kredittilsynet mener det ikke er opplagt at en tilknyttet agent skal kunne utføre alle deler av det som faller innenfor de investeringstjenestene som er opplistet i utkastet § 10-20 første ledd. Et verdipapirforetak som har tillatelse til å yte investeringstjeneste 1 om mottak og formidling, jf. utkastet § 2-1 første ledd nr. 1, kan også drive markedsføring av finansielle instrumenter. Det er etter Kredittilsynets vurdering ikke opplagt at en agent skal kunne markedsføre finansielle instrumenter selv om et verdipapirforetak med slik tillatelse kan det. Tilsvarende er det for de øvrige tjenestene nevnt i direktivet art. 23 nr. 1 ikke gitt at disse samsvarer med investeringstjenestene nr. 5 og 6. Kredittilsynet foreslår at henvisningene til utkastet § 2-1 nr. 1, 5 og 6 erstattes med en konkret angivelse av den enkelte investeringstjeneste eller eventuelt med en henvisning til utkastet § 2-6 tredje ledd, for å unngå at bestemmelsen på en uønsket måte bindes opp eller blir for omfattende.

I utredningens pkt. 4.7.1 (side 88 første spalte) synes utvalget å legge til grunn at agenten kan utføre andre oppgaver enn det som uttrykkelig fremgår av direktivet. Kredittilsynet siterer følgende:

"Dersom agenten utfører andre oppgaver enn det som tillates etter art. 23, jf. art. 4.1 nr. 25, må agenten etter utvalgets syn vurderes som et frittstående foretak i forhold til konsesjonsreglene (uten at dette utelukker at verdipapirforetaket fortsatt er ansvarlig for foretakets handlinger)."

Utvalget har ikke utredet nærmere hva dette innebærer, herunder hvorvidt agenten som agent for eksempel skal kunne foreta egenhandel og hvorvidt verdipapirforetakets interne regler knyttet til egenhandel skal gjelde også for foretakets tilknyttede agenter. Det fremgår imidlertid av direktivets artikkel 13 nr. 2 at verdipapirforetaket plikter å sørge for at også agenter de bruker overholder foretakets regler knyttet til ansattes egenhandel. Etter Kredittilsynets vurdering bør det presiseres i utkastet § 8-1 at egenhandelsreglene også gjelder for verdipapirforetakets tilknyttede agenter.

Videre vises det til at utvalget i samsvar med direktivet synes å legge opp til at tilknyttede agenter ikke skal ha anledning til å tilby garantistillelse, jf. utredningen side 88. Likevel er det i lovutkastet § 10-20 første ledd vist blant annet til forslaget § 2-1 første ledd nr. 6, som blant annet omfatter garantistillelse. Kredittilsynet legger til grunn at en eventuell henvisning til forslaget § 2-1 første ledd nr. 6, skal begrenses til plassering av offentlige tilbud som nevnt i kapittel 6 og plassering av emisjoner. Dette kommer ikke tydelig frem i utvalgets forslag. Kredittilsynet viser også til at det bør avklares hva investeringsråd knytter seg til; kun de finansielle instrumenter som inngår i en plassering verdipapirforetaket foretar eller på vegne av foretaket med hensyn til finansielle instrumenter generelt. Det vises til utredningen side 90 annen spalte.

Det er grunn til å tro at det vil være en viss interesse for å etablere tilknyttede agenter. Krav om å være tilknyttet ett verdipapirforetak, vil ikke nødvendigvis legge noen demper på fremveksten av slik virksomhet. Tvert imot vil det antagelig være en fordel for verdipapirforetakene å knytte til seg slike agenter fremfor å ha avdelingskontorer rundt om i landet som det har administrativt og forretningsmessig ansvar for, og med de tilhørende klare krav til kvalifisert ledelse. Det store antall tilknyttede agenter man må regne med kommer til å etablere seg, jf. det allerede store antall eksisterende formidlere som trolig vil "konvertere" til tilknyttet agent, vil i seg selv gjøre det vanskelig å kontrollere at virksomheten drives innenfor det tillatte regime. Kredittilsynet antar på denne bakgrunn at forslaget om tilknyttede agenter kan medføre behov for ekstra tilsynsmessige ressurser for å påse at verdipapirforetakene ivaretar sitt ansvar for agenter de benytter.

Eksakt hvilke konsekvenser og hvor stort omfang forslaget om tilknyttede agenter vil få, er det imidlertid vanskelig å si noe sikkert om. Kredittilsynet ser ikke bort fra at det vil kunne oppstå et behov for å gi nærmere bestemmelser om verdipapirforetakenes agentvirksomhet, eksempelvis etter at regelen har virket en tid. Kredittilsynet ber på denne bakgrunn departementet vurdere hvorvidt forskriftshjemmelen i utkastet § 10-20 fjerde ledd gir den nødvendige fleksibilitet med hensyn til eventuelle senere behov for justeringer. For eksempel for å hindre at bestemmelsen får uønsket virkning slik man i praksis har sett knyttet til konsesjonsfri formidlingsvirksomhet.

4.8 Oppgaveplikt og rapportering av handler (utk. § 10-22 og § 9-11)

Det er vanskelig for Kredittilsynet å mene noe konkret om dette forslaget før direktivets nivå 2 og eventuelt nivå 3 regulering er fastsatt. De mer praktiske konsekvensene av utk.

§ 10-22 blir i hovedsak at det må etableres systemer for mottak, oppbevaring og utveksling av transaksjonsrapporter til/fra andre EØS-land. Kostnader og ressurser forbundet med dette antas å bli betydelige, og som eventuelt må finansieres. Det vises til omtalen vedrørende dette under punkt 23 om økonomiske og administrative konsekvenser.

I likhet med utvalget finner Kredittilsynet det mest hensiktsmessig at endelig regulering knyttet til rapporteringsplikten fastsettes i forskrift. Kredittilsynet deler utvalgets vurdering (utredningen side 94) med hensyn til at rapporteringsordningen bare bør omfatte finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked.

4.9 Internalisering – "Pre-trade" transparency (utk. § 10-23)

Etter hva Kredittilsynet kjenner til, foregår det i dag ikke utstrakt og systematisk egenhandelsvirksomhet i Norge i den form som direktivets artikkel 27 betegner som systematisk internalisering. Kredittilsynet viser til at tilsynet i 2005 undersøkte omfang og struktur på verdipapirforetakenes egenhandel. Undersøkelsen viste at omfanget av egenhandelen totalt sett er relativt beskjeden blant norske verdipapirforetak, samt at det er store individuelle forskjeller mellom verdipapirforetakene. Undersøkelsene Kredittilsynet gjorde, tyder også på at egenhandelen hovedsakelig foretas i meget likvide papirer notert på Oslo Børs. Det synes som om foretakene tjener lite på egenhandelen isolert sett, og at formålet så langt har vært å vise stor omsetning på Oslo Børs. Således underbygger Kredittilsynets undersøkelse at internalisering i direktivets forstand i Norge, ikke har slik organisering eller omfang som direktivet legger til grunn. På denne bakgrunn, og under henvisning til Norges gjennomføringsforpliktelser, er Kredittilsynet enig i utvalgets vurderinger med hensyn til at lovutkastet forenkles så langt det lar seg gjøre hensyntatt direktivets art. 27. Videre er Kredittilsynet i likhet med utvalget av den oppfatning at prinsippene bør fremgå av lov, mens de nærmere detaljer bør fastsettes i forskrift.

Når det gjelder den nærmere utforming av lovteksten, mener Kredittilsynet at begrepet "jevnlig" bør erstattes med "regelmessig". Etter Kredittilsynets vurdering angir "regelmessig" tydeligere at

foretaket gjør dette mer enn en enkelt gang, eller bare i enkelte tilfeller. I den betydning brukes "regelmessig" også i den gjeldende verdipapirhandelloven.

For øvrig slutter Kredittilsynet seg til utvalgets vurderinger.

Som nevnt antar Kredittilsynet at denne bestemmelsen ikke vil få umiddelbar praktisk betydning i det norske verdipapirmarkedet. Hvis markedet for denne virksomheten skulle endres slik at bestemmelsen får økt aktualitet også i det norske markedet, vil Kredittilsynet som ansvarlig tilsynsmyndighet få flere nye oppgaver som det må tas ressursmessig høyde for. Det vises til punkt 23 nedenfor om økonomiske og administrative konsekvenser.

4.10 Offentliggjøring av pris og volum – "Post-trade disclosure" (utk. § 10-24)

Kredittilsynet stiller spørsmål ved om utvalgets forslag med hensyn til offentliggjøringens tidspunkt, jf. at offentliggjøring skal skje "så hurtig som mulig", dekker direktivets "as close to real-time as possible". Kredittilsynet mener at en direkte oversettelse av direktivteksten på dette punkt vil være mer presist, og foreslår derfor at "så hurtig som mulig" erstattes med "så tett opp til realtid som mulig".

Kapittel 5 Verdipapirforetak – rettigheter mv.

5.1 Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

Knyttet til utk. § 9-21 første ledd nr. 3 har Kredittilsynet følgende kommentarer:

- § 10-3 angitt som § 110-3
- Det er henvist til § 10-4 fjerde ledd. Henvisningen skal gjøres til § 10-4 tredje ledd.

Kapittel 6 Regulerte markeder – regulering og organisering

6.0 Fjernmedlemskap, grensekryssende virksomhet og filial - regulerte markeder og MHF

6.0.1 Innledning

Reguleringen av fjernmedlemskap, grensekryssende virksomhet fra en EØS-stat inn i en annen EØS-stat, og etablering av filial i annen EØS-stat kan ved første lesning synes tilnærmet identisk. Som det vil fremgå av pkt. 6.0.2 og 6.0.3 kan det være noe usikkerhet om dette.

6.0.2 Fjernmedlemskap

Utvalget foreslår en ny lov om regulerte markeder som vil gjelde virksomhet som regulert marked i Norge og virksomhet norsk regulert marked driver i utlandet gjennom filial eller grensekryssende virksomhet. Kredittilsynet legger til grunn at utk. børslov § 2-1 er til hinder for at utenlandsk regulert marked kan etablere filial i Norge, eller drive annen form for grensekryssende virksomhet inn i Norge.

Art. 31 nr. 5 omhandler bestemmelser for MHF som er tilnærmet identiske med bestemmelsene i art. 42 nr. 6 som gjelder for regulert marked. Art. 31 gjelder generelt grensekryssende virksomhet fra en EØS-stat og inn i en annen EØS-stat.

Kredittilsynet antar at fortalet nr. 6 taler for at det i begge de nevnte MiFID-bestemmelsene menes tiltak av samme art og omfang. Som nevnt i pkt. 6.0.3 kan ulikheten i utformingen av direktivet i forhold til filial og grensekryssende virksomhet gi en viss usikkerhet om dette.

6.0.3 Grensekryssende virksomhet fra hjemstat og filialetablering i annen stat

Utk. børslov § 1-2 annet ledd omhandler virksomhet som norsk regulert marked driver i utlandet gjennom filial eller grensekryssende virksomhet. Dette er virksomhet som går videre enn slike tiltak som er nevnt i utk. børslov § 2-23 nr. 5 og 6.

MiFID har ingen bestemmelser om slik filial eller grensekryssende virksomhet i annen medlemsstat for regulerte markeder, i motsetning til hva som gjelder for verdipapirforetak, jf. art. 31 og art. 32 (gjennomført i utk. vphl. § 9-18 og § 9-19).

Kredittilsynet legger til grunn at reguleringen i utk. børslov § 1-2 annet ledd er en særnorsk regulering som gjelder dersom norsk regulert marked ønsker å drive grensekryssende virksomhet, eller etablerer filial i slik stat, der den aktuelle utlandsstatens regelverk tillater dette.

En regel tilsvarende utk. børslov § 1-2 annet ledd gjelder også for MHF, jf. utk. vphl. § 9-18 fjerde ledd. I utgangspunktet antar Kredittilsynet at de samme regler som gjelder for regulerte markeder i MiFID om filial og grensekryssende virksomhet også skal gjelde for MHF. Dette er likevel ikke opplagt, idet art. 31 og art. 32 gjelder for verdipapirforetak og investeringstjenester generelt, uten å unnta MHF. Utk. vphl. § 9-19 om EØS-verdipapirforetaks grensekryssende virksomhet og filial inn i Norge unntar ikke MHF. Derimot fremgår det av ordlyden at bestemmelsen bare gjelder for verdipapirforetak. Et norsk regulert marked som driver en MHF vil etter ordlyden i bestemmelsene ikke kunne påberope seg utk. vphl. § 9-18, jf. at denne bestemmelsen ikke er nevnt i utk. vphl. § 9-5.

6.2 Definisjon, virkeområde og tillatelse

6.2.3.2 Definisjon av regulert marked

Generelt

Etter Kredittilsynets vurdering er utk. børsloven § 1-3 første ledd litt fremmed med rekkefølgen: (Kredittilsynets kursivering):

”..legges til rette for regelmessig omsetning og opptak til handel av ..”,

og at det kan være litt uklart hvilke av de øvrige kriterier som refererer seg til omsetning og om de også refererer til opptak, herunder kriteriet

”..ufravikelige..”.

Kredittilsynet antar at reglene i utk. børsloven § 2-21 ikke forutsetter ufravikelige opptakskrav. Dette synes også å være utvalgets syn, jf utredningen s. 119 første spalte nest siste avsnitt.

En alternativ formulering av definisjonen i børsloven § 1-3 første ledd av regulert marked kan for eksempel være:

Med regulert marked menes foretak som beslutter opptak til notering av finansielle instrumenter til eget (regulert) marked i samsvar med § 2-21, og som organiserer og driver et multilateralt system der det legges til rette for regelmessig omsetning av disse noterte instrumentene i samsvar med markedets egne ufravikelige regler og kravene fastsatt i (denne) lov og forskrifter.

Utk. børsloven § 2-13 Adgang for regulerte markeder å eie finansielle instrumenter

Utvalget foreslår at regulert marked ikke kan eie finansielle instrumenter som er opptatt til notering på markedsplassen, med unntak av obligasjoner og sertifikater utstedt av EØS-stat. Dette er ikke videre omtalt av utvalget, ut over kommentaren til lovutkastet på side 258. Oslo Børs ASA er i dag heleiet av Oslo Børs Holding ASA, og utk. børsloven § 2-13 vil ikke være til hinder for at Oslo Børs Holding ASA erverver finansielle instrumenter notert på Oslo Børs. Etter Kredittilsynets vurdering vil det ikke være egnet å sikre tilliten til børsen dersom Oslo Børs Holding ASA startet å handle i aksjer notert på Oslo Børs. Det bør derfor være adgang til å regulere dette dersom det oppstår et behov for det. Det vises for øvrig til at utk. børsloven § 2-13 annet ledd gir en slik forskriftshjemmel for ansatte og tillitsvalgte i selskaper i konsern med børsen.

Etter Kredittilsynets vurdering er det grunn til å vurdere om ikke forskriftshjemlene skal omfatte selskaper definert som "nærstående" i utk. vphl. § 2-7 nr. 3-5.

Utk. § 1-3 tredje ledd – bruk av begrepene "regulert marked" og "børs"

Utvalget foreslår et forbud mot å benytte betegnelsene "regulert marked" eller "børs" dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har tillatelse etter loven. Etter Kredittilsynets syn kan kriteriet "...egnet til å gi inntrykk av..." etter omstendighetene være litt uklart. I praksis har Kredittilsynet hatt enkelte saker om dette, og formålet må være å avskjære all mulig usikkerhet i markedet, der også hensynet til vanlige mennesker er relevant.

Det vil gi et bevismessig og retts teknisk enklere praktiserbart kriterium dersom "dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av...." erstattes med

"med mindre det fremtrer som åpenbart at foretaket verken har tillatelse etter loven eller driver virksomhet som krever tillatelse iht. loven."

Pkt. 6.2.3.3 Forskjellen mellom regulert marked og MHF

Utvalget legger på side 120 første spalte til grunn at det ikke gjelder et krav om at en MHF må fungere regelmessig. Kredittilsynet er ikke overbevist om at det for MHF ikke gjelder ett eller annet krav om at en MHF må fungere regelmessig. Kredittilsynet viser særlig til at verdipapirforetak generelt er underlagt kravene i utk. vphl. § 9-11 der det i nr. 3 kreves at verdipapirforetaket

"treffer rimelige tiltak som skal sikre kontinuitet og regelmessighet i investerings-tjenestevirksomheten, herunder ha nødvendige systemer, ressurser og prosedyrer",

og at det i utk. vphl. § 9-5 og utk. vphl. § 11-1 første ledd uttrykkelig er henvist til at utk. vphl. § 9-11 gjelder for MHF. Dette betyr at bestemmelsen gjelder for så vel verdipapirforetak som regulert marked som driver MHF.

Hensynet til investorbeskyttelse trekker i retning av et generelt krav om forutberegnelighet mht. "åpningstid", og derfor også et krav om "regelmessighet". Et viktig moment er at en MHF kan ta opp til handel finansielle instrumenter som ikke er notert på, eller handles på andre regulerte markeder eller MHF'er. Ut fra et investorsynspunkt kan det være lite forenlig med hensynet til å ivareta markedets integritet og investorenes tillit til verdipapirmarkedet om det ikke stilles krav til forutberegnelighet mht. når MHF'en er åpen for handel.

Et viktig hensyn i MiFID er likevel også å stimulere økt konkurranse, også på markedsplassiden. MHF er en ny investeringstjeneste som får anvendelse også for instrumenter som ikke tidligere ble definert som finansielle instrumenter. Det kan være vanskelig nå å ha noe klart bilde på hvordan

markeder for alle slike instrumenter vil fungere i praksis, og hvordan markeder generelt vil utvikle seg, i forhold til et vilkår om regelmessighet.

6.3. Organisasjonsform, eierforhold, mv.

REGULERT MARKED

6.3.3.3 eiere

Kredittilsynet forutsetter at tremånedersfristen i utk. børsloven § 2-14 tredje ledd ikke løper før Kredittilsynet har mottatt alle nødvendige opplysninger for å kunne foreta en forsvarlig egnethetsvurdering.

6.3.3.4 Notering av aksjer utstedt av regulert marked eller konsernselskap

Kredittilsynet er i det alt vesentlige enig i utvalgets vurdering mht. utk. § 2-16, som er en videreføring av gjeldende børslov § 4-4, som forbyr at regulert marked tar opp til notering verdipapirer utstedt av markedsplassen eller finansielle instrumenter knyttet til slike.

Kredittilsynet har hatt til vurdering spørsmålet om opptak til notering på Oslo Børs av aksjer utstedt av Oslo Børs Holding ASA. Kredittilsynet konkluderte med at slik notering kunne tillates, men at det måtte stilles særlige vilkår for dette.

Som eksempel hitsettes fra innstillingen i saken om eventuell notering på Oslo Børs av aksjer utstedt av Oslo Børs Holding ASA, der det ble stilt ganske omfattende vilkår overfor utsteder:

Innstilling:

Dersom aksjer utstedt av Oslo Børs Holding ASA tillates tatt opp til notering på Oslo Børs foreslår Kredittilsynet at det etableres særlige ordninger og gjøres regelendringer som nevnt nedenfor:

1. Kompetanse:

I tilknytning til samtykke iht børsloven § 4-4 annet ledd legges kompetansen iht opptak og godkjenning av introduksjonsprospekt iht børsloven § 5-6 og verdipapirhandelloven § 5-7 og børsforskriften kapittel 14-16 til Finansdepartementet.

Oslo Børs har ansvaret for noteringen av Oslo Børs Holding ASA, men følgende kompetanser skal avgjøres av Kredittilsynet:

- a. Avgjørelse av søknad om senere opptak til notering av finansielle instrumenter utstedt av Oslo Børs Holding ASA, bl § 5-6,
- b. Godkjenning av senere prospekter fra Oslo Børs Holding, jf verdipapirhandelloven § 5-7 og børsforskriften kapitler 14-19c,
- c. Avgjørelser av om Oslo Børs Holding ASA er i en overtakelsessituasjon, jf bl § 5-15
 - i. Der Oslo Børs Holding ASA kjøpes opp av annet foretak
 - ii. Der Oslo Børs Holding ASA kjøper opp annet foretak,
- d. Avgjørelse av tilbudsplikt, jf verdipapirhandelloven kap 4
 - i. Om Oslo Børs Holding ASA har tilbudsplikt
 - ii. Om andre har tilbudsplikt i Oslo Børs Holding ASA
- e. Spørsmål om flaggeplikt i tilknytning til Oslo Børs Holding ASA, jf bl § 4-8
 - i. Om Oslo Børs Holding ASA har flaggeplikt
 - ii. Om andre har flaggeplikt i Oslo Børs Holding ASA
- f. Avgjørelse mht konsolidering av aksjonærer i tilknytning til c, d og f,
- g. Avgjørelse om finansielle instrumenter utstedt av OBH skal strykes fra notering på Oslo Børs, jf bl § 5-8. Herunder skal Kredittilsynet på eget initiativ beslutte slik stryking iht vilkårene i § 5-8 første ledd.

2. Vilkår:

- a. Minst 3/5 av styremedlemmene i Oslo Børs ASA kan ikke ha ansettelse eller tillitsverv i Oslo Børs Holding ASA.
- b. Generalforsamlingen i Oslo Børs ASA skal i alle saker den behandler bestå av det samlede styret i Oslo Børs Holding ASA.
- c. Styremedlemmer i Oslo Børs Holding ASA, som også er styremedlemmer i Oslo Børs ASA, kan ikke delta i generalforsamlingen i OBA i valg av styre og kontrollkomiteen til OBA, eller i fastsettelse av instruks for kontrollkomiteen. Disse må da erstattes av vararepresentanter som ikke også har tillitsverv i Oslo Børs Holding ASA.

- d. Kredittilsynet kan gi pålegg og retningslinjer om
- i. adgangen for aksjonærer i Oslo Børs Holding ASA, og deres ansatte og tillitsvalgte, til å delta i styret i Oslo Børs ASA.,
 - ii. at Kredittilsynets utgifter til ekstern bistand i tilknytning til saker som gjelder noteringen av Oslo Børs Holding ASA skal bæres av Oslo Børs ASA.,
 - iii. at børsen forbereder og utreder saker i tilknytning til noteringen av Oslo Børs Holding ASA, og på hvilken måte,
 - iv. at børsen skal informerer Kredittilsynet om forhold i tilknytning OBH og noteringen av Oslo Børs Holding ASA,
 - v. børsen skal å ha egnede systemer for å samle all informasjon i tilknytning til noteringen av Oslo Børs Holding ASA og børsens håndtering av denne,
 - vi. å endre generalforsamlingens instruks til kontrollkomiteen om forhold i tilknytning til noteringen av Oslo Børs Holding ASA,
 - vii. at børsen, før aksjene kan tas opp til notering, redegjør for hvordan Oslo Børs Holding ASA skal oppfylle informasjonsplikten iht børsloven § 5-7. Kredittilsynet kan gi de nødvendige pålegg om denne informasjonsplikten.
- e. Børsen pålegger Oslo Børs Holding ASA, samt dets ansatte og tillitsvalgte, samme opplysningsplikt overfor børsens kontrollkomite som disse har overfor børsen, jf børsloven § 5-7 annet ledd, og at komiteen selv kan gi instruks om dette.

3. Andre forutsetninger:

- a. Kontrollkomiteforskriften endres slik at komiteen pålegges et særlig ansvar for kontroll av noteringen av Oslo Børs Holding ASA
- b. Børsforskriften endres slik at Kredittilsynet får klagerett til Børsklagenemnden i saker som gjelder Oslo Børs Holding ASA. Endringen må presisere at det ikke er adgang til å påklage Kredittilsynets avgjørelse om å klage til Børslage-nemnden.

Kredittilsynet antar at ovennevnte er momenter som bør vurderes nærmere i forbindelse med at det gis samtykke etter utkastet § 2-16 annet ledd.

Klagenemnd, søksmålsadgang mm.

Kredittilsynet viser til at "autorisert markeds plass" skal erstattes med "regulert marked" i utk. børsloven § 3-9 annet ledd.

BØRS

6.4 Krav til rutiner med hensyn til organisering mv.

Utk. § 2-10

Generelt

I innledningen til utk. børsloven § 2-10 vil Kredittilsynet foreslå at

”..fastsette interne regler..”

erstattes med

”...(til enhver tid) ha tilstrekkelige interne regler og systemer....”.

Etter Kredittilsynets vurdering vil dette bedre presisere at markedet i nødvendig grad må ha it-systemer og andre operative kvalitetssikringssystemer på plass for å sikre at de mer spesifikke kravene i bestemmelsen ivaretas.

Utk. børsloven § 2-10 pkt. a)

Kredittilsynet vil foreslå at utk. børsloven § 2-10 pkt a) om identifisering og håndtering av interessekonflikter utvides til å gjelde interessekonflikter generelt. Dette kan antakelig best gjøres

ved at det stilles opp en generell hovedregel, med tillegg av de særlige forhold som er nevnt i utk. § 2-10 pkt. a.

Utk. børsloven § 2-10 pkt. b)

Når det gjelder utk. børsloven § 2-10 pkt. b) om identifisering av risiko vil Kredittilsynet foreslå at det noe fremmedartede ”*signifikante*” erstattes av ”*risikoer av betydning for virksomheten*”. Det vises til at det er disse som har interesse og betydning for virksomheten, samtidig som formuleringen må antas å være et bedre norsk lovmessig uttrykk for direktivkravet.

Slik Kredittilsynet leser art. 39 pkt. a) legger denne betydelig vekt på identifikasjon og håndtering av mulige negative følger for funksjonen av markedet og dets brukere som følge av interessekonflikter mellom disse og markedets eiere og operatør. Skal direktivets bestemmelser om dette ha noen mening, må det være at den videre betydningen er at hensynet til markedets funksjon og dets medlemmer skal tillegges avgjørende vekt når operatøren skal handle eller foreta beslutninger under slike interessekonflikter. Under pkt. 6.4.3.2. viser utvalget til at hensynet til markedets oppgaver og funksjoner må i nødvendig grad gis forrang foran det regulerte markedet/eiernes interesser, i tilfelle interessemotstrid.

Kredittilsynets understreker at det ligger i hele formålet med virksomheten at hensynet til markedets oppgaver og funksjoner og dets brukere skal gis forrang, og at hensynet til eierne og operatøren bare kan tillegges vekt når dette også er forenlig med markedets og brukernes interesser. ”Brukerne” må i utgangspunktet sees som en gruppe, og Kredittilsynet vil presisere her at hensynet til et stabilt og regelmessig marked må ansees å være i brukernes interesser. Det ligger i dette også en forutsetning om at driften av markedet er økonomisk forsvarlig, og det er ingen motstrid mellom dette og at eierne ønsker en avkastning av sin investering. Det er likevel helt sentralt at i mer konkrete saker under den løpende driften av markedet kan ikke hensynet til eierne av markedet eller operatøren av dette tillegges vekt. Da skal hensynet til markedets funksjon og de berettigete forventninger fra brukerne av markedet som helhet gis prioritet. Det vises i denne forbindelse til utk. vphl. § 10-12 første ledd.

Kapittel 7 Regulerte markeder – operasjonelle krav

7.1 Opptak til handel

Regulerte markeder

I forhold til utk. børsloven § 2-21 annet ledd om derivater foreslår Kredittilsynet at formuleringen mht. ordene ”*sikrer korrekt prisdannelse*” erstattes med ”*legger til rette for en forsvarlig prisdannelse*”. Det vises til at direktivet bruker formuleringene ”*allows for its orderly pricing.*”, og Kredittilsynet vil anta at det i økonomisk teori kan diskuteres om korrekt prisdannelse overhode er mulig i praksis, særlig der derivater er kompliserte.

I utk. børsloven § 2-21 tredje ledd vil Kredittilsynet foreslå å bruke formuleringen

”*systemer og rutiner for å sikre*” fremfor ”*ordninger for å påse*”.

I fjerde ledd vil Kredittilsynet tilsvarende foreslå

”*systemer som legger til rette for*” fremfor ”*ordninger for å lette*”.

I femte ledd vil Kredittilsynet foreslå å bruke

”systemer og rutiner” fremfor ”ordninger”.

7.3 Medlemskap og adgang til regulerte markeder

I utk. børsloven § 2-23 annet ledd pkt. c) er *”operating on the market”* oversatt direkte med *”opererer på markedet”*. Etter Kredittilsynets vurdering vil *”deltar”* være dekkende og også gi sammenheng med første ledd annet punktum, i det Kredittilsynet legger til grunn at en bare kan *”operere”* på markedet dersom en er et medlem som kan delta på dette. En ulik språkføring kan gi tvil om å *”operere”* er et snevrere begrep enn å *”delta”*.

Pkt. 7.4 Regulerte markeders markedsovervåkning

Utvalget har i punkt 7.4.3 drøftet børsens markedsovervåkningsplikt, som er foreslått videreført i ny børslov § 2-24. I § 2-24 første ledd annet punktum heter det at *”Regulerte markeder skal overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på markedets egne regler, rettsstridige handelsforhold og brudd på reglene i verdipapirhandelloven kapittel 3”*. Utvalget foreslår videre at *”de nærmere kravene til markedsovervåkingen, herunder plikten til å overvåke utstedere og i gitt tilfeller investorer, foreslås, som i dag, å fremkomme i markedsovervåkningsforskriften § 2”*. I fotnote 12 på side 146 har utvalget presisert at *”Plikten til å undersøke opplysninger fra utstedere i markedsovervåkningsforskriftens §§ 1 annet ledd og 2 tredje ledd nr. 2 må anses som den ”operative” kontrollen med utstedernes løpende opplysningsplikt. Tilsynsansvaret for utstedernes løpende og periodiske opplysningsplikt ligger hos Kredittilsynet, jf. børsloven § 5-7 første ledd og vphl. § 12-1 tredje ledd”*.

Kredittilsynet er enig i utvalgets forslag om å fastsette de nærmere kravene i forskrift, samt at den operative kontrollen med utstedernes løpende opplysningsplikt skal tilligge Oslo Børs selv om tilsynsansvaret ligger hos Kredittilsynet. Kredittilsynet er imidlertid av den oppfatning at ordlyden i forslaget til § 2-24 første ledd annet punktum ikke nødvendigvis vil omfatte overvåkning av utstedernes løpende informasjonsplikt, primærinnsideres meldeplikt, samt flaggeplikt. Man kan kanskje argumentere med at dette vil være dekket under *”rettsstridige handelsforhold”*, men det vil etter Kredittilsynets mening være bedre om dette presiseres i ordlyden. Dette vil også gi en mer dekkende hjemmel i forhold til forskriften. Kredittilsynet foreslår derfor følgende tillegg i ny børslov § 2-24 første ledd annet punktum:

”Regulerte markeder skal overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på markedets egne regler, rettsstridige handelsforhold og brudd på reglene i verdipapirhandelloven kapittel 3, kapittel 4, samt §§ 5-2 og 5-3.”

Av samme grunn bør de samme tilføyelser gjøres til § 2-24 annet ledd.

Kapittel 8 Multilaterale handelsfasiliteter (MHF)

Pkt. 8.2 og pkt. 8.3

Kredittilsynet er enig med utvalgets vurderinger til punktene 8.2 og 8.3, og har ingen videre kommentarer til disse. Kredittilsynet vil likevel peke på at en MHF som skal drives av et regulert marked vil være gjenstand for en separat vurdering, der særlig kravene i utk. vphl. § 9-11 etter omstendighetene kan by på utfordringer for det regulerte markedet.

Regler om tilgjengelig informasjon – utk. vphl. § 11-1 første ledd nr. 4

Kredittilsynet foreslår at formuleringen i vphl. § 11-1 første ledd nr. 4 erstattes med

”forsikre seg om at det finnes tilstrekkelig offentlig tilgjengelig informasjon i markedet til at en bruker kan foreta en velbegrunnet investeringsbeslutning. Kravene skal ta utgangspunkt i informasjonsbehovet som de aktuelle brukerne av MHFen har i forhold til de typer finansielle instrumenter som handles på denne.”

Kredittilsynet vil her presisere at det ikke er opplagt hva direktivet forstår med ”users”, jf. art. 14 nr. 2 annet ledd. Hensynet til å ivareta tilliten til markedet og investorene trekker klart i retning av at det er investorene som er vurderingstema. Det kan imidlertid argumenteres mot dette idet det kan være vanskelig for en operatør av en MHF å ha den nødvendige oversikten over hvilke kunder deltakerne har. I den grad dette er verdipapirforetak, vil disse ha plikt til å ivareta interessene til sine kunder.

Regler om deltakelse på MHF (og børser) – utk. vphl. § 11-1 annet ledd

Transparansydirektivet, Prospektdirektivet, IFRS-forordningen og Markedsmisbruksdirektivet får ikke anvendelse for instrumenter som handles på MHF. Dette betyr at investorbeskyttelsen, og særlig informasjonskravene, for instrumenter som bare handles på en MHF er svakere i forhold til instrumenter som handles på regulert marked. Dette må også sees i sammenheng med at reglene for adgangen til å delta i handelen på en MHF iht. utk. vphl. § 11-1 annet ledd (art. 14 nr. 4 jf. art. 42 nr. 3) er de samme som for medlemskap på regulert marked, jf. utk. børslov § 2-23 tredje ledd. Denne potensielt høyere risikoen ved å handle på en MHF kan være et moment i forståelsen av kriteriet...”for øvrig ansees skikket til å delta....” på en MHF.

Deltakere i handelen på regulert marked og MHF handler tilnærmet uten investorbeskyttelse i forhold til de handler de selv inngår på disse markedene, jf. utk. § 11-1 tredje ledd og utk. børslov § 2-23 fjerde ledd. I forståelsen av hva som kreves for medlemskap og deltakelse på regulert marked og MHF kan det også være et moment å se hen til utk. vphl. § 10-18 om kvalifiserte motparter og de implisitte kravene til kvalifikasjoner og erfaring som forutsettes for at bestemmelsene om investorbeskyttelse ikke vil gjelde for disse. Institusjonene som er nevnt i vphl. § 10-18 annet ledd kan imidlertid ensidig kreve at bestemmelsene om investorbeskyttelse likevel skal gjelde, jf. tredje ledd. Noen slik mulighet har ikke deltakere på regulerte markeder og MHF. Slik direkte deltakelse i handelen på en MHF synes derfor lite egnet for ikke profesjonelle investorer.

Hva som kreves vil bero på en konkret vurdering, der det interne regelverket er et viktig element. Et internt regelverk vil imidlertid bare være bindende for de som har vedtatt dette regelverket, og mens offentligrettslige regler i større grad kan gjennomføres av tilsynsmyndighetene, kan et rent avtalebasert regelverk typisk bare tvinges gjennomført gjennom det sivile rettsapparatet.

Kredittilsynet legger til grunn at den nærmere avgrensningen vil utvikles gjennom praktiseringen av bestemmelsen.

For øvrig bør det vurderes om ikke utk. vphl. § 11-1 første ledd nr. 3 bør bruke ordet ”systemet” i stedet for det mer fremmedartede ”fasiliteten”. Det vises til at det i det foregående nummeret brukes ordet ”systemet”.

Markedsovervåking – utk. § 11-2

Kredittilsynet er i det vesentlige enig med utvalgets vurderinger. Kredittilsynets kommentarer er for øvrig i det vesentlige de samme som til markedsovervåking for regulerte markeder (utk. børslov § 2-24) i pkt. 7.4, og som det vises til.

Offentliggjøring av opplysninger om ordre og handler

Kredittilsynet støtter innføringen av forskriftshjemmelen. Kravet til offentlig tilgjengelig informasjon i utk. vphl. § 11-1 første ledd nr. 4 kan etter omstendighetene innebære at en MHF løpende må offentliggjøre handelsdata på MHF'en. Kredittilsynet vil her også understreke at slik informasjon normalt ikke i seg selv vil være tilstrekkelig til å oppfylle informasjonskravet i vphl. § 11-1.

Kapittel 9 Tilsyn, sanksjoner og prosessuelle forhold

Pkt. 9.2 Utpeking av kompetent myndighet og delegering

Etter gjeldende vphl. § 12-1 første ledd skal det overordnede tilsynet med handelen i finansielle instrumenter og overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandelen forestås av Finansdepartementet. I henhold til § 12-1 andre ledd skal tilsyn med verdipapirforetaks og oppgjørssentralers virksomhet, samt med overholdelse av denne lovs bestemmelser, føres av Kredittilsynet. Kredittilsynet slutter seg til utvalgets vurdering i pkt. 9.2.1.3 om at det ikke er behov for å opprette flere tilsynsmyndigheter i Norge.

Utk. § 15-1 er i det vesentligste en videreføring av gjeldende vphl. § 12-1. Til utk. § 15 -1 (3) 1. pkt. om Kredittilsynets kontroll med utstederes finansielle rapportering, skal likevel bemerkes at presiseringen om "i annen EØS-stat" er utelatt sammenholdt med gjeldende vphl. § 12-1 (3) 1. pkt. Forholdet er nærmere kommentert i Kredittilsynets høringsuttalelse knyttet til Transparency-direktivet, og avsnittet om "Hjemmelen for kontroll av finansiell rapportering".

Når det gjelder hvilke geografiske markeder begrepet "regulert marked" refererer seg til, bemerkes det at lovutkastet på enkelte punkter eksplisitt gir anvisning på "norsk regulert marked" mens det andre steder kun står "regulert marked", jf utk. § 5-4 (2) 2. pkt. nr. 2 contra samme bestemmelses 3. pkt. Kredittilsynet mener loven så langt som mulig bør ha en enhetlig begrepsbruk knyttet til hvilke geografiske markeder som omfattes av begrepet "regulert marked", og at det må tas stilling til i hvilke tilfeller det er behov for å presisere at også regulerte markeder i andre EØS-stater er omfattet.

I utk. § 15 -1 (3) 4. pkt. fremgår det at myndighet kan delegeres til *regulert marked*. Kredittilsynet antar at det her fortrinnsvis menes *regulert marked med konsesjon som børs*, jf. også merknadene til bestemmelsen på s. 255 i utredningen, og dette bør fremgå uttrykkelig av bestemmelsen selv om børs også er omfattet av begrepet regulert marked.

Pkt. 9.3 Tilsynsmyndighetens kompetanse

Kredittilsynet slutter seg i all hovedsak til utvalgets vurderinger, men har enkelte merknader.

Etter direktivet art. 50 skal den kompetente myndigheten gis den myndighet som er nødvendig for å utføre oppgavene som følger av direktivet. Utvalget har lagt til grunn at direktivet art. 50 nr. 2 bokstav e) og g) om tilsynsmyndighetens adgang til å kreve opphør av ulovlig aktivitet og midlertidig yrkesforbud, er gjennomført i lovutk. § 15-7 (6). Påleggshjemmelen i utk. vphl. § 15-7 (6), som er en utvidelse av gjeldende vphl. § 12-4 (6) som gjelder opphør av aktiviteter i strid med verdipapirhandelloven kapittel 2 og 3, er foreslått endret til generelt å gjelde opphør av

aktiviteter i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven. Kredittilsynet viser imidlertid til at direktivet art. 50 nr. 2 bokstav e) og g), ikke utelukkende refererer seg til virksomhet som omhandlet i verdipapirhandelloven, men til virksomhet/aktiviteter som omfattes av direktivet, altså også virksomhet som regulert marked. En tilsvarende generell bestemmelse om opphør av ulovlig virksomhet er ikke gitt i utkastet til lov om regulerte markeder, se f.eks. utk. § 4-4. Selv om kredittilsynsloven (ktl.) § 4 a om stans av ulovlig virksomhet fortsatt vil gjelde, antar Kredittilsynet at departementet vil vurdere i hvilken grad en tilsvarende bestemmelse som i utk. vphl. § 15-7 (6) også bør innføres i lov om regulerte markeder.

Til selve utkastet til vphl. §§ 15-2 og 15-4 bemerkes for øvrig følgende:

Til utk. vphl. § 15-2 (1) 3. pkt. gjøres det oppmerksom på at henvisningen til vphl. § 9-7 refererer seg til gjeldende verdipapirhandellov, og at korrekt henvisning i henhold til utkastet vil være henholdsvis vphl. § 9-11 (1) nr. 7 om føring av lister over alle investeringstjenester, herunder utførte transaksjoner, og vphl. § 10-21 om plikt til å foreta lydopptak.

I utk. vphl. § 15-4 benyttes begrepet børs både i overskriften og i selve teksten. Kredittilsynet vil peke på at begrepsbruken knyttet til børs bør være konsekvent, og at det derfor må tas stilling til om loven skal benytte begrepet "børs" eller "regulert marked med konsesjon som børs". Kredittilsynet viser for øvrig til NOU 2005:17 om overtakelsestilbud, og dennes utkast til endringer i vphl. § 4-1 første ledd som benytter uttrykket "notert på norsk regulert marked", sammenholdt med foreliggende utk. til vphl. § 6-1 første ledd som benytter uttrykket "notert på norsk børs".

Til pkt. 9.4 Taushetsplikt

Direktivets art. 54 inneholder spesifikke bestemmelser om taushetsplikt for tilsynsmyndigheters ansatte mv. og nødvendige unntak fra slik taushetsplikt. Utvalget uttaler i pkt. 9.4.3 at når det gjelder revisorer og andre sakkyndige som er engasjert eller oppnevnt av Kredittilsynet i henhold til ktl. § 2, må disse anses likestilt med tjenestemenn i Kredittilsynet i relasjon til taushetspliktreglene.

Kredittilsynet legger til grunn at oppnevnte sakkyndige som utfører oppdrag innenfor Kredittilsynets arbeidsområde, uavhengig av kontraktsrettslig regulering av dette, etter gjeldende rett vil være underlagt forvaltningslovens regler om taushetsplikt, jf § 13 første ledd der det fremgår at "Enhver som utfører tjeneste eller arbeid for et forvaltningsorgan, plikter å hindre at andre får adgang eller kjennskap til det han i forbindelse med tjenesten eller arbeidet får vite om: ...". Av fvl. § 13 tredje ledd følger det dessuten at taushetsplikten også gjelder *etter* at vedkommende har avsluttet arbeidet eller tjenesten, og at vedkommende ikke kan utnytte taushetsbelagte opplysninger som nevnt i bestemmelsen i egen virksomhet eller i tjeneste eller arbeid for andre. Kredittilsynet er imidlertid usikker på om det uten videre kan legges til grunn at oppnevnte sakkyndige ved utførelse av oppdrag innenfor Kredittilsynets arbeidsområde, i alle tilfeller vil være omfattet av tjenestemannsbegrepet i ktl. § 7 første ledd, og dermed være underlagt lovbestemt taushetsplikt om en tilsynsenhets *kundes forhold*. Overtredelse av denne taushetsplikten er straffebelagt, jf strl. § 121 første ledd, og tilsier at det må utvises forsiktighet med hensyn til å tolke § 7 første ledd utvidende eller analogisk. Normalt vil vel opplysninger om en tilsynsenhets kundes forhold omfattes av taushetspliktreglene i fvl. § 13 første ledd nr. 1 og 2. I så fall vil denne siden av taushetsplikten også pr. i dag være dekket i relasjon til oppnevnte sakkyndige mv., uavhengig av instruks eller avtalerettslig regulering. Kredittilsynet antar likevel at det vil samsvare best med direktivforpliktelsene om det presiseres i ktl. § 7 første ledd at taushetsplikten også gjelder for personer som nevnt i § 2 femte ledd: "*Tilsynets styremedlemmer og tjenestemenn, herunder personer som nevnt i § 2 femte ledd, har taushetsplikt overfor ...*".

Når det gjelder gjennomføring av direktivbestemmelsene om utveksling av opplysninger med tilsynsmyndigheter i andre medlemsstater, jf art. 58, har utvalget vist til forskrift 30. november 1998 nr. 1102 om utveksling av informasjon med utenlandske tilsynsmyndigheter (her: forskriften), fastsatt med hjemmel i ktl. § 7. Kredittilsynet vil påpeke at unntaket i ktl. § 7 første ledd, 3. pkt. ikke omfatter tilsynsmyndighet for børser (regulert marked), jf ktl. § 1 første ledd nr. 10, og den nærmere reguleringen i forskriften kan dermed heller ikke dekke utveksling av informasjon med slik myndighet. Etter Kredittilsynets vurdering bør ktl. § 7 og nevnte forskrift endres til å omfatte tilsynsmyndighet for regulert marked for å sikre gjennomføring av direktivet. Ktl. § 1 første ledd, nr. 10 bør uansett endres til "regulerte markeder".

Kredittilsynet vil for øvrig foreslå at ordlyden i ktl. § 7 første ledd, 3. pkt. samtidig justeres noe. Det vises til at ktl. § 1 første ledd inneholder en oppstilling av tilsynsenheter ikke tilsynsoppgaver. Kredittilsynet foreslår på denne bakgrunn, ut fra rent språklige hensyn, at det i § 7 første ledd, 3. pkt. føyes til "... som fører tilsyn *med foretak* som nevnt i § 1 første ledd nr....etc.". Tilsvarende foreslås det at forskriften § 2 første ledd nr. 1 endres til: "*Opplysningene kan bare brukes til å utføre tilsynsoppgaver knyttet til virksomheten i foretak som nevnt i kredittilsynsloven § 1 første ledd nr. 1-6, 10 eller nr. 14, eller i forvaltningsselskap for verdipapirfond*". Videre antas det at henvisningen i forskriften § 1 og § 2 første ledd nr. 1 til ktl. § 1 første ledd nr. 13 er feil, og at korrekt henvisning skal være nr. 14.

Til utk. § 15-6 om Kredittilsynets taushetsplikt, bemerkes at første ledd bør innledes med de reelle pliktsubjektene, nemlig "Kredittilsynets styremedlemmer og tjenestemenn, herunder personer som nevnt i kredittilsynsloven § 2 femte ledd, ...".

Til pkt. 9.9 Samarbeid mellom kompetente myndigheter i forskjellige medlemsstater

MiFID art. 60 om konsultasjon med tilsynsmyndighet i annen medlemsstat før tillatelse til å yte investeringstjenester gis, er en videreføring av ISD art. 6. Begge bestemmelsene omhandler både det tilfelle at det aktuelle verdipapirforetaket har en nærmere angitt tilknytning til et verdipapirforetak eller kredittinstitusjon i en annen medlemsstat. ISD art. 6 er gjennomført i gjeldende vphl. § 7-3 tredje ledd, men slik at alternativet med "kredittinstitusjon" er utelatt i lovteksten. Tilsvarende er gjort i utvalgets utkast til vphl. § 9-3 (3). Kredittilsynet antar det bør vurderes nærmere om dette er i samsvar med direktivforpliktelsene.

Kapittel 10 Enkelte andre endringer

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

Ansattes egenhandel og derivater

Utkastet til vphl. § 8-2 setter forbud mot egenhandel i derivater, men dette er knyttet opp bare til

"...finansielle instrumenter som nevnt i § 2-2 første ledd nr. 5."

Definisjonen av omsettelige verdipapirer i vphl. § 2-2 første ledd nr. 1, jf. annet ledd nr. 3 kan også omfatte derivater. Kredittilsynet foreslår at utkastet til vphl. § 8-2 første ledd omfatter også slike derivater. I forhold til egenhandelsregelverket ser Kredittilsynet ingen grunn til ikke også å inkludere derivater omfattet av utk. vphl. § 2-2 første ledd nr. 1, jf. annet ledd nr. 3. Kredittilsynet foreslår at bestemmelsens ordlyd utvides til å omfatte slike derivater.

Vikepliktregelen

I forhold til opphevelsen av gjeldende vphl. § 2a-2 tredje ledd vil Kredittilsynet peke på at en slik opphevelse må forutsette at foretaket har fastsatt de nødvendige interne instruksjoner og rutiner for dette, og at disse også følges opp med regelmessige kontroller, jf. utk. vphl. § 9-11 første ledd nr. 2. Det vises til utredningen side 183 om regelverk som skal ivareta de hensyn som lå bak bestemmelsen. Det er viktig at markedet har tillit til at ansatte i foretakene ikke utnytter sin posisjon til egen vinning på bekostning av kunder. Interne rutiner må ta høyde for at også uberettiget mistanke om slike transaksjoner kan være skadelige for tilliten til verdipapirmarkedet. Kredittilsynet antar at krav om interne rutiner også vil bidra til å styrke foretakenes fokus på egne ansattes mm. og deres egenhandel.

Det vises for øvrig til Kredittilsynets oversendelse av høringsnotat til Finansdepartementet i brev 31.01.2002, vedrørende endringer i vphl. §§ 2a-1 og 2a-6 i relasjon til ledende ansatte i foretak som nevnt i vphl. § 2a-1 første ledd.

Pkt. 10.2 Verdipapirforetakets egenhandel

Kredittilsynet er langt på vei enig i de vurderinger som gjøres. Kredittilsynet kan likevel ikke se det tilsynsmessige behovet for at verdipapirforetak skal underlegges den rapporteringsplikten som foreslås i utk. vphl. § 10-4 annet ledd. Det forutsettes at verdipapirforetaket til enhver tid er i stand til å gi slik rapport dersom Kredittilsynet ber om dette.

Kredittilsynet reiser spørsmålet om erverv av unoterte finansielle instrumenter kan være problematisk i forhold til reglene om beregning av kapitaldekning. Dette spørsmålet strekker seg videre inn i gjeldene vphl. § 8-3 tredje ledd nr. 1 og som videreføres i utk. vphl. § 10-2 tredje ledd nr. 1; hvordan beregnes kapitaldekning i forhold til en andel i for eksempel et ansvarlig selskap med ubegrenset ansvar. Etter Kredittilsynets vurdering bør det vurderes om ikke det bør være et forbud mot at verdipapirforetak eier andeler der tapspotensialet i prinsippet er ubegrenset. Det vises bla. til at det i forretningsbankloven § 19 annet ledd i praksis ikke er adgang for banken å delta i selskaper med ubegrenset ansvar. Sparebankloven § 24 må vel også i praksis innebære et tilsvarende forbud, jf. forutsetningsvis tredje ledd nr. 3 ("part i skip").

Pkt. 10.3 Låneavtaler

Kredittilsynet slutter seg til utvalgets forslag om å oppheve gjeldende vphl. § 8-8 tredje ledd, 2. og 3. pkt.

Det fremgår av ot.prp. 15 (1995-96) side 54 første spalte at begrunnelsen for bestemmelsene var at:

"Kredittilsynet bør på sin side føre løpende kontroll med utviklingen og bruken av låneordninger, herunder spesielt med hvilken sikkerhet investeringsforetakene stiller for lån og hvilke sikkerhetsrutiner foretakene har for tilbakelevering av de lånte instrumentene."

Loven gir imidlertid også anvisning på at Kredittilsynet skal godkjenne avtaler der verdipapirforetaket er innlåner, altså hvor det er utlåner som har ansvaret for påse at foretaket stiller betryggende sikkerhet. Godkjenningsordningen har ingen praktisk betydning i slik tilsynsmessig sammenheng. Det vises til at avtalene Kredittilsynet har fått seg forelagt til godkjenning etter gjeldende vphl. § 8-8 tredje ledd andre pkt. ofte er svært omfattende. Avtalene er standardiserte, jf. kravet i vphl. § 8-8 tredje ledd, 1. pkt og en del av avtalene bygger gjerne på standarder som f.eks OSLA (Overseas Securities Lender's Agreement, utarbeidet av ISLA, International Securities Lending Association). Avtalene forutsetter imidlertid regelmessig tilpasninger til det enkelte

forhold. Lovens krav om offentlig godkjenning av avtaler innebærer at Kredittilsynet pålegges et ansvar, hvis innhold og omfang må sies å være uklart. Så lenge loven oppstiller et krav om at slike låneavtaler skal være standardiserte og inneholder krav om sikkerhetsstillelse, synes det imidlertid mest hensiktsmessig at verdipapirforetakene selv har det fulle og hele ansvar også for denne delen av virksomheten. Det pekes på at foretakene dessuten må forholde seg til forskrift av 14. oktober 1996 om marginsikkerhet ved formidling av lån av finansielle instrumenter og utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirforetakenes porteføljer. For Kredittilsynet er det sterkt ønskelig at nevnte kontrollbestemmelser oppheves, og Kredittilsynet kan heller ikke se at det er behov for å opprettholde nevnte bestemmelser.

Pkt. 10.5 Tilbakebetaling av kreditt

Med vekt på den potensielt konkurransevidende effekten gjeldende begrensning på en måneds kreditt innebærer, har Kredittilsynet ingen kommentarer til utvalgets vurderinger under pkr. 10.5.

Kapittel 10.6 Oppgjørssentral – enkelte forhold

Dette punktet er ikke behandlet i utvalgets innstilling.

Oppgjørssentraler er i mer begrenset grad detaljregulert i loven sammenlignet med øvrige institusjoner i infrastrukturen og andre institusjoner i verdipapirmarkedet. Etter Kredittilsynets syn bør det tas inn en generell bestemmelse om forsvarlig organisering og ledelse.

Det bør også tas inn et krav om styrets egnethet, tilsvarende det som gjelder for børser og verdipapirforetak. Kredittilsynet foreslår at dette gjøres ved at utk. vphl. § 9-9 (og evt. § 9-10) gis tilsvarende anvendelse for oppgjørssentral (utk. kap. 13).

Kredittilsynet fikk nylig opplyst av en advokat at en stor amerikansk aktør i verdipapirmarkedet var meget skeptisk til at det ikke klart fremgår av loven at oppgjørssentral plikter å holde kundenes midler klart atskilt fra virksomhetens egne midler, og at disse er sikret mot oppgjørssentralens kreditorer. Kredittilsynet foreslår at det gis en bestemmelse om dette i loven. Denne vil få betydning for oppgjørssentraler som er basert på direkte innskudd av midler på konto i oppgjørssentralens navn, i motsetning til kontoer i kundens navn som pantsettes i favør av oppgjørssentralen. I dag vil dette i praksis ha betydning for clearing av fraktderivater.

Kapittel 23 Økonomiske og administrative konsekvenser

Kredittilsynet støtter de vurderinger som utvalget gir under pkt. 23.1. Kredittilsynet vil særlig fremheve at ressursene med tilsynet med verdipapirmarkedet allerede i dag er knappe. Kredittilsynets deltakelse i utvalget med ett medlem og en sekretær, og arbeidet med Kredittilsynets høringsuttalelse, har allerede gitt seg utslag i knapphet på ressurser på særlig juristsiden.

I en overgangsperiode skal det gjennomføres en betydelig mengde til dels kompliserte og detaljerte bestemmelser i kommisjonsdirektiv og –forordning, foruten andre utfyllende forskrifter. Det vil også komme inn et betydelig antall konsesjonssøknader, også innenfor helt nye områder (mellommenn i derivatmarkedet, særlig kraftmeglere) og som krever en større innsats også innenfor kompetanseheving.

Når en rekke nye foretak kommer under tilsyn vil dette alene kreve varig økte ressurser. Antallet investeringsrådgivere kan ventelig bli stort, og tilsynet med kraftderivatmeglere blir krevende.

Forslaget om tilknyttede agenter i utkastet vphl. § 10-20 antas å fordre betydelige ressurser fra Kredittilsynets side. Det vises til kommentarene til pkt. 4.7 og at det kan ventes å bli et stort antall slike tilknyttede agenter som kan utføre et vidt spekter av oppgaver på vegne av verdipapirforetaket.

Forslaget om at rapportering av utførte transaksjoner skal overføres fra børsen til Kredittilsynet vil kunne kreve betydelige ressurser. Selv om de nærmere regler knyttet til dette ikke er fastsatt ennå, vil det bli nødvendig å etablere systemer for mottak, oppbevaring samt utveksling av transaksjonsrapporter til og fra andre EØS-land. I den svenske utredningen (SOU 2006:50) side 473 flg. er oppstartskostnader til tekniske systemer for innsamling, håndtering og analyse av denne informasjonen kostnadsberegnet til ca. 12 millioner SEK. Årlige vedlikeholdskostnader er beregnet til ca. 1 million SEK, samt anslagsvis 4-7 nye ansatte til å håndtere systemene og informasjonen. For øvrig viser Kredittilsynet til vurderingene i utredningens punkt 4.8.3.

Per i dag antar Kredittilsynet at forslaget om internalisering ikke vil medføre umiddelbare økte ressurser fra Kredittilsynets side, jf. kommentarene til pkt. 4.9. Kredittilsynet kan ikke umiddelbart se at de øvrige endringene i lovverket vil innebære større ressursmessige konsekvenser for Kredittilsynet. De ennå ikke fastsatte kommisjonsdirektiv og –forordning kan likevel endre dette bildet.