

2006/00155  
19.06.2006

## Høringsuttalelse - NOU 2006: 3 Om markeder i finansielle instrumenter (gjennomføring av MiFID og transparencydirektivet)

Utfyllende notat til de to foreningers felles brev av i dag.

### 1. MiFID

#### 1.1 Innledning

Finansdepartementet viser i høringsbrevet til direktivenes detaljgrad og mål om harmonisering i EU/EØS området. For norsk finansnæring er det avgjørende at norske foretak sikres like rammevilkår som utenlandske foretak, ikke minst i forhold til slike foretak som utøver investeringstjenester i Norge basert på hjemlandsregulering. Dette er viktig ut fra konkurransehensyn, men også i forhold til markedets tillit i form av like regler og ensartet praksis i et internasjonalt marked. Det er derfor helt sentralt at harmoniseringshensynet som ligger bak direktivene, også får gjennomslag i de norske gjennomføringsreglene.

De foreslåtte reglene vil få betydelige konsekvenser for bankene. Vi viser særlig til at det stilles krav om konsesjon for tjenestene investeringsrådgivning og ordreformidling i finansielle instrumenter. Bankene har i dag kunnet drive slike tjenester uten konsesjon. Ytterligere vil det bli stilt nye krav til utøvelsen av investeringstjenestene i forhold til kundene og markedet. Spesielt for filialnettet og mindre banker, vil dette kunne by på store utfordringer dersom reglene ikke i tilstrekkelig grad kan tilpasses virksomhetens art og omfang. For bankene er det viktig at disse fortsatt skal kunne tilby investeringsrådgivning og ordreformidling gjennom sitt filialnett i samsvar med dagens organisering. Det vises til nærmere omtale under punkt 1.3 nedenfor.

Lovutvalget har i kapittel 2.6 foretatt en særskilt vurdering av kredittinstitusjoner som utøver av investeringstjenester. Utvalget foreslår å videreføre eksisterende norsk modell hvor bankene underlegges verdipapirhandelloven og dens konsesjonsregime for investeringstjenester. Dette er prinsipielt en annen modell enn den som følger av EU-retten og som bygger på at banker kan utøve investeringstjenester som en del av sin bankkonsesjon, men slik at enkelte bestemmelser i MiFID er gitt anvendelse også for banker. I likhet med lovutvalget, peker vi på at dette reiser en rekke spørsmål i tilknytning til samspillet mellom bankdirektivet og MiFID, herunder likebehandling i forhold til utenlandske aktører. Vi støtter og understreker sterkt utvalgets vurderinger i kapittel 2.6 hvor det legges til grunn at 1) norske banker ikke skal få strammere rammevilkår enn utenlandske banker eller deres filialer i Norge, 2) at det ikke vil være særlig byrdefullt for banker å oppnå konsesjon til å yte investeringsrådgivning og ordreformidling, og 3) at MiFID ikke er til hinder for at tjenestene investeringsrådgivning og ordreformidling fortsatt kan drives gjennom bankenes filialnett. Vi viser til at det er av stor betydning at utvalgets forutsetninger følges opp av konsesjons- og tilsynsmyndighetene ved praktiseringen av lovbestemmelsene.

Det er videre viktig å se utvalgets forslag i sammenheng med de utfyllende regler som Kommisjonen har fremmet til gjennomføring av MiFID og transparencydirektivet. Harmonisering står her enda mer sentralt, jf. at det i tillegg til et kommisjonsdirektiv også er foreslått en kommisjonsforordning. Etter mandatet skulle lovutvalget egentlig også behandlet disse reglene, men dels er reglene ikke endelig vedtatt, og dels ble det ikke tid til dette i utvalget. Næringen vil vie oppfølgingen av disse reglene stor oppmerksomhet fremover. Det er positivt at lovutvalget også tar en viss høyde for at lovregler i tilknytning til gjennomføringen av direktivene, senere må kunne justeres dersom det er nødvendig av hensyn til å gi plass til de utfyllende reglene. Vi støtter dette og vi vil komme nærmere tilbake til disse når den tid kommer.

## **1.2 Bankene som aktører i investeringstjenestemarkedet**

Utøvelse av investeringstjenester er naturlig knyttet til banker og finanskonsern, eller gjennom en gruppe av samarbeidende banker. Mange banker har egen konsesjon som verdipapirforetak og yter investeringstjenester etter verdipapirhandelloven gjennom egne interne avdelinger ("marketsavdelinger"). Investeringstjeneste-virksomheten kan også være organisert gjennom egne konsernforetak eller foretak direkte eller indirekte eiet av flere banker sammen. En rekke banker opptrer også som agenter. Bankene og andre verdipapirforetak forestår ordreforvaltning og yter rådgivningstjenester i forbindelse med kundenes forvaltning og plassering av midler. Disse tjenestene ytes i stor grad gjennom bankenes filialnett, organisatorisk atskilt fra de avdelinger som utøver konsesjonspliktige investeringstjenester.

Mange banker og finanskonsern er også selv utstedere av finansielle instrumenter som er gjenstand for omsetning og som kan være notert på børs eller annen markeds plass, for eksempel Alternative Bond Market (ABM) i regi av Oslo Børs.

Bankene og finanskonsernene med sine filialer og andre distribusjonskanaler er store leverandører av finansielle produkter. Det er bankene og finanskonsernene med deres kunderådgivere som på mange måter er bindeleddet mellom det alminnelige publikum og verdipapirmarkedet. Vi mener det er viktig av hensyn til betjeningen av publikum at dette bindeleddet opprettholdes og videreutvikles, i en fremtid der folk flest trolig i stadig høyere grad vil plassere finansielle midler i spareprodukter (finansielle instrumenter), mer eller mindre komplekse sådanne.

Finansnæringen har i de senere årene, sammen med utdanningssystemet, også utviklet og formulert minstekrav til finansielle rådgiveres kompetanse, samt gitt anbefalinger om god rådgivningsskikk. Finansforetakene har brukt og bruker fortsatt betydelige ressurser for å utvikle medarbeidernes kompetanse og å utvikle organisasjonene for å stå bedre rustet til å møte de nye kravene som EU-regelverket stiller, og nye markedsmessige behov. Vi legger til grunn at foretakene i finansnæringen fortsatt vil spille en slik sentral rolle for folk flest når det gjelder å kunne tilby og gi råd om plasseringer i finansmarkedet og å formidle ordrer i finansielle instrumenter.

### 1.3 Bankenes fortsatte rolle som formidler og rådgiver

Vi legger stor vekt på at finansinstitusjoner fortsatt skal kunne drive sin investeringsrådgivning og ordreformidling i tråd med dagens interne organisering, selv om konsesjonsområdet nå utvides.

Vi legger også stor vekt på at kravene til banker og filialer som kun skal tilby et begrenset tjenestespekter, f.eks. kun investeringsrådgivning og ordreformidling, kan tilpasses virksomhetens art og omfang. Vi viser særlig til utvalgets uttalelse i kapittel 2.6 om at virksomheten i filialnettet skal kunne videreføres og at det ikke skal være byrdefullt for en bank å få slik konsesjon. Vi viser også til ovennevnte om at bankene har formulert og utviklet minstekrav til finansielle rådgiveres kompetanse, samt gitt anbefalinger om god rådgivningsskikk. Ytterligere har bankene godt etablerte rutiner som sikrer taushetsplikt og informasjonssperrer mellom de ulike forretningsområder.

Vi er naturligvis oppmerksom på at reglene for håndtering av interessekonflikter og kravene til god forretningsskikk ved kunderådgivning blir gjort gjeldende og vil føre til skjerpelse sammenlignet med dagens regime. Dette gjelder særlig når man skal gi råd overfor ikke-profesjonelle kunder. Vi antar eksempelvis at det ikke skulle være behov for å gjøre reglene i forslaget til § 10-21 om plikt til å foreta lydopptak gjeldende for banksystemet som sådan. Dette kan også begrunnes med at det trolig vil bli økte krav til skriftlighet i forbindelse med investeringsrådgivning, og at det i det hele ikke virker naturlig å ta opp slike kundesamtaler på bånd. Vi regner også med at reglene om Chinese Walls først og fremst er myntet på den rene markedsvirksomheten, og ikke passer på bankens øvrige system med filialer etc. Det skulle heller ikke være behov for å kopiere compliance-funksjonen og andre særskilte krav til aktivitetene i markedsavdelingen, direkte over i bankvirksomhetens filialnett.

I forhold til de nye og skjerpede kravene til kunderådgivning, er det et tankekors at bankene i stadig større grad møter strengere skranker for opprettelse av og bruk av kunderegistre. For å kunne gi gode råd er det en forutsetning at kunderådgiveren i størst mulig grad sitter med et totalbilde for kundens tilknytning til konsernet. Vi er kjent med at departementet har til behandling forslag til forskrifter om bruk av kundeopplysninger i konsern. Vi mener dette arbeidet også må sees i sammenheng med de nye kravene til god rådgivning, slik at bankene gis mulighet til å følge opp disse kravene på en tilfredsstillende måte.

Vi understreker behovet for å sørge for at man søker å få til en pragmatisk og forholdsmessig anvendelse av reglene i MiFID – slik som det også er forutsatt i direktivet og i EU-kommisjonens forslag til utfyllende regler. Det er her på flere punkter vist til at reglene skal kunne tilpasses virksomhetens art og omfang.

Rammeregelverket som MiFID impliserer, burde derfor etter vår mening være tilstrekkelig fleksibelt til å fange opp de ulike behovene som gjør seg gjeldende ut fra hvordan man organiserer virksomheten knyttet til investeringsrådgivning og mottak og formidling av ordre. Disse reglene bør også gi bankene som har konsesjon som verdipapirforetak anledning til å trekke et klart skille mellom markedsavdelingene på den ene side, og den virksomheten som drives innenfor andre deler av banken, herunder distribusjonsapparatene med filialer på den andre side.

Lovutvalget har i kapittel 2.6 gått nærmere inn på forholdet til banker (kredittinstitusjoner) som ytere av investeringstjenester. Utvalget gir her viktige og sentrale premisser for arbeidet med å utvikle lover og regler på dette området for banker. Vi slutter oss til utvalgets forutsetninger, og finner grunn til å gjengi hovedpunktene:

- Utvalget mener bankenes utøvelse av investeringstjenester, herunder investeringsrådgivning og ordreformidling, må vurderes på bakgrunn av samspillet mellom bankdirektivet og MiFID.
- Utvalget mener det forhold at norske banker må søke om konsesjon etter verdipapirhandelloven, i utgangspunktet ikke bør medføre at norske banker får strammere rammevilkår enn utenlandske banker eller deres filialer i Norge. Det skal i denne sammenheng heller ikke være grunnlag for ulik behandling i forhold til konkrete bestemmelser i MiFID.
- Utvalget foreslår en egen unntaksbestemmelse i lovforslaget § 1-4 som gir departementet adgang, ved forskrift eller enkeltvedtak, å unnta banker fra enkelte av bestemmelsene i verdipapirhandelloven slik at likebehandling sikres. Denne unntakshjemmelen kommer i tillegg til de konkrete unntak som også er foreslått i konkrete bestemmelser.
- Utvalget viser til at bankene til nå har kunnet tilby tjenestene investeringsrådgivning og ordreformidling uten verdipapirkonsesjon og utenfor bankenes verdipapirområder. Det vises også til at banker har opprettet felleseide foretak som selger ulike tjenester gjennom bankene, og at en rekke banker har opprettet egne produktselskaper som selger ulike tjenester gjennom eierbankene. Utvalget antar at det ikke vil være særlig byrdefullt for banker å oppnå konsesjon til å yte investeringsrådgivning og ordreformidling. Det vises til at bankene allerede er underlagt banklovene og legger til grunn at det ikke er store tilpasninger som må gjøres for å få tillatelse til å fortsette med disse tjenestene.
- Utvalget legger dessuten til grunn at det ikke kan se ut til at MiFID er til hinder for at tjenestene investeringsrådgivning og ordreformidling fortsatt kan drives gjennom bankenes filialnett såfremt de organisatoriske krav, som også gjelder banker, er i tråd med direktivet.

Vi ber om at forannevnte premisser også understøttes ved en særskilt omtale i den lovproposisjon som fremmes.

I tillegg til forslaget til unntaksbestemmelse for kredittinstitusjoner i § 1-4, foreslås det i § 1-3 også en bestemmelse der det, under visse forutsetninger, åpnes for at enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde for verdipapirforetak som kun driver med investeringsrådgivning og mottak og formidling av ordre i forbindelse med omsettelige verdipapirer og verdipapirfondsandeler. Dette må også gjelde for de kredittinstitusjoner som har, og de som ikke har egen konsesjon som verdipapirforetak. I sistnevnte tilfelle må slik virksomhet mao. kunne drives atskilt fra "interne" verdipapirforetak.

Det er i finanskonsernene og bankene også etablert strenge regler om taushetsplikt og informasjonssperrer, regler som også følger av god markedspraksis, for blant annet å forebygge interessekonflikter mellom tradisjonell verdipapirvirksomhet og bankvirksomhet. De fleste kunder som henvender seg til en banks filialnett for å motta investeringsrådgivning, gjør det med utgangspunkt i kundeforholdet. Kunderådgiveren vil ofte ha behov for å ha kunnskaper om kundens inntekts- og formuesforhold, herunder opplysninger om innskudd og

lån, for å kunne gi kunden kvalifiserte råd om pengeplasseringer. Kunderådgiveren har ikke tilgang til ordreboken i markedsavdelingen – og bør heller ikke ha det. Alt som smaker av innsideinformasjon i verdipapirmarkedet er og bør være denne uvedkommende. Rådgiveren skal kun gi råd på grunnlag av allment og offentlig kjent informasjon, samt de opplysninger som kunden gir eller gir tillatelse til å bli innhentet om sine personlige økonomiske forhold.

#### **1.4 Kommentarer til noen av enkeltforslagene**

Ut fra lovforslagets omfang er det ikke mulig å gå i detalj og vi vil derfor konsentrere oss om de mer prinsipielle forhold.

##### **1.4.1 Ny verdipapirhandellov:**

###### **a) Utvidet konsesjonplikt § 2-1**

Det foreslås i § 2-1 første ledd en oppstilling av investeringstjenestene som er i samsvar med MiFID. Mottak og formidling blir én tjeneste, og utførelse av ordre på vegne av en kunde blir skilt ut som en egen tjeneste, jf. § 2-1 første ledd nr. 1 og 2. Gjeldende unntak for formidling av ordre i verdipapirer er mao. ikke videreført.

Det foreslås i § 2-1 første ledd nr. 5 også konsesjonplikt for investeringsrådgivning. Investeringsrådgivning er nærmere definert i § 2-6 (1). Vi merker oss at konsesjonplikten kun gjelder når disse tjenestene relaterer seg til konkrete finansielle instrumenter. Den mer overordnede allokeringrådgivning rammes ikke. Dette samsvarer også med utkastet til Kommisjonens forslag til gjennomføringsbestemmelser.

Når det gjelder forholdet til bankers utførelse av ovennevnte tjenester, vises det til punkt 1.1 og 1.3 ovenfor hvor det bl. a. legges til grunn at bankene fortsatt skal kunne drive slik virksomhet i filialnettet i samsvar med dagens organisering selv om virksomheten nå blir konsesjonspiktig.

Vi peker også på at det kan være vanskelig å trekke grensene for hvilken virksomhet bankene kan drive som en naturlig del av bankkonsesjonen eller kun etter verdipapirhandellovens konsesjonsregler. Bl.a. peker vi på at porteføljeadministrasjon og –rådgivning er en tjeneste som kan ytes etter bankdirektivet, jf. bilag 1 nr 11. Det er her viktig at en følger opp utvalgets kommentar i kapittel 2.6 om at bankenes utøvelse av investeringstjenester må vurderes på bakgrunn av samspillet mellom bankdirektivet og MiFID, samt at norske banker ikke forskjellsbehandles i forhold til utenlandske banker.

Det er videre viktig at andre rådgivere blir underlagt samme regler som rådgivningstjenestene i banker. De frittstående rådgiverne blir mao. regulert under den nye loven. Det er i lovforslaget § 1-3 foreslått en bestemmelse som gjør det mulig å gjøre unntak fra enkelte av lovens krav dersom et foretak kun driver ordreforbidling og investeringsrådgivning. Det er etter vår oppfatning helt essensielt at myndighetene sørger for like rammebetingelser og like konkurransevilkår for aktørene på "rådgivningsmarkedet". Det må gjelde for forholdet mellom kredittinstitusjoner og frittstående rådgivningsselskaper, og det må gjelde i forholdet mellom norske og utenlandske aktører. Vi legger til grunn at dette vil være et styrende element for all etterfølgende regelverksarbeid gjennom forskrift eller via rundskriv fra tilsynsmyndigheten.

b) Markedsføring ikke lenger en konsesjonspliktig tjeneste

Markedsføring av finansielle instrumenter skal ikke lenger være en konsesjonspliktig investeringstjeneste, slik som i dag etter verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr 5. Dette er ikke noen investeringstjeneste etter MiFID, og vi kan heller ikke se at det reelle behov for at dette skal utgjøre noen egen investeringstjeneste. Vi støtter derfor forslaget.

c) Nye finansielle instrumenter § 2-2

Definisjonen av finansielle instrumenter utvides til å omfatte andeler i kommandittselskaper og ansvarlige selskap. Vi ser at denne typen finansielle instrumenter også vil være gjenstand for finansiell rådgivning, for eksempel ved plasseringer i "eiendomsfond". Det er en fordel at disse også blir fanget opp av konsesjonsplikten og at verdipapirforetakene kan inkludere disse i sine tjenester, og at kravene til god forretningsskikk blir gjort gjeldende, herunder at det blir gitt god informasjon om avkastnings- og risikoforhold knyttet til plasseringene - med omhu for kundens behov og interesser.

Utvalget legger til grunn at grunnfondsbevis er et finansielt instrument, slik det er etter gjeldende rett. Vi reiser spørsmål om dette ikke bør presiseres i lovteksten, evt. at dette gjøres ved en senere gjennomgang av grunnfondsbevisforskriften. Vi viser her også til at det nedenfor dels foreslås at grunnfondsbevis skal være omfattet av de ulike forslagene, og dels ikke. Det kan på denne bakgrunn være naturlig å foreta en bredere gjennomgang av forholdet til grunnfondsbevis i tilknytning til en gjennomgang av grunnfondsbevisforskriften.

MiFID opererer i tillegg I seksjon C med en lang liste over finansielle instrumenter. Så vidt vi kan se, dekker lovforslaget denne listen. Vi legger også til grunn at alle finansielle instrumenter etter gjeldende verdipapirhandellov er kommet med, og altså at flere andre er kommet i tillegg. Definisjonene av finansielle derivater er så pass vid og generell, jf. sekkeposten i § 2-2 femte ledd nr. 5, at den ikke skulle stoppe for videre produktutvikling på dette området. Det er viktig for finansnæringen. Det er positivt at det er tatt med en forskriftshjemmel i bestemmelsens sjette ledd.

d) Hjemlandstilsyn

Konsesjonsplikt, tilsyn og rapportering vil følge hjemlandets rett også når tjenestene ytes i annen stat innenfor EØS-området. Dette er et bærende prinsipp etter EU-retten, og vi minner om at det på denne bakgrunn er desto viktigere at myndighetene avstår fra å gjennomføre bestemmelser som gir norske foretak svakere konkurransebetingelser enn utenlandske konkurrenter, både hjemme og ute.

e) Lovforslaget kapittel 10

I lovforslaget kapittel 10 er det regler om verdipapirforetaks virksomhet mv.

Vi støtter forslaget om at verdipapirforetakets adgang til selv å handle i unoterte papirer mykes noe opp, jf. forslaget til § 10-4 andre ledd.

Utvalget foreslår i § 10-5 et forbud mot at verdipapirforetak kan medvirke til såkalt udekket shortsalg. Etter vår oppfatning bør forbudet gjelde udekket shortsalg generelt, mao. også for kunder og investorer, og ikke kun for verdipapirforetakene. Dette synes bedre i tråd med bestemmelsen som er ment å hindre slik adferd fra investorene.

Etter forslaget til ny § 10-6 skal verdipapirforetaket ved formidling av lån av finansielle instrumenter påse at det stilles betryggende sikkerhet. På samme måte som i § 10-4 (2) bør § 10-6 starte med "Foretak som ikke er kredittinstitusjon...". Dagens bestemmelse om at også kredittinstitusjoner må kreve minst 100 prosent sikkerhet for utlån av verdipapirer harmonerer ikke med det faktum at kredittinstitusjoner på andre områder selv kan vurdere nødvendig sikkerhet. Det å ta kredittisiko, er nettopp et av formålene for en kredittinstitusjon. Kredittinstitusjonenes styring av og kontroll med kredittisiko fanges opp i annet regelverk og i kapitaldekningsreglene, og de har egnede verktøy og systemer for å ivareta denne funksjonen. Det er urimelig og konkurransevridende at norske kredittinstitusjoner skal være underlagt andre krav enn utenlandske kredittinstitusjoner og negativt for markedet. Dette har blitt mye viktigere enn før, pga. at produktet har vokst betydelig i omfang de siste par år.

Etter forslaget til ny § 10-7 skal verdipapirforetaket ved formidling av handel i derivater påse at det har betryggende sikkerhet. Slik som for § 10-6, foreslår vi at dette bare gjøres gjeldende for foretak som ikke er kredittinstitusjon...". Dette er internasjonal markedspraksis i det globale OTC-derivat markedet. Denne særnorske bestemmelse virker konkurransevridende.

I kapittel 10 del II Investorbeskyttelse foreslås det i § 10-12 regler som skal forebygge interessekonflikter, regler i § 10-13 om god forretningsskikk og i § 10-14 god forretningskikk ved egenhandel. Gjeldende verdipapirhandellov har også regler på disse områdene. MiFID gir likevel flere og mer detaljerte regler på dette området. Så vidt vi kan se, følger lovforslaget opp de reglene som ligger i MiFID på dette området. Det er også forskriftshjemler som først og fremst skal ta høyde for at det vil bli vedtatt utfyllende regler innenfor EU på dette området.

Vi legger vekt på at man i det etterfølgende arbeidet betoner å få til mest mulig harmoniserte regler slik at det blir like rammebetingelser for norske og utenlandske foretak. I den praktiske virkelighet er det også viktig at myndighetene bestreber seg på å gjøre reglene fleksible slik at de blir forholdsmessige og tilpasset behovene i den konkrete virksomhet. MiFID bygger da også på en slik forholdsmessighetstankegang ved at man i den konkrete regelutformingen skal ta hensyn til både kostnader og nytte av reglene.

Etter § 10-20 kan et verdipapirforetak benytte seg av tilknyttede agenter, som også er nærmere definert i § 2-6 tredje ledd. En slik bundet agent kan da yte visse investeringstjenester, først og fremst ordreformidling og investeringsrådgivning, på vegne av et verdipapirforetak. Agenten er da under verdipapirforetakets fulle ansvar og trenger følgelig ikke noen egen konsesjon.

Vi ber myndighetene klargjøre om tilknyttede agenter kan formidle på vegne av flere ulike produktleverandører eller om definisjonen kun tillater én leverandør, selv om det dreier seg om ulike produktkategorier. I praksis ville det vært ønskelig at en bundet agent kunne yte tjenester innefor flere produktkategorier, og at de enkelte verdipapirforetakene hadde ansvaret for å følge opp agenten på hvert av sine områder.

Det vil komme krav om separate funksjoner innen compliance, internrevisjon og risikostyring. For banker og andre foretak er det viktig at slike regler tilpasses virksomhetens karakter og størrelse. Kommisjonen legger dette til grunn i sitt forslag til

gjennomføringsbestemmelser.

g) Organisering av virksomheten

Lovforslaget § 9-11 har bestemmelser om organisering av virksomheten, herunder sentrale regler til forebyggelse av interessekonflikter. Disse kravene bør også være relative til virksomhetens art og størrelse. Vi registrerer at utvalget har noen betraktninger omkring informasjonssperrer, Chinese Walls, på side 77 venstre spalte. Disse foranstaltningene har først og fremst vært begrunnet med at man derved ønsker at innsideinformasjon ikke skal spres og komme uvedkommende til kunnskap – utenfor verdipapirforetaket, eller for kredittinstitusjoners vedkommende; utenfor markedsavdelingens vegger. Det har også vært et ønske om å hindre informasjonsflyt fra ulike deler av markeds, for eksempel mellom meglerbordet og corporatevirksomheten. Vi finner her grunn til påpeke at dette ikke må føre til at det må bygges opp Chinese Walls rundt rådgivningsfunksjonen. Vi legger til grunn at kunderådgivere baserer sin virksomhet på allment og offentlig kjent informasjon, i tillegg til opplysninger om kundens økonomiske situasjon, og at det ikke er behov for noen innhegning av rådgivningsfunksjon etter modell av de rene markedsaktivitetene.

h) Rapportering til Kredittilsynet

Transaksjoner/handler i børsnoterte papirer skal rapporteres til Kredittilsynet. Dette er et nytt krav og som til dels erstatter dagens lovkrav om rapportering til børsen, dels utvider rapporteringskravet. Det må derfor etableres nye systemer i regi av Kredittilsynet for å kunne ta i mot, kontrollere og registrere slike rapporter. Det kan imidlertid fortsatt være slik at det i medlemsvilkårene for et regulert marked også pålegges at det skal meldes til det relevante marked. Vi ser at utvikling av nye systemer i Kredittilsynet vil kunne bli svært kostnadskreven, og ber om at det tilrettelegges for at den informasjon som meddeles markedsplassen også må kunne "gjenbrukes" i forhold til Kredittilsynet. Vi legger til grunn at det vil komme nærmere regler om rapportering på høring senere, og vi vil da komme tilbake spørsmålene.

i) Ansattes egenhandel

Norge har tradisjonelt hatt et strengt regelverk for ansattes egenhandel – et regelverk som på mange måter har savnet sidestykke i andre land.

Det tas sikte på å videreføre reglene om ansattes egenhandel, herunder at disse skal gjelde for filial i Norge av utenlandske foretak når det gjelder instrumenter utstedt av norske foretak og på norsk, regulert marked. Det er ikke opplagt at dette kan gjennomføres overfor de utenlandske filialene fordi reglene kan sies å gå lengre enn direktivet tillater (harmonisering), jf. at direktivet, og Kommisjonens forslag til utfyllende regler, har bestemmelser om dette. For banker er det viktig at rammevilkårene er like, slik at ikke ansatte "flykter" til utenlandske selskap med en mer liberal hjemlandsregulering.

Prinsipielt mener vi at det bør være tilstrekkelig at det gjennomføres interne regler i det enkelte foretak, slik som det synes at direktivets artikkel 13 nr. 2 legger opp til. Det skal også utarbeides utfyllende regler på nivå 2 om dette. På den måten vil man kunne sikre seg at man praktiserer omtrent samme regler innenfor EØS, og det vil på mange måter være fordelaktig.

Når dette er sagt, er det likevel positivt at det i innstillingen erkjennes at reglene ikke passer for alle virksomheter, jf. nye investeringstjenester samt nye finansielle instrumenter, og at det



er en forskriftshjemmel i § 8-2 tredje ledd til å gjøre hensiktsmessige tilpasninger. Det er etter vårt skjønn viktig at man sonderer mellom de delene av banken som organisatorisk er skilt ut for å drive med investeringstjenestevirksomhet, markedsavdelingen, og bankens øvrige deler, herunder filialene, mht. å la egenhandelsreglene komme til anvendelse. Etter vårt skjønn kan det ikke være sakssvarende, hensett til formålene med egenhandelsreglene om å unngå interessekonflikter, at bankmedarbeidere og kunderådgivere, som ikke har tilgang til informasjon fra ordrebøkene i markeds eller annen kurssensitiv informasjon, blir omfattet av egenhandelsreglene. Den store hovedregelen bør være at slike ikke er omfattet av reglene. Vi antar at foretakets interne regler etter vphl § 2a-7 andre ledd vil avspeile disse forholdene.

Videre ser vi det som positivt at regelen om "frontrunning" i vphl § 2a-2 tredje ledd går ut. Formålet med regelen ivaretas av andre regler. I praksis hindrer regelen visse ansatte fra å handle i de mest likvide aksjer og statsobligasjoner - altså der det er minst betenkelig at man eksponerer seg.

Regelen i § 2a-1 tredje ledd om ansatte i norske filialer av foretak med hovedsete i annen EØS-stat er videreført i § 9-21 første ledd nr. 2. Hjemlandskompetansen understrekes enda sterkere i MiFID enn ISD, og bør slå gjennom her. Hensynet til like konkurransevilkår (konkurransen om arbeidskraften) tilsier at man går bort fra preseptoriske og særnorske bestemmelser.

Oppsummert er det vårt prinsipale syn, hva angår egenhandelsreglene, at det er tvilsomt om den foreslåtte reguleringen er EU-konform, men utvalget støttes i de konkrete forslagene til oppmykninger i et detaljert og til dels stivbent regime.

j) Motregning eller netting lovforslaget kapittel 14

Avtaler om motregning av fordrings- og gjeldsforhold knyttet til handel med finansielle derivater er et viktig virkemiddel for å redusere risikoen i markedene for handel med finansielle instrumenter og for å effektivisere handelen. Slike fordrings- og gjeldsforhold oppstår spesielt ved handel i unoterte derivater, hvor det ikke foretas daglige marginoppgjør. Handel i slike derivater er ofte basert på en "nettotankegang", jf. blant annet at den vanlige måten for å gå ut av en posisjon er å stenge den gjennom å inngå en motgående kontrakt til den opprinnelige derivatkontrakten, ofte med samme motpart. Motregningsrett er derfor viktig for å underbygge tilliten til handelen i markedene for finansielle derivater.

Mellom de større mellommannsforetakene i markedene for finansielle instrumenter kan det bygges opp svært mange fordrings- og gjeldsforhold knyttet til inngåtte finansielle derivater. Slike avtaler om motregning er derfor meget viktige for risikostyring og -kontroll hos den enkelte mellommann. I tillegg bidrar slike avtaler til å effektivisere handelen ved å begrense likviditetsbehov og kapitalbinding.

De to foreninger finner det positivt at lovutvalget foreslår å utvide listen over finansielle derivater som omfattes av motregningsrett i forhold til gjeldende vphl. § 10-1 til å omfatte de nye instrumentene kreditderivater og derivater omfattet av sekkeposten "andre derivater" i forslaget § 2-2 femte ledd nr. 5. Det kan imidlertid fremstå som en forglemmelse at den tredje nye kategorien finansielle derivater, finansielle differansekontrakter etter forslaget § 2-2 (5) nr. 4, er utelatt fra bestemmelsen uten nærmere omtale eller begrunnelse.

Det fremgår av kapittel 10.4.2 i utredningen at lovutvalget har avgrenset sin konkrete vurdering til hvorvidt bestemmelsen skal utvides til å omfatte de finansielle instrumenter som er nye i forhold til gjeldende vphl. Lovutvalget peker likevel på det forhold at gjeldende vphl. § 10-1 ikke omfatter alle finansielle derivater, og reiser det betimelige spørsmålet om det er fornuftig å holde bl.a. derivater basert på verdipapirer og indekser utenfor motregningsadgangen etter vphl. Et samlet utvalg gir videre uttrykk for en oppfatning av at det generelt sett kan være behov for å revurdere virkeområdet for motregningsadgangen i gjeldende vphl. kapittel 10.

Utvalget viser til at det etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse kan gjøres avtale om sluttavregning uten hinder av dekningsloven §§ 7-3 og 8-1 eller gjeldsbrevloven § 26 for alle finansielle instrumenter, jf. det utvalget skriver under pkt. 10.4.2 side 185. Denne motregningsretten er nyttig for handelen i finansielle instrumenter, men omfatter ikke motregning for den alminnelige handelen i finansielle derivater, uten at det stilles sikkerhet. Det er ikke vanlig å stille sikkerheter ved denne type handel. Det forhold at motregningsretten etter vphl. er begrenset til langt færre finansielle instrumenter enn hva som følger av lov om finansiell sikkerhetsstillelse, skaper en noe uoversiktlig rettslig situasjon.

En fornyet vurdering av om man skal utvide motregningsretten til alle former for finansielle derivater, er noe de to foreninger gir sterk støtte til. Finansnæringen har ved flere tidligere anledninger de siste årene tatt opp behovet for motregning eller netting av finansielle derivater overfor myndighetene, bl.a. i forbindelse med en høringssak fra Finansdepartementet om motregning av gjenkjøpsavtaler med obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter og lov om finansiell sikkerhetsstillelse. Behovet for en slik fornyet vurdering har forsterket seg de senere år bl.a. fordi aktiviteten i unoterte derivater basert på verdipapirer og indekser har fått økt betydning for norske aktører. Det faktum at norsk lovgivning, med begrenset motregningsrett for finansielle derivater, skiller seg ut fra det som er vanlig i hjemlandene til de utenlandske motparter norske institusjoner har stor handel med, er også uheldig i seg selv fordi det skaper juridiske komplikasjoner i forhold til å sette opp generelle motregningsavtaler med utenlandske motparter. Konkurransemessig er dette en ulempe for norske banker, verdipapirforetak og andre norske aktører. Vi viser her også til at Kredittilsynet ved tidligere anledninger har tatt til orde for å utvide motregningsretten og begrunnet dette med at en utvidet rett til motregning bidrar til å redusere risiko og kostnadene for aktørene i verdipapirmarkedet, herunder likviditetsbehovet.

Vi merker oss at utvalget, når det foreslår utvidelse av motregningsretten for nye derivater, har lagt betydelig vekt på at hensynene bak reglene i dagens vphl. kapittel 10 også gjør seg gjeldende for disse nye derivatene. Dette kan imidlertid klart sies å være tilfelle også for de gjenstående formene for derivater som inngår i definisjonen av finansielle instrumenter, men som i dag ikke omfattes av vphl. kapittel 10. Vi merker oss også at et samlet utvalg ikke har funnet behov for, i det hele tatt, å reflektere over eventuelle motforestillinger mot den utvidelse av motregningsretten for nye derivater som er foreslått, noe som bør illustrere at det er sterke argumenter for en utvidelse av motregningsretten knyttet til handel med finansielle derivater.

De to foreningers primære syn er at motregningsretten etter vphl., gjennom den foreliggende lovbehandling bør utvides til å omfatte alle finansielle derivater, dvs. knyttet til definisjonen i lovutkastet § 2-2 (5). Lovteknisk vi dette også skape klarhet. I den grad departementet ikke

finner å kunne fremme et slikt lovforslag, ber vi om at departementet i det minste fremlegger saken slik for Stortinget at det senere vil være mulig å benytte forskriftshjemmelen i vphl. § 10-1 (som foreslås videreført i ny vphl.) som grunnlag for å utvide virkeområdet til å omfatte alle finansielle derivater. Det vil være uheldig om en fremtidig utvidelse på dette området skal være avhengig av en ny tidkrevende lovbehandling.

k) Organisasjonsform – forslaget § 9-8

Det er positivt at tillatelsen til å yte investeringstjenester utvides til også å gjelde aksjeselskaper – i tillegg til dagens kredittinstitusjon og allmennaksjeselskap. Aksjeselskapsformen bør være godt tilpasset behovene til relativt små verdipapirforetak med en begrenset tillatelse, for eksempel til å drive med investeringsrådgivning.

l) Noen andre justeringer av regelverket

- Vi støtter den foreslåtte endringen gjennom utkast § 9-6 andre ledd om å fjerne kravet til maksimal tilbakebetalingstid på en måned etter gjeldende vphl § 8-2 andre ledd.
- Vi er også enige i at det ikke er behov for at Kredittilsynet bør ha en godkjenningsrolle vedrørende låneavtaler om finansielle instrumenter, og at følgelig tredje ledd annet punktum i vphl. § 8-8 oppheves.
- Marginforskriften etter vphl. § 8-8 første ledd, stiller som vilkår for verdipapirforetaks utlån av finansielle instrumenter at det stilles sikkerhet tilsvarende de utlånte verdipapirenes verdi, pluss en marginsikkerhet på minst 5 prosent. Forskriften gjenspeiler etablert markedspraksis for verdipapirlån mellom profesjonelle og ikke profesjonelle parter.

Imidlertid er det slik at verdipapirer som lånes ut i det norske verdipapirmarkedet i stor grad er lånt inn internasjonalt, gjennom norske banker. For å redusere motpartrisikoen i internasjonal securities lending virksomhet, redusere transaksjonskostnader, samt å begrense omfanget av de eiendeler som små stilles som sikkerhet, er det internasjonalt vanlig å beregne marginkravene på nettbasis. På den måten, der begge parter opptrer som både låntaker og utlåner, stilles det lavere eller ingen marginsikkerhet.

Marginforskriften begrenser norske verdipapirforetaks adgang til å følge internasjonal praksis. På dette grunnlag ber vi departementet vurdere om marginforskriftens absolutte marginkrav bør forbeholdes transaksjoner mellom verdipapirforetak og kunder som ikke er verdipapirforetak.

#### 1.4.2 Ny lov om regulerte markeder

Det foreslås en ny lov om regulerte markeder. Disse reglene vil erstatte gjeldende børslov. Det gis først fellesregler for børser og andre regulerte markeder, og deretter spesialregler for børser. Gjeldende børslovs bruk av begrepet "autorisert markeds plass" er ikke videreført.

a) Multilaterale handelsfasiliteter (MHF) - lovforslaget kapittel 11

Det innføres videre et nytt institutt i form av "multilaterale handelsfasiliteter" – et system som ikke er et regulert marked eller børs, men der det likevel legges til rette for omsetning av verdipapirer. MHF'er kan drives av verdipapirforetak eller regulerte markeder, herunder børser. Det stilles en rekke krav til gjennomføring og overvåking av handler. Ett eksempel på en slik MHF er, etter hva vi forstår, ABM (Alternative Bond Market) som er etablert av Oslo Børs,

og hvor sparebankene som utsteder av obligasjonslån, er den største interessent. MHF er definert i lovforslaget § 2-5.

En MHF antas å kunne drive samme virksomhet som et regulert marked, men det vil være ulike regelsett som regulerer de to fasilitetene. MHF vil reguleres av verdipapirhandellovens bestemmelser, mens et regulert marked vil reguleres av den nye loven om regulerte markeder. Dette innebærer ulike konsesjons- og virksomhetsregler, men neppe noe funksjonelt skille. Det er viktig å sørge for at reglene for bankene som utstedere av finansielle instrumenter i utgangspunktet ikke gjøres strengere enn det som følger av EØS forpliktelsene med mindre dette har en særlig begrunnelse. Dette er også utvalgets utgangspunkt, men likevel slik at regler om markedsmissbruk skal gjelde – slik det i dag også gjør for ABM, jf. lovforslaget § 3-1 fjerde ledd.

Vi mener det er et behov for denne type handelsplasser som ikke formelt er å oppfatte som regulerte markeder, men som i praksis vil kunne ha flere av de samme funksjonene. ABM er et godt og praktisk eksempel på dette.

b) Eierbegrensningsreglene, forslag til ny lov om regulerte markeder § 3-3

I forslaget til ny lov om regulerte markeder (børsloven) foreslås det i del 3 regler for børser. Nåværende eierbegrensningsregler i børsloven om at ingen kan eie mer enn 10 prosent blir foreslått videreført i ny § 3-3. Vi er kjent med at overvåkningsorganet ESA mener at eierbegrensningsreglene er i strid med EØS-avtalen og at det verserer en strid om dette med norske myndigheter, jf. henvisningen om dette i lovutredningen under pkt. 6.3.3.3.2 side 126.

FNH og Sparebankforeningen tar for øvrig dette spørsmålet opp i et eget brev – som en del av høringsuttalelsen.

## 2. Transparencydirektivet

### 2.1 Generelt

Transparencydirektivet tar sikte på å harmonisere kravene til hvilke opplysninger utstedere og innehavere av omsettelige verdipapirer notert på et regulert marked må gi til markedet. Direktivet inneholder også bestemmelser om hvordan slike opplysninger skal offentliggjøres. Direktivet tar særlig sikte på å fjerne en rekke nasjonale hindre ettersom ulike regler om gjennomsiktighet i medlemsstatene kan gjøre det vanskelig å få tatt opp verdipapirene til handel på regulerte markeder i flere EØS-stater.

Vi er positive til disse målsettingene, og tror at direktivet langt på vei vil kunne realisere disse målsettingene. Direktivet skiller klart mellom hjem- og vertsstatsregulering. Det er et minimumsdirektiv, slik at det kan gis strengere nasjonale regler for utstedere, aksjonærer og fysiske og juridiske personer (investorer) enn det som direktivet legger opp til. Man er likevel etter direktivet som *vertsstat* forhindret fra å stille strengere krav enn de minimumskravene som følger av direktivet, slik at i vertsstatstilfellene vil direktivet faktisk fungere som et fullharmoniseringsdirektiv.

Vi ser at det kan gi noen uheldige virkninger at eksempelvis flaggereglene kan være annerledes på et regulert marked som Oslo Børs, alt etter som de børsnoterte selskapene har

Norge eller et annet EØS-land som *hjemland*. Norsk rett har i dag som kjent i utgangspunktet ikke noe skille mellom norske og utenlandske utstedere for så vidt gjelder rapportering og flagging.

Vi har også merket oss at utvalget under pkt. 12.3.1 side 193 antar at utstedere gjennom kursnoteringsavtalen med vedkommende regulerte marked må kunne pålegges andre forpliktelser enn de som følger av direktivet. På den måten kan man altså sikre seg at aktørene på ett og samme marked må forholde seg til de samme spillereglene om transparens og åpenhet.

Vi registrerer at utvalget finner det hensiktsmessig å videreføre enkelte av de norske reglene som er strengere enn direktivet. Det kan ikke utelukkes at vel innarbeidede regler som sikrer markedets integritet og effektivitet og gir økt transparens, i visse tilfeller bør kunne opprettholdes. I sin alminnelighet er vi likevel for mest mulig harmonisering.

Direktivet er detaljert og relativt teknisk preget, og vi ser at det har budt på krevende utfordringer å få transformert dette over i norsk virkelighet. Gjennomgående ser det ut til at lovutvalget har kommet greit fra denne oppgaven. Således virker det fornuftig å ha reglene om løpende og periodisk informasjonsplikt, offentliggjøring mv., *samlet*, i et eget kapittel 5 i verdipapirhandelloven. Det gir god oversikt over de rapporteringspliktene som påhviler utstedere med Norge som hjemland. Direktivet medfører også til dels nye flaggereglene som sammen med reglene om primærinnsideres meldeplikt samles i kapittel 4.

Hjemstat er definert i lovutkastet § 5-4, men definisjonen får også anvendelse på bestemmelser under kapittel 4 om meldeplikt. I utgangspunktet ville vi tro at det var de samme hjemstatsregler som gjaldt for prospektreglene i kapittel 7. Vi ser likevel at det kan være en viss tvil knyttet til dette spørsmålet. Vi tror at det kunne være fordelaktig for berørte aktører dersom spørsmålet om hva som er rette hjemstat ble definert i lovens kapittel 2. Definisjoner, og på den måten få anvendelse på hele loven. For øvrig er det etter transparencydirektivet ikke tillatt å ha mer enn én hjemstat for en utsteder. Vi ber departementet vurdere disse forholdene nærmere.

Nedenfor gir vi synspunkter på noen enkeltbestemmelser:

## 2.2 Merknader til enkeltbestemmelser

a) Til § 4-2 Flagging av erverv av større aksjeposter og rettigheter til norske aksjer  
Det er ikke så lenge siden de norske flaggereglene var gjenstand for en viss revisjon, med bl.a. innføring av nye flaggegrenser. Direktivets artikkel 9 flg. nødvendiggjør endringer igjen. Det gjelder bl.a. nye flaggegrenser på 15 og 25 prosent – i tillegg til de eksisterende grensene i gjeldende verdipapirhandelloven § 3-2.

Flaggereglene skal følge reglene i utstederens hjemstat, noe som innebærer en endring i forhold til dagens regler om at man skal melde fra til børsen om erverv eller avhendelse uavhengig av utsteders hjemstat og for så vidt aksjonærens nasjonalitet.

Etter forslaget skal man melde fra til utstederen og til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker.

Vi registrerer at det følger av direktivet at det må flagges ikke bare i forbindelse med erverv eller avhendelse, men også ved rent passive plasseringer av flaggegrensene, jf. forslaget til § 4-2 "eller annen omstendighet". En person kan dermed havne i en flaggeposisjon uten å kjenne til omstendigheten som utløser denne. Det kan naturligvis virke uheldig. Denne regelen bør likevel ses i sammenheng med utkastet til § 5-8 om utsteders informasjonsplikt ved endringer i aksjekapital, rettigheter, lån og vedtekter.

Av direktivet artikkel 9 nr. 5 fremgår det at flaggebestemmelsene ikke får anvendelse på en markedspleiers erverv eller avhending av en betydelig besittelse som når opp i eller overskrider terskelen på 5 prosent, når denne opptrer som markedspleier (market maker). Forutsetningen er at dette ikke griper inn i den berørte utsteders ledelse eller påvirker utstederen til å kjøpe slike aksjer eller støtte aksjekursen. Tilsvarende regler følger i dag av forskrift 18.12.02 nr. 1613. Vi forutsetter at innholdet i denne forskriften videreføres, jf. den foreslåtte forskriftshjemmelen i § 4-2 niende ledd. Hjemmelen kan også benyttes til å gi nærmere regler om konsolidering av eierandeler; noe som det kan være behov for særlig i finanskonserner med flere datterselskaper som kan ha aksjeinnehav som det ikke er naturlig å konsolidere pga. at det etter lovverket forutsettes at man skal opptre uavhengig av hverandre hva angår erverv og avhendelse av aksjer.

Vi registrerer også at direktivet artikkel 9 nr. 6 åpner for at hjemstatene kan bestemme at stemmerettighetene som inngår i handelsporteføljen til en kredittinstitusjon eller et verdipapirforetak ikke skal medregnes for flaggeformålene dersom stemmerettighetene ikke overstiger 5 prosent og vedkommende institusjon sørger for at disse stemmerettighetene ikke utøves eller på annen måte anvendes til å gripe inn i utstederens ledelse. Vi er enige med lovutvalget i at forskriften om unntak må utvides til å gjelde dette alternativet, se utredningen side 210 nederst i andre spalte.

I § 4-2 åttende ledd foreslås det konsolideringsregler etter direktivets bestemmelser, men som også stort sett er i samsvar med gjeldende rett. Nytt er at stemmerettigheter også skal telle med når disse utøves etter fullmakt, vel å merke når det ikke foreligger særlige instruksjoner fra aksjeeieren. Vi er innforstått med at direktivet fordrer et slikt lovforslag.

**b) Til forslaget § 5-6 Plikt til å avlegge delårsrapporter**

Utvalget foreslår at utstedere (av aksjer og grunnfondsbevis) skal avlegge delårsrapport for regnskapsårets fire kvartaler. Låntaker skal etter forslaget utarbeide delårsrapport for regnskapsårets seks første måneder.

Forslaget er strengere enn kravene etter direktivet artikkel 5, hvorefter utsteder av aksjer eller gjeldsinstrumenter skal offentliggjøre en halvårsrapport snarest mulig etter utløpet av det aktuelle halvår, men senest to måneder etter utløpet av denne perioden. Forslagene kommer i samsvar med hovedregelen i direktivet til anvendelse bare for utstedere som har Norge som hjemland.

Etter vår oppfatning er det ikke behov for krav til hyppigere rapportering enn det som direktivet her legger opp til. I de fleste foretak skjer det som regel lite kvartalsvis som er utslagsgivende for markedet, og sentrale markedsaktører og andre brukere av regnskaper mener at det er tilstrekkelig med krav om halvårsrapporter.

Vi går derfor inn for at lovkravet skal være at utstedere skal offentliggjøre halvårsrapporter.

c) Unntaket i direktivets artikkel 8 nr. 2

Denne bestemmelsen åpner for at det kan gjøres unntak for kredittinstitusjoner hvis aksjer ikke er notert på et regulert marked og som fortløpende eller gjentatte ganger bare har utstedt obligasjoner. Den samlede pålydende verdi av alle slike obligasjoner må være under 100 000 euro. Endelig er det et vilkår at kredittinstitusjonen heller ikke har offentliggjort et prospekt etter prospektdirektivet.

Det vil altså kunne være aktuelt for banker som ikke har børsnoterte aksjer eller grunnfondsbevis. Vi mener derfor det kan være behov for å gjøre dette unntaket gjeldende direkte i loven, men ser også at det bys en unntaksmulighet ved hjelp av forslaget til § 1-4 om lovens anvendelse på kredittinstitusjoner – det siste i tråd med det lovutvalget skriver under punkt 13.4.3 side 203.

d) Til forslaget § 5-8 Endringer i aksjekapital, rettigheter, lån og vedtekter

Disse bestemmelsene gjennomfører direktivets artikler 15, 16 og 19. Norsk rett har ikke noen eksplisitt regulering som fullt ut tilsvarende de nevnte artiklene. Det kan også være en fordel å få alle disse bestemmelsene samlet på ett sted i lovverket. Reglene vil bl.a. tjene til å gi aksjonærene fornøden informasjon for å kunne vurdere om flaggegrensene passerer, jf. bokstav a) ovenfor.

Det er for øvrig ikke lagt opp til at denne bestemmelsen skal gjelde noterte grunnfondsbevis, og viser til kommentarene ovenfor om at det kan være behov for å gjennomgå forholdet til grunnfondsbevis i en bredere sammenheng, jf. punkt 1.4.1 c) ovenfor.

e) Til forslaget §§ 5-9 og 5-10

I § 5-9 foreslås det flere regler om hvilke informasjonsforpliktelser overfor aksjonærene som påhviler den enkelte utsteder som er omfattet av direktivet og av bestemmelsene. Vi forstår det slik at dette er plikter som allerede er nedfelt i norsk aksje- og børslovgivning, men at det likevel av hensyn til direktivet er nødvendig å gjennomføre dem på den foreslåtte måten.

§ 5-10 omhandler informasjon til långivere og gjennomfører direktivets artikkel 18. vi registrerer at direktivet her fordrer mer og annen informasjon enn det som i dag følger av norsk verdipapirrett.

f) Til forslaget § 5-12

Vi registrerer og tar til etterretning at gjeldende regler om informasjonsplikt til børsen må endres for å tilpasse seg direktivets bestemmelser og EØS-forpliktelsene. Utsteder skal offentliggjøre opplysninger på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Opplysningene skal i tillegg sendes til vedkommende regulerte marked (Oslo Børs). Børsens "monopol" som mottaker og videreformidler av slik informasjon oppheves med dette. Etter bestemmelsens andre ledd skal opplysninger etter § 5-5 Plikt til å avlegge årsrapport samt § 5-6 Plikt til å avlegge delårsrapporter sendes til Kredittilsynet. Vi ser at direktivet legger opp til et mer omstendelig og byrdefullt system for offentliggjøring enn det eksisterende.

Vi er enige med utvalget i at vedkommende regulerte marked, i dag Oslo Børs, slik som nå, bør sørge for at offentliggjorte opplysninger blir tatt vare på eller lagret.

Etter vårt syn er det viktig å legge forholdene til rette praktisk for at utsteder kan overholde sine informasjonsplikter overfor offentligheten, Oslo Børs og Kredittilsynet på en mest mulig samordnet og effektiv måte. Vi er derfor tilfreds med at det er en forskriftshjemmel for dette formålet i bestemmelsens siste ledd. Bestemmelsen åpner også for at offentliggjøring og oppbevaring kan skje på en annen måte enn angitt i bestemmelsen, jf. at etter direktivet artikkel 19 nr. 2 kan utsteder fritas fra å sende løpende meldinger til tilsynsmyndigheten.

g) Til forslaget § 5-13. Språk

Utvalget foreslår i § 5-13 at norske utstedere skal gi opplysninger på norsk, mens utenlandske utstedere kan benytte engelsk dansk eller svensk. Kredittilsynet skal videre kunne beslutte at utsteder kan benytte engelsk. Vi bemerker at Oslo Børs er blitt en internasjonal børs hvor også utenlandske selskaper er notert og utenlandske investorer handler. Vi støtter derfor forslaget fra utvalgets mindretall om at utsteder, uavhengig av hjemland, skal kunne gi opplysninger på "norsk, engelsk, svensk eller dansk". Vi mener mindretallets forslag her utgjør et minimum av markedsorientering og tilpasning til den internasjonale økonomi og det kapitalmarked som Norge er en del av.