

**ÅRSBERETNING
FOR
NORGES FONDSMEGLERFORBUND**

(inklusive omtale av Fondsmeglernes Informasjonstjeneste AS)



1. JANUAR 2004 TIL 31. DESEMBER 2004

1	INNLEDNING	4
1.1	Formannen har ordet	4
1.2	Forbundets tillitsvalgte og ansatte.....	6
1.3	Medlemmer	6
2	VERDIPAPIRMARKEDET I PERIODEN.....	7
2.1	Aksjemarkedet	7
2.2	Obligasjons- og rentemarkedet.....	9
3	FORBUNDETS ARBEID MED RAMMEBETINGELSER	11
3.1	Nasjonalt regelverk.....	11
3.1.1	Innledning	11
3.1.2	Innsidehandel	12
3.1.3	Markedsmanipulasjon	12
3.1.4	Opplysningskrav i analyser	13
3.1.5	Sikkerhetsstillelse	13
3.1.6	Prospekt	14
3.1.7	Regnskap.....	16
3.1.8	Forvalterregistrering	16
3.1.9	Fjernsalg av finansielle tjenester	17
3.2	Internasjonalt regelverk.....	18
3.2.1	MiFID (ISD II).....	18
3.2.2	Transparency.....	20
3.2.3	Overtagelsestilbud.....	21
4	INTERNASJONALT SAMARBEID	23
4.1	Nordisk samarbeid.....	23
4.2	Europeisk samarbeid	23
5	ORGANISATORISKE FORHOLD.....	24
5.1	Oslo Børs	24
5.1.1	Åpningstiden på Oslo Børs	24

5.1.2	Likviditetsgarantiordning.....	25
5.1.3	Handelsstopp på Oslo Børs.....	25
5.1.4	Norex Member Rules.....	26
5.2	Verdipapirsentralen.....	26
5.3	NOS.....	27
6	FINANSNETTNORGE.....	27
7	AUTORISASJONSORDNINGEN OG ANNEN KURSVIRKSOMHET.....	28
8	ETISK RÅD.....	29
9	FINFO.....	30
10	KOMITEER.....	32

1 Innledning

1.1 Formannen har ordet

Norges Fondsmeglerforbund går nå inn i sitt nitiende år. Forbundet er et resultat av en fusjon mellom Fondsbørsens Meglerforening (stiftet 5. oktober 1915) og Norges Fondsmeglerforbund (stiftet 18. juni 1918). Foreningene ble fusjonert i 1978 og det ble da bestemt at man ved jubileer skulle ta utgangspunkt i stiftelsen av den eldste forening. Et tilbakeblikk viser at arbeidet med meglerforetakenes rammebetingelser har stått sentralt i Forbundets virksomhet siden stiftelsen. Som et eksempel kan nevnes at meglerforetakenes sikkerhetsstillelse var hovedtema på generalforsamlingen for 75 år siden og er også et tema på årets generalforsamling.

Det offentlige regelverket, børsens regelverk og bransjens egne standarder er ikke statiske. Endringer skjer kontinuerlig. Som det fremgår av denne årsberetningen, er Forbundet involvert i utviklingen av nye rammebetingelser for bransjen. Endringer i rammebetingelsene som følge av implementering av EU-direktiver vil komme på løpende bånd de førstkomende årene. Reguleringen vil bli på et detaljnivå som er ukjent her i Norge. Det vil gi bransjen en god del utfordringer og det er lite tvilsomt at ressursbruken til compliance-funksjonen i meglerforetakene vil tilta.

2004 har utvilsomt vært et godt år for våre medlemmer og deres kunder. Omsetningen på Oslo Børs nådde hele 906 mrd som er 64 pst høyere enn året før, og 50 pst høyere enn det forrige toppåret (2000). Aksjekursene steg med 38,45 pst hvilket er meget høyt, både historisk sett og sammenlignet med andre børser. Antall transaksjoner var også høyt, omtrent 1 million flere transaksjoner ble gjennomført på Oslo Børs sammenlignet med 2003. Omløpshastigheten på Oslo Børs var i 2004 historisk høy, dvs 110,3 pst.

Normalt har høy omsetning på børsen og stigende kurser gitt et høyt emisjonsvolumet. Emisjonsvolumet var på 9,3 mrd og dette er et lavt nivå historisk sett, hvis man sammenligner med omsetningen i annenhåndsmarkedet. Emisjonsvolumet var riktignok nesten 50 pst høyere enn i 2003, men tallet tyder på at selskapene fortsatt vil se situasjonene an etter perioden på 3 år med store svingninger i aksjekursene.

Aktiviteten i obligasjonsmarkedet var mer laber i 2004. Omsetningen av obligasjoner gikk ned fra 686 mrd i 2003 til 514 mrd i 2004. Dette er den laveste omsetningen av obligasjoner på svært mange år.

Samarbeidet med Oslo Børs og de øvrige infrastrukturbedrifter fungerer godt. I et lite og konkurranseutsatt marked som det norske, er det selvsagt viktig at saker som berører markedet og aktørene kan diskuteres i åpenhet ut fra et gjensidig tillitsforhold. Vi mener at infrastrukturbedriftene er lydhøre ovenfor Forbundet og flere saker er løst på en god måte gjennom den gode kontakten som er opparbeidet. Imidlertid er det vanskelig å vinne gehør for redusert avgiftsnivå og det er noe vi må jobbe videre med.

I media fremkommer det stadig påstander om at Oslo Børs er en "innside-børs". De som hevder dette kan påregne god spalteplass i media. Vi mener at dette stemplet på ingen måte er fortjent. Oslo Børs har et meget bra overvåkningssystem, tilsynsmyndighetene fungerer godt og regelverket er høyst moderne. At aktørene har tillit til at børsen fungerer på en ordnet måte, vises ved høy aktivitet på børsen blant annet gjennom meget stor deltagelse fra utenlandske institusjonelle investorer. Dersom det var tilfelle i praksis at Oslo Børs er en "innside-børs" ville det ha vært sannsynlig at de større aktørene hadde trukket seg ut av markedet, hvilket ville ha gitt lav aktivitet og svak kursutvikling. Det må være en målsetting at det Oslo Børs blir kvitt dette ufortjente stempel som henger igjen fra "gammelt av". Her må vi alle yte vårt når børsen og de børsnoterte selskaper presenteres for kunder og media.

1.2 Forbundets tillitsvalgte og ansatte

Styret har i perioden 1. januar 2004 til 31. desember 2004 bestått av:

Formann	Sigmund Ellingbø	(DnB NOR Markets)
Viseformann	Per Ove Breivold	(ABG Sundal Collier Norge ASA)
Styremedlem	Petter Bakken	(Enskilda Securities ASA)
Styremedlem	Runar Meland	(First Securities ASA)
Styremedlem	Erik Bjørland	(Fondsfinans ASA)
Styremedlem	Blanca Løvic	(Alfred Berg Norge ASA)
Styremedlem	Odd-Arne Pedersen	(Terra Securities ASA)
1. varamedlem	Tom Kristoffersen	(Carnegie ASA)
2. varamedlem	Pål Bergskaug	(Skandinaviska Enskilda Banken)

Administrasjonen har i beretningsperioden bestått av:

Adm dir:	Per Broch Mathisen
Advokat:	Frede Aas Rognlien frem til 1. juli
Rådgiver	Mette Christin Eriksen fra 15. juli
Sekretær:	Karin Haugen
Ekstern revisor:	KPMG a.s v/Jørgen Lorentzen-Styr

I tillegg har Forbundet, i likhet med tidligere år, benyttet Knut Ørbech som fast sensor for autorisasjonsordningen. Frede Aas Rognlien sluttet etter 14 år i Forbundet for å begynne som Head of Compliance i Enskilda Securities. Mette Christin Eriksen overtok hans stilling.

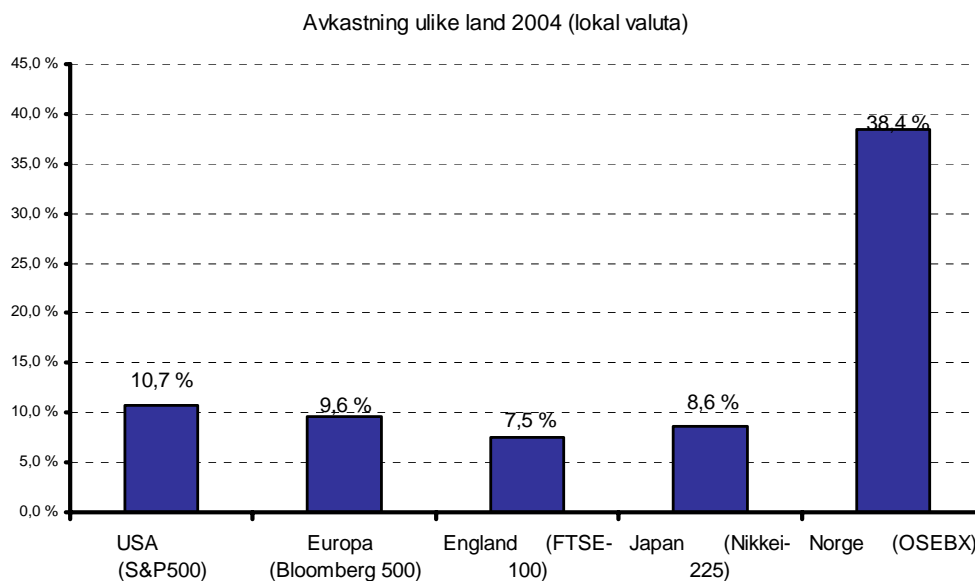
1.3 Medlemmer

Forbundet har ved utløpet av beretningsperioden 20 medlemmer og assosierte medlemmer. I begynnelsen av 2004 fusjonerer DnB Markets og Gjensidige NOR Equities og Gjensidige NOR Sparebank (markets) til DnB NOR Markets. Nordea Markets og Nordea Securities NUF fusjonerte i mai 2004 og medlemskapet ble videreført av Nordea Markets. Orion Securities ASA ble tatt opp som nytt medlem i april 2004. Terra Fonds ASA har skiftet navn til Terra Securities ASA

2 Verdipapirmarkedet i perioden

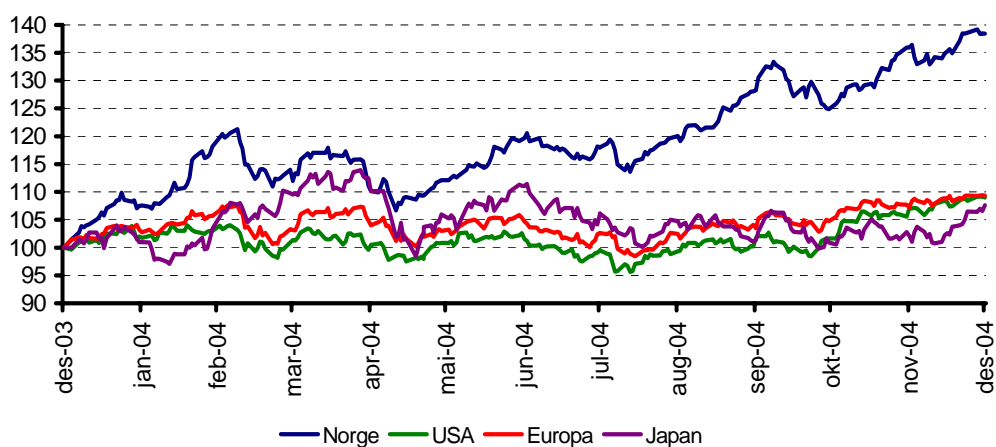
2.1 Aksjemarkedet

I 2004 fortsatte Oslo Børs oppgangen fra 2003. Isolert ga året 2004 en oppgang på 38,4 pst, sammenlignet med 48,4 pst i 2003. Dette er vesentlig bedre enn de store internasjonale børsene. Den internasjonale børsutviklingen var forholdsvis flat de første månedene av 2004, men gjennom det siste kvartalet steg de toneangivende børsene slik at året som helhet gav en økning på 8-11pst.



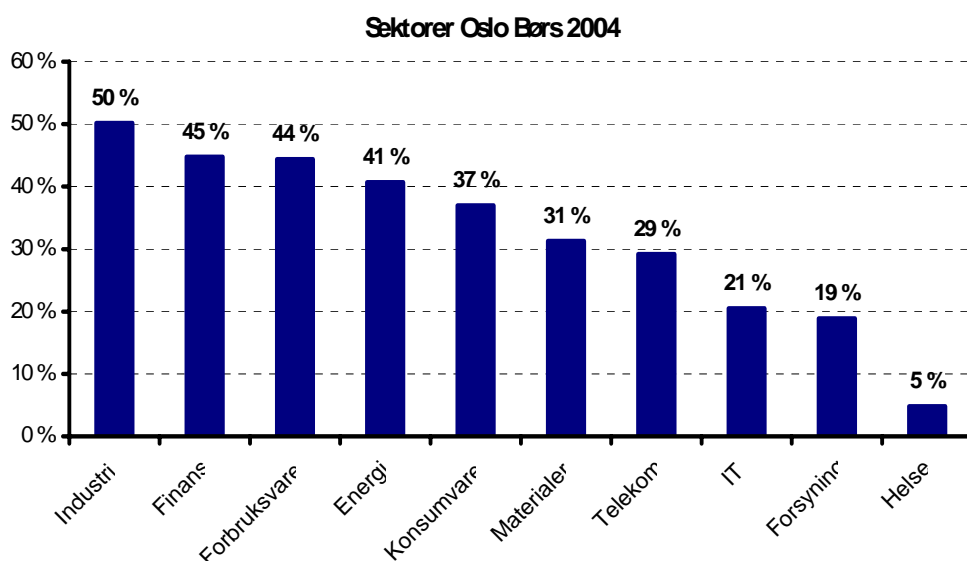
Den internasjonale utviklingen ble preget av at utviklingen i Irak ikke gikk smertefritt, terroraksjoner i Spania og ikke minst usikkerhet knyttet til presidentvalget i USA. Samtidig fikk vi en sterk vekst i oljeprisen, som passerte 50 USD/fat i slutten av oktober. Svak dollar og ubalanser i amerikansk økonomi bidro også til å holde børsene nede. På den annen side ble 2004 et år med god økonomisk vekst, ledet an av USA og Kina. En konsekvens av dette ble gode shippingmarkeder og solid prisstigning på en rekke råvarer. Kombinert med at private forbruket i USA holdt seg høyt, ble resultatet en god inntektsutvikling for en rekke selskaper.

Utvikling verdens aksjemarkeder 2004
Lokal valuta



Hovedgrunnene til at det norske aksjemarkedet fikk en vesentlig bedre utvikling enn de store børsene finner vi i høy oljepris, gode shippingmarkeder og kraftig prisstigning på råvarer som til sammen gav sterk inntjeningsvekst for store deler av norsk næringsliv. Samtidig holdt rentenivået seg lavt. Siden bunnen i februar/mars 2003 hadde Oslo Børs steget 140 pst da 2004 ebbet ut.

Ikke overraskende var det oljerelaterte aksjer og transportaksjer (defineres inn enten som Industri eller Energi i Oslo Børs' sektor-oversikt) som ledet an verdiutviklingen. Blant årets vinneraksjer finner vi typisk aksjer som Frontline, Odfjell, Stolt Nielsen og Stolt Nielsen Offshore, alle med tresifret prosentvis verdistigning. Også toneangivende aksjer som Statoil og Norsk Hydro har hatt en hyggelig verdiutvikling i 2004, men noe svakere enn for markedet som helhet. Mot slutten av året tok de mer hjemmemarkedsorienterte sektorer som konsum, forbruk og finans seg opp. Av figuren nedenfor ser vi at alle delindeksene steg i verdi også i 2004.



Over 20 av de børsnoterte selskapene doblet sin verdi i løpet av 2004. Kun et trettitalls aksjer falt i verdi. Verst gikk det utover enkelte selskaper innen it, luftfart og havbruk.

2004 gav omsetningsrekord på Oslo Børs. Gjennomsnittlig dagsomsetning ble 3,6 mrd kr sammenlignet med 2,2 mrd pr dag i 2003. Antallet handler steg med 44 pst til 13.600 pr dag i gjennomsnitt. Den høye aktiviteten henger sammen med økt utenlandsk interesse for Oslo Børs. Utenlandske investorer står for 60-70 pst av omsetningen. Og den utenlandske eierandelen av aksjer notert på Oslo Børs har økt fra 28 pst i 2003 til 33 pst. Utenlandske meglerhus (fjernmedlemmer) har økt sin markedsandel til 25 pst.

22 nye selskaper ble tatt opp til notering. Det viktigste var Yara som ble skilt ut fra Norsk Hydro. Yara bidro til den generelle kursoppgangen og steg med 94 pst fra første noteringsdag til årets slutt. 12 selskaper ble strøket fra notering. Ved årets slutt var 188 selskaper notert på Oslo Børs

2.2 Obligasjons- og rentemarkedet

Ved inngangen til året 2004 ble det klart at USA hadde lagt resesjonen godt bak seg, men at problemene med økonomiske ubalanser og et arbeidsmarked som ikke leverte sysselsettingsvekst fortsatt var uløst.

Den sterke økonomisk veksten i Kina - kombinert med problemene i Midt-Østen – førte til økte priser på olje og en del andre råvarer. Samtidig gikk amerikansk økonomi gjennom en såkalt "soft patch"; en periode med lageroppbygging og noe svakere produksjonsvekst i industrien som satte sitt preg på deler av året.

Uroen for uønsket lav prisvekst som karakteriserte deler av 2003 og inngangen til 2004 dempet seg noe gjennom året. Den amerikanske kjerneinflasjonen steg gjennom hele året, fra 1,1 pst i januar til 2,2 pst i november. Ved inngangen til 2. kvartal rapporterte Federal Reserve at den så en bedring i arbeidsmarkedet etter spesielt sterk sysselsettingsvekst i mars og i april. I juni ble renten satt opp med 25 basispunkter til 1,25 pst.. Gjennom resten av året har det amerikanske arbeidsmarkedet, som er en svært viktig premisseleverandør for rentesettingen, ikke vist like sterke takter som mars og april kunne tyde på. Dette har antakelig vært et viktig bidrag til at den generelle renteoppgangen fra 2.kv ikke fortsatte utover året.

Veien mot en normalisering av rentene i USA fortsatte imidlertid ut året og Fed funds target endte på 2,25 pst. Det var i første rekke den korte delen av kurven som reagerte på rentehevingene, og rentekurven ble flatere både i USA, ØMU-regionen og i Norge. Federal Reserves intensjoner ble imidlertid tydelig uttrykt av sentralbanksjef Alan Greenspan i november, i forbindelse med en paneldebatt:

«Rising interest rates have been advertised for so long and in so many places that anyone who has not appropriately hedged his position by now, obviously, is desirous of losing money»

I tillegg til høy oljepris har også et videre fall i dollarkursen, i første rekke mot EURO, preget året 2004. Oljeprisen steg fra rundt 30 dollar fatet ved inngangen til året til en topp på 51,5 dollar i oktober, før den falt ned mot USD 40-nivået ved årsslutt. Den høye oljeprisen og valutakursen la sten til byrden for ØMU-området, som opplevde et svakt 2004 med lav vekst i interregional etterspørsel og sviktende konjunkturbarometre. Den europeiske sentralbanken, ECB, inntok imidlertid en forholdsvis aggressiv holdning og har gjentatte ganger gitt uttrykk for uro knyttet til eventuelle andre-runde effekter av oljeprisen på inflasjonen. ECB har også påpekt at det er rikelig likviditet i kredittmarkedet. Utviklingen i markedene tyder imidlertid på at man ikke i nevneverdig grad har fryktet renteøkning i ØMU og avstanden mellom amerikanske og euro-rentene har økt gjennom året, spesielt for kortere løpetider.

Norges Bank kuttet rentene to ganger med 25 basispunkter til 1,75 pst i løpet av 1. kvartal, som en avslutning av den raske rentereduksjon fra 6,5 pst til 2,25 pst

gjennom 2003. Utviklingen internasjonalt, men kanskje enda mer et uønsket og uventet fall i inflasjonen her hjemme, var viktige faktorer bak rentereduksjonen. Kjerneinflasjonen (KPIJAE) falt til -0,1 pst årsrate i februar, men har steget til 1,0 pst ved utgangen av året.

Sterk vekst i husholdningenes kredittvekst og boligpriser har også preget 2004. Mot slutten av året ble også bedringen i arbeidsmarkedet mer tydelig. Styringsrentene fikk imidlertid ligge uendret resten av året. Ved utgangen av året hadde norsk 10-års statrente falt til 3,95 pst (NST 471) som er det laveste siden 1955. Norges Bank har også gjennom det meste av året gitt uttrykk for at Norge ikke bør ligge i forkant når rentene skal normaliseres.

I løpet av året ble det omsatt (eks repo) for 514 841 millioner kroner i obligasjoner og 230 865 i sertifikater, sammenlignet med hhv 686 823 mill og 262 020 mill året før. Omsetning i statsobligasjoner var 357 706 mill, mot 527 063 mill i 2003. Det ble lagt ut nye obligasjonslån for 197 422 mill fordelt på 192 lån i 2004 mot 197 415 mill fordelt på 160 lån i 2003.

3 Forbundets arbeid med rammebetingelser

3.1 Nasjonalt regelverk

3.1.1 Innledning

EU vedtok 28. januar 2003 Directive 2003/6/EC - Market Abuse direktivet. Direktivet skulle vært implementert i norsk rett innen medio oktober 2004, men Norge ble - i likhet med de fleste alle land i Europa – noe forsinket. Finansdepartementet fremmet proposisjonen om endringer i verdipapirhandelloven overfor Stortinget i november 2004 og lovendringene ble vedtatt allerede i desember uten nevneverdig diskusjon. Forslagene til lovendringer bygget på et forslag utarbeidet av Kredittilsynet som var gjenstand for høring våren 2004. Forbundet avga en omfattende høringsuttalelse som er lagt ut på vår hjemmeside www.nfmf.no.

Lovendringene gjelder særlig nye regler relatert til forbud mot innsidehandel og markedsmanipulasjon, men også spesielle regler knyttet til distribusjon av selskapsinformasjon, samt nærmere regler om utarbeidelse av analyser og andre typer investeringsanbefalinger.

I samme proposisjon ble det for øvrig foreslått endringer i dagens regelverk for verdipapirforetakenes plikt til å stille sikkerhet., se pkt 3.1.5.

3.1.2 Innsidehandel

Definisjonen av innsideinformasjon er nå skilt ut i en egen lovbestemmelse. Kravet til opplysningenes karakter er endret fra å gjelde "opplysninger" til "presise opplysninger". Også kravet til kurspåvirkning er endret ved at opplysningene nå må være egnet til å påvirke kursen "merkbart". Innføringen av disse kvalifiserende vilkår i bestemmelsen, er i tråd med hva Forbundet foreslo i høringsrunden. Definisjonen av innsideinformasjon er i følge Finansdepartementet en videreføring av gjeldende regler.

Innføringen av tilleggsvilkåret "merkbart" kan ved første øyekast tilsa at terskelen for å bli rammet av innsidehandelsforbudet vil bli hevet. Med andre ord at det skal mer til for å bli rammet av forbudet etter de nye reglene enn etter dagens regler. Imidlertid har departementet understreket at dette ikke er tilsiktet, og at denne endringen ikke vil medføre noen materiell endring av innsidereglene.

Etter de nye bestemmelsene har meglerforetakene fått plikt til å melde fra til Kredittilsynet dersom det foreligger rimelig grunn til mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon. Av lovforarbeidene fremgår det at terskelen for rapporteringsplikten skal være lav. For meglerforetakene vil det klart bli en utfordring å etablere gode interne rutiner for behandling og rapportering av denne type saker. Det er for øvrig fastsatt i bestemmelsene at den som innrapporteres ikke skal få vite noe om rapporten, og at den som rapporterer i god tro ikke kan bli komme i straffe- eller erstatningsansvar.

Forbundet utga i november 2001 et notat om innsidehandel og ordrebokinformasjon. Notatet tar for seg anvendelsene av innsidehandel bestemmelsene i en del typetilfeller. Som følge av de nye bestemmelsene er dette notatet under revisjon.

3.1.3 Markedsmanipulasjon

Også bestemmelsene om kursmanipulasjon er endret. Manipulasjonsforbudet har skiftet navn fra "kursmanipulasjon" til "markedsmanipulasjon." Definisjonen av markedsmanipulasjon er endret betydelig i forhold til dagens definisjon, men igjen står man ovenfor endringer som materielt sett ikke vil få særlig stor betydning i praksis.

3.1.4 Opplysningskrav i analyser

Det har de senere årene vært økende offentlig søkelys på interessekonflikter som kan oppstå ved at meglerforetak har corporateoppdrag for selskaper og samtidig har analysedekning av samme selskap. Bakgrunnen er særlig finansskandalene i USA hvor det er kommet frem at profilerte analytikere i store investeringsbanker bevisst har skrevet kjøpsanbefalinger på selskaper for at selskapet skal gi corporateoppdrag til investeringsbanken. I Market Abuse direktivet er det fastsatt krav til objektivitet i bredt anlagte analyser og investeringsanbefalinger, herunder hvordan analysene skal distribueres. Norge har fulgt opp direktivet ved å gi en ny bestemmelse i verdipapirhandelloven som slår fast at den som publiserer analyser eller gir investeringsanbefalinger skal utvise tilbørlig aktsomhet og opplyse om eventuelle interessekonflikter. Bestemmelsen gir departementet hjemmel for å fastsette nærmere forskrifter om hvilke opplysninger som skal gis i en analyse eller annen type investeringsanbefaling. Forskriftene må i sin tur bygge på et kommisjonsdirektiv hvor det stilles bestemte krav til innholdet i analysen. I den kommende forskrift vil det bli stilt en rekke formkrav og dessuten krav om opplysninger om mulige interessekonflikter. Slike bestemmelsene vil gjelde alle som utgir analyser og investeringsanbefalinger, ikke bare verdipapirforetak.

Dagens lovgivning om utarbeidelse av analyser og investeringsanbefalinger, fremkommer i første rekke som virksomhets- og organisatorisk krav for verdipapirforetak. De nærmere kravene til innholdet i analyser og investeringsanbefalinger har med andre ord vært utledet av organisatoriske regler og rettslige standarder. Norges Fondsmeglerforbund har utgitt en anbefaling vedrørende forholdet mellom corporateavdeling og analyseavdeling (1/2003). Denne anbefalingen inneholder en rekke organisatoriske krav med sikte på å minimalisere interessekonflikter samt krav til opplysningsplikt om mulige interessekonflikter. Denne anbefalingen er dels et resultat av en revisjon av tidligere gitte anbefalinger og dels en oppdatering av hva som bør være "best practice" blant våre medlemmer. Det nye regelverket som vil bli iverksatt fra myndighetenes side vil innebære at standarden må endres noe. I henhold til eksisterende standard gis allerede den type opplysninger om interessekonflikter som forskriften vil pålegge meglerforetak å gi i analyser. Imidlertid vil nok bestemmelsene innebære at meglerforetak – i større grad enn i dag – må publisere opplysninger på internett.

3.1.5 Sikkerhetsstillelse

Et forhold som ble gjenstand for omfattende arbeid i Forbundet i 2003 var forslaget om endring av forskrift om sikkerhetsstillelse for verdipapirforetak. Endringsforslaget

gikk i korthet ut på å fjerne maksimumsgrensen på NOK 25 mill, hvilket i prinsippet innebærer at verdipapirforetakene må stille (ubegrensede) garantier på NOK 200.000 pr kunde. Bakgrunnen for endringsforslaget var at ESA, etter en del korrespondanse med Finansdepartementet, konkluderte med at den norske ordningen var i strid med EUs direktiv om investorkompensasjonsordninger.

Forbundet gjennomførte en undersøkelse for å bringe på det rene hvorvidt det var mulig å oppfylle kravene til sikkerhetsstillelse uten beløpsbegrensning. Konklusjonen var at det ikke var mulig å få noen til å stille nærmest ubegrensede garantier. På denne bakgrunn utredet Forbundet mulighetene for etablering av alternative ordninger, og falt ned på at den eneste muligheten er å etablere et sikringsfond.

Det er nå vedtatt en ny lovbestemmelse som innebærer at alle verdipapirforetak med konsesjon 1-4 må være medlem av fondet (altså alle unntatt de rene markedsførere) Fondet skal dekke "klientmidler" dvs penger eller verdipapirer som meglerforetak har til oppbevaring eller forvaltning for kunder. Utbetaling fra fondet kan bare skje hvis meglerforetaket går konkurs og ute av stand til å tilbakeføre "klientmidler" til sine kunder. Den maksimale utbetaling til kunder vil være NOK 200 000. Fondet skal finansieres ved innbetaling fra medlemmene. Dersom fondet ikke kan dekke hele tapet i en konkurssituasjon, hefter medlemmene prinsipalt proratarisk, sekundært solidarisk

I hovedsak er lovbestemmelsen slik vi foreslo i høringsuttalelsen. Imidlertid har Kredittilsynet i sitt forslag til forskrifter om organisering, størrelse og finansiering av fondet antydnet en størrelse på fondet og en metode for utligning av innbetaling til fondet, som Forbundet ikke kan slutte seg til. For det første er størrelsen foreslått å bli NOK 50 mill, hvilket Forbundet mener er alt for høyt. For eksempel viser beregninger Forbundet har foretatt, at utbetalingen fra Fondet til kunder i det fallerte meglerforetaket NOKA som gikk konkurs i 1997, ville ha blitt ca NOK 11 mill. For det andre er Forbundet motstander av at utligning av innbetaling til fondet, skal skje på basis av driftsinntekter. Driftsinntekter gir ingen god pekepinn på risiko.

3.1.6 Prospekt

EU har fastsatt et nytt prospektdirektiv som gir en omfattende regulering på dette området. Fristen for implementering av dette i Norge er 1. juli 2005 og en arbeidsgruppe har utarbeidet forslag til endringer i norsk lovgivning mv. Forbundet var representert i denne gruppen ved Per Broch Mathisen. Arbeidsgruppens forslag til lovendringer var på høring høsten 2004.

I hovedsak vil de nye bestemmelsene innebære at det blir prospektplikt etter "EU-regler" for tilbud over 2,5 mill Euro rettet mot flere enn 100 (ikke-profesjonelle) personer og med lavere minstetegning enn 50 000 Euro. Det vil også inntre prospektplikt ved børsnotering uavhengig av størrelse på tilbud, antall personer og minstetegning. Slike prospekter må oppfylle innholdskrav som er fastsatt i egen forordning gitt av EU. Prospekter som er utarbeidet etter EU-reglene vil være gyldige i hele EØS-området og det er hjemlandet til utsteder som skal forstå kontrollen. Siktemålet med de nye reglene er å gjøre det enklere å foreta emisjoner over landegrensene.

Arbeidsgruppen foreslår videre at det inntre prospektplikt etter norske regler ved tilbud større enn 100 000 Euro og mindre enn 2,5 mill Euro forutsatt at tilbudet er rettet mot flere enn 100 personer og lavere minstetegning enn 50 000 Euro. For slike emisjoner foreslår arbeidsgruppen at innholdet av prospektet skal følge norske bestemmelser om innhold og at prospektet skal registreres i Brønnøysundregistrene.

Departementet ba i høringsrunden om synspunkter på hvilken myndighet i Norge som skal ha ansvaret for prospektkontrollen i fremtiden. Det lå utenfor arbeidsgruppens mandat å vurdere dette spørsmålet. For høringsinstansene hadde det utvilsomt vært en fordel om dette spørsmålet hadde vært gjenstand for utredning/drøftelse i arbeidsgruppen, slik at man kunne ha hatt et bredere grunnlag for vurderingen av dette spørsmålet. Det er for eksempel viktig å ha klart for seg hvordan tilsyn og kontroll for øvrig kommer til å bli i fremtiden, hvilket ser ut til å bli et tema for lovutvalget som skal foreslå hvordan MiFID (se pkt 3.2.1) skal implementeres i norsk rett. Dette taler – isolert sett – for at det uansett ikke har noe hast for myndighetene å ta stilling til spørsmålet nå.

Norges Fondsmeglerforbund fremhevet i uttalelsen at Oslo Børs utfører prospektkontrollen på en effektiv og tillitsvekkende måte. Børsen har opparbeidet en betydelig kompetanse på dette område og kan dermed respondere raskt på problemstillinger som oppstår i prosessen som settes i gang når utkast til prospekt fremlegges for Oslo Børs. Det er liten tvil om at både utstedere og rådgivere ser det som en betydelig fordel at denne kompetansen også kan utnyttes fullt ut i fremtiden ved at prospektkontrollen fortsatt blir liggende på Oslo Børs.

Videre fremhevet Norges Fondsmeglerforbund at prospektkontroll har nær sammenheng med andre kontrollfunksjoner Oslo Børs har, for eksempel kontroll av informasjon ved opptak til børsnotering og løpende kontroll med selskapsinformasjon. Vi antar at Oslo Børs – som følge av de andre

kontrolloppgavene – uansett må gå gjennom prospekter med tilnærmet samme grundighet som ved ordinær prospektkontroll. I et så lite verdipapirmarked som det norske bør det være selvsagt at ressurser benyttes mest mulig effektivt og at det ikke bygges opp miljøer av ressurspersoner som utfører tilnærmet identiske arbeidsoppgaver.

3.1.7 Regnskap

Et ledd i revisjonen av det felles europeiske regelverk for finansmarkedene har vært å implementere internasjonale regnskapsstandarder (IAS/IFRS). Dette skjer som ledd i EUs "Financial Reporting Strategy" og EU har fastsatt en egen forordning om anvendelse av IAS/IFRS – forordning 1606/2002/EF. Denne forordning innebærer bl a en plikt for børsnoterte foretak til å utarbeide konsernregnskap i samsvar med de internasjonale regnskapsstandarder som fastsettes av IASB. Frist for implementering av denne forordning i Norge er 1. januar 2005. De nye regnskapsstandardene ble implementert ved at de internasjonale regnskapsstandardene som er vedtatt av EU som forordning, gjennom forskrift er gjort gjeldende for norske børsnoterte selskaper. Implementeringen av direktivet har også hatt som konsekvens at Kredittilsynet har overtatt ansvaret for regnskapskontrollen.

3.1.8 Forvalterregistrering

Etter gjeldende regler er det kun utenlandske aksjeeiere som kan benytte forvalter dvs nominee konto ved registrering av sitt aksjeeie i norske børsnoterte selskaper. Det har vært diskusjoner i en årrekke om det bør åpnes for at også nordmenn skal få adgang til å forvalterregistrere sine aksjer. Det er nå nedsatt et offentlig lovutvalg som skal vurdere dette spørsmålet. Forbundet er representert i utvalget ved Per Broch Mathisen.

Bakgrunnen for at dette spørsmålet har kommet opp, er at det er flere på investorsiden som mener at det er behov for å begrense innsynet i aksjeboken. Begrunnelsen er at forvaltere/investorer mener at oppkjøp av aksjeposter kan bli dyrere for dem enn for utlendinger fordi markedet kan se hvem som kjøper og da vite hva som er i ferd med å skje. På utstedersiden er det et gjennomgående syn at en oppdatert aksjebok bør være tilgjengelig for selskapet til enhver tid, men utstederne aksepterer at utlendinger må få bruke forvalter. Fra myndighetenes side er det naturlig nok ønske om fullt innsyn til enhver tid.

Det er Norges Fondsmeglerforbunds prinsipielle syn at aksjeboken bør være åpen slik tilfelle er nå, og at det ikke er behov for å innføre adgang til forvalterregistrering for norske aksjonærer. Forbundet mener at den konkurranseulempen en del investorer peker på, kan avhjelpes ved at det innføres flere flaggegrenser.

3.1.9 Fjernsalg av finansielle tjenester

Barne- og familiedepartementet sendte våren ut et forslag til endringer i Angrerettloven. Forslaget tar sikte på å implementere EU-direktiv om fjernsalg av finansielle tjenester til forbrukere i norsk rett. Direktivet er innlemmet i EØS-avtalen og fristen for gjennomføring er 9. oktober 2004.

Direktivet inneholder regler om opplysningsplikt og angrerett i forbindelse med avtaler om finansielle tjenester inngått ved fjernsalg, for eksempel via telefon og internett.

I høringsrunden argumenterte Forbundet mot at kjøp/salg av aksjer er å anse som en finansiell tjeneste i forhold til de foreslåtte reglene om fjernsalg av finansielle tjenester. Dersom myndighetene aksepterer denne fortolkning, vil ikke lovbestemmelsene komme til anvendelse. I motsatt fall vil gjennomføring av direktivet innebære at det innføres en rekke bestemmelser om hvilke opplysninger kunder skal gis ved ytelse av investeringstjenester.

Tilnærmet samme opplysningskrav med tillegg av en rekke andre opplysningskrav, vil imidlertid bli innført som følge av implementeringen av MiFID, jfr nedenfor pkt 3.2.1. Det betyr at verdipapirforetakene må revidere forretningsvilkårene og sende disse til sine kunder. For verdipapirforetakene er dette en ressurskrevende prosess, både selve revisjonsarbeidet og utsendelsen. Enda viktigere er det imidlertid at det lett kan bli rimelig forvirrende for kundene (forbrukerne) dersom de først får tilsendt en fjernsalgsavtale inneholdende en del opplysninger krevd etter angrerettsloven for så å måtte inngå en ny avtale med verdipapirforetaket med en rekke tilleggsopplysninger som kreves etter (den reviderte) verdipapirhandelloven. Vi er ikke i tvil om at de opplysningskrav som vil følge av den reviderte verdipapirhandelloven vil være mer relevante – og dermed mer beskyttende – ovenfor de ikke-profesjonelle investorene (forbrukerne) enn de opplysningskrav som eventuelt vil følge av bestemmelser i Angrerettsloven.

3.2 Internasjonalt regelverk

3.2.1 MiFID (ISD II)

Revisjonen av Investeringstjenestedirektivet (ISD) er det siste store gjenværende revisjonsarbeid innen EU's finanssektor. Direktivet som opprinnelig ble omtalt som "ISD II", ble vedtatt våren 2004. Direktivets tittel er "Markets in Financial Instruments Directive" og forkortes til MiFID. Direktivet skal være implementert i norsk rett innen 2 år dvs våren 2006. Det er oppnevnt et offentlig lovutvalg som har som mandat å gjennomgå verdipapirhandelloven med sikte på å endre denne loven i tråd med direktivet. I tillegg skal lovutvalget foreslå nødvendige endringer i loven for å implementere Transparency direktivet og Take Over direktivet. Per Broch Mathisen representerer Forbundet i utvalget. Utvalget har fått frist med å avgi innstilling til 20. august 2004, men det er tvilsomt om denne fristen kan overholdes. Arbeidet er omfattende og på flere områder venter man på ytterligere regelverk fra EU-kommisjonen.

MiFID regulerer verdipapirforetakene og banker, men også de regulerte markedene for finansielle instrumenter (børsene og de autoriserte markedsplassene). De bestemmelsene i ISD som har vist seg fortsatt å fungere er videreført, men på mange områder er det funnet behov for ny regulering. Blant endringene kan nevnes:

- Utvidet EØS-konsesjon som omfatter flere investororienterte ytelser (for eksempel investeringsrådgivning) og flere former for finansielle handler (for eksempel handel med varederivater). Større deler av verdipapirforetakenes virksomhet underlegges dermed regulering til beskyttelse av kunder og markedets virkemåte.
- Oppdaterte regler om investorbeskyttelse for å ta hensyn til nye virksomhetsformer, ny markedspraksis og nye former for risiko i den forbindelse. Reglene er også revidert for å sikre at verdipapirforetak som handler for sluttinvestorers regning aktivt utnytter alle handelsmuligheter for å oppnå et for kunden best mulig resultat.
- Reguleringsmessig ramme som på en sikker måte kan legge til rette for konkurranse mellom forskjellige ordreførelsesmetoder (børser, nye handelssystemer og verdipapirforetakenes interne ordreslutningssystemer). Herunder er det viktig å sørge for valgfrihet for investeringstjenesteyterne og investorbeskyttelse for kundene («best execution» og gjennomsiktighet i så måte).

- Mer fleksible regler som åpner for en dynamisk og løpende tilpasning til endringer i markedsstrukturer og forretnings- og tilsynspraksis (prinsipper i rammedirektiv og detaljerte regler i fleksible gjennomføringsrettsakter).
- Større harmonisering av tilsynet med grenseoverskridende transaksjoner for å unngå overlappende tilsyn og dermed svekkelse av EØS-autorisasjonens effektivitet. Et viktig element for å oppnå dette på en sikker måte er at det gis klarere regler om utpeking av og samarbeide mellom kompetente tilsynsmyndigheter.

MiFID er et rammedirektiv («Level 1») som på flere områder gir Kommisjonen (i tråd med Kommitologi-prosedyren) hjemmel til å fastsette utfyllende kommisjonsrettsakter («Level 2»). Dette foregår slik at Kommisjonen, i samråd med European Securities Committee (ESC), gir det rådgivende organ, Committee of European Securities Regulators (CESR), mandat til å utforme utkast til rettsakter. Disse utkastene (evt. med endringer) krever tilslutning fra både Kommisjonen og ESC for å bli vedtatt som kommisjonsrettsakter.

CESR har så langt fått tildelt to sett mandater i forbindelse med arbeidet med å lage utfyllende regler til MiFID. Første mandat var særdeles omfattende og var av den grunn gjenstand for to konsultasjonsrunder med frister henholdsvis 17. september og 4. oktober samt 16. desember 2004. Andre mandatet var noe mindre omfattende med høringsfrist 21. januar 2005.

CESR har videre nedsatt tre arbeidsgrupper; henholdsvis intermediaries, markets og cooperation & enforcement. Det er oppnevnt en CWG, bestående av 25 medlemmer fra forskjellige land i EU, som skal fungere i forhold til alle tre arbeidsgrupper. Frede Aas Rognlien fra Enskilda Securities ASA er medlem av denne gruppen. Det har siden oppnevningen av gruppen blitt nedlagt et betydelig arbeid gjennom kommentarer til høringsnotater (skriftlig og i møter).

De sentrale temaer for arbeidet med de utfyllende regler til MiFID dreier seg om bl a om organisering av verdipapirforetak (for eksempel krav til uavhengig compliancefunksjon), håndtering av kunder med særlig fokus på retail-kunder og krav til "best execution". Det er omfattende drøftelser av de nærmere krav til gjennomlysning av markedene (pre-og post-trade transparency) med parallelle krav til regulerte markedsplasser, såkalte MTF's og verdipapirforetaks egenhandel mot kunder (internalisation). I tillegg kommer nærmere krav til rapportering til tilsynsmyndigheter og samarbeid disse imellom.

I forbindelse med CESR sitt arbeid med å utforme utfyllende regler ble det satt i gang

en omfattende høringsprosess, hvor markedsaktører med tilknytning til finansindustrien i Europa ble oppfordret til å komme med innspill på CESR's utkast til utfyllende regler. Forbundet innkalte i den forbindelse til komitemøter, hvor våre medlemmer fikk mulighet til å komme med sine innspill. Forøvrig deltok Forbundet i et samarbeid mellom de britiske og de nordiske bransjeorganisasjoner, hvor CESR forslag til utfyllende regler ble diskutert. Det resulterte i flere felles høringsbrev som ble oversendt CESR. De britiske og nordiske meglerorganisasjoner er på svært mange punkter enige i hvordan de utfyllende reglene bør utformes. Alle organisasjonene anser det svært nyttig å kunne fremme felles synspunkter ovenfor CESR på vegne av de Nord-Europeiske finansaktørene. Dette gir økt mulighet for å få gjennomslag for synspunktene.

Det er en felles oppfatning blant de samarbeidende meglerorganisasjoner at CESR utkast til utfyllende rettsakter, spesielt under første mandatet, i alt for stor grad bærer preg av detaljregulering. CESR ble oppfordret til i sterkere grad å ta i betraktning de ulike markeder og de ulike markedsaktører som finnes i Europa samt behov for å utforme fleksible regler med hensyn til å kunne endre disse når endrede markedsforhold tilsier dette. Av den grunn burde reglene i større grad være prinsippsettende samt retningsgivende og hvor de ulike land gis et visst spillerom for å ta hensyn til spesielle nasjonale forhold. Videre ble det understreket at mange av reglene påla kostnadskrevenne plikter for verdipapirforetakene uten at det nødvendigvis ga økt beskyttelse for investorene, noe som forøvrig ble sterkt kritisert. CESR ble videre oppfordret til å avhjelpe de praktiske problemene med hensyn til implementeringen av de nye reglene som følge av MiFID. Det var i den forbindelse viktig å erkjenne behovet for å utsette de kanappe implementeringsfrister samt å utforme overgangsregler.

3.2.2 Transparency

Transparency direktivet om periodisk og løpende rapportering tar sikte på å harmonisere kravene til hvilke opplysninger utstederne og eierne av omsettelige verdipapirer som er notert på et regulert marked, må gi til markedet.

Formålet er å bedre investorenes trygghet, forbedre de europeiske kapitalmarkedenes effektivitet, åpenhet og integritet og ved dette tiltrekke investorer til det europeiske verdipapirmarkedet. Det er også presisert i forslaget at det er ment å være et passende svar på regelverksutviklingen i USA, herunder Sarbanes-Oxley Act, for å fremme de europeiske kapitalmarkeder på det internasjonale plan.

Det er presisert i direktivet at en med markeder ikke sikter bare til børs, men også til andre regulerte markeder. Direktivet vil fjerne en rekke nasjonale hindre ettersom de nåværende krav til gjennomsiktighet i medlemsstatene kan gjøre det vanskelig å få verdipapirene tatt opp til omsetning på regulerte marked i flere EØS-stater. For å nå disse målene er det i direktivforslaget særlig lagt opp til en styrking av minstekravene for hvilke regnskapsopplysninger m.v. utstederne skal gi til markedet periodevis i løpet av regnskapsåret, samt innføring av visse minstekrav til offentliggjøring av materielle endringer i eierforholdene i utstederselskapet. Forslaget må ses i sammenheng med forordningen om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder, direktivet om markedsmissbruk, direktivet om prospekter og direktivet om overtakelsestilbud.

Direktivet inneholder blant annet regler om offentliggjøring av en revidert årsrapport og en styreberetning innen fire måneder etter regnskapsårets utgang. Det stilles også krav til offentliggjøring av en halvårsrapport, samt en ajourføring av den seneste årlige styreberetning. Selskaper som kun utsteder gjeldsinstrumenter, og som etter gjeldende rett ikke er underlagt delårsrapporteringskrav overhodet, blir etter direktivet forpliktet til å offentliggjøre halvårsrapporter for regnskapsårets seks første måneder.

Direktivet inneholder også krav til at informasjon skal være lett tilgjengelig innen EU. Utstederne skal kunne gi opplysninger på et språk som "normalt anvendes i den internasjonale finansverdenen" (dvs. engelsk). Direktivet inneholder også bestemmelser med hensyn til hvordan opplysningene skal offentliggjøres teknisk sett. Dette for å bedre forholdene for investorer fra en annen medlemsstat. I denne forbindelse kan også nevnes direktivets regler med sikte på å lette investorenes påvirkning ved stemmegivning og lignende. Videre inneholder direktivet bestemmelser om investorers flaggeplikt ved endringer i eierskap, når erverv eller avhendelse medfører at vedkommende investor samt eventuelle personer eller juridiske enheter som denne investoren kan identifiseres med, passerer nærmere angitte grenser for eierskap eller stemmerett.

Direktivet forutsetter at ansvaret for oppfyllelsen av bestemmelsene som er omhandlet i direktivet skal tillegges en kompetent myndighet som skal være den samme som er tillagt ansvaret for oppfyllelsen av det foreslåtte prospektdirektivet.

3.2.3 Overtagelsestilbud

På slutten av året greide endelig EU å bli enig om det såkalte "Take over" direktivet. Direktivet fastsetter de grunnleggende spillereglene for oppkjøp av selskaper notert

på regulerte markedsplasser. Både frivillige og pliktige tilbud reguleres av direktivet.

Hovedhensynet bak direktivet er beskyttelse av minoritetsaksjonærene i målselskapet, især at disse skal gis muligheten til å selge sine verdipapirer når kontrollen i selskapet endres. I forlengelsen av dette skal minoritetseierne gjennom kravet til tilbudspris, sikres en del av den kontrollpremien tilbyder har betalt for sin posisjon i målselskapet.

Det er etter direktivet krav om fremsettelse av pliktige og frivillige tilbud ved erverv av kontroll i aktuelle selskaper, utarbeidelse av tilbudsdokument som skal inneholde bl.a. opplysninger om tilbudspris og tilbudsperiode, regler om målselskapets oppkjøpsvern og suspensjon av særrettigheter for aksjonærene i målselskapet, nærmere krav til opplysninger i årsberetning av betydning for vurderingen av et foretaks oppkjøpsvern, regler om tvangsutløsning av minoritetseier og krav til informasjon til ansatte i tilbyder og målselskapet mv.

Direktivet krever at hver medlemsstat utpeker en nasjonal "supervisory authority" – tilsynsmyndighet – med ansvar for kontroll og etterlevelse av oppkjøpsregelverket.

Det er etter direktivet et krav om effektive og forholdsmessige sanksjoner ved overtredelser av bestemmelser gjennomført i henhold til direktivet. Den nærmere utformingen til slike sanksjoner er overlatt til medlemslandene.

Direktivet er i utgangspunktet et minimumsdirektiv, noe som betyr at medlemsstatene kan innføre strengere regler bl.a. for beskyttelse av minoritetsaksjonærer, når det gjelder begrensninger i målselskapets tiltak for vern mot oppkjøp og suspensjon av særrettigheter for aksjonærene i målselskapet. Enkelte av minimumsbestemmelsene går lenger enn gjeldende norske regler, slik at norsk rett må endres for å være i overensstemmelse med direktivet. Direktivet har for eksempel ikke et eksplisitt unntak for finansinstitusjoners erverv av aksjer "for å begrense tap."

En rekke forhold ved oppkjøp skal etter direktivet reguleres av nasjonal rett. Direktivets tilnærming til disse forholdene er todelt. I enkelte tilfeller fastsetter direktivet minimumsbestemmelser som kan utfylles av nasjonale regler. For eksempel kan terskelen for tilbudsplikt, det nærmere innholdet i tilbudsdokumentet og tilbudsperioden fastsettes av medlemslandene. I andre tilfeller nevner direktivet forhold som skal reguleres av nasjonal rett, men uten at noen minimumsløsning er angitt.

Reglene om oppkjøpsvern ("poison pills") og særrettigheter for aksjonærene i målselskapet, er i det store gjort frivillige. Hvis medlemsstatene velger å fravike direktivets normalløsning i disse henseendene, overlates det til selskapene selv å avgjøre om direktivet skal komme til anvendelse.

Det antas at direktivet ikke vil medføre behov for omfattende endringer i norsk lovgivning.

4 Internasjonalt samarbeid

4.1 Nordisk samarbeid

I de nordiske landene er det etablert tilsvarende organisasjoner som Forbundet og vi har over årene utviklet et nært og godt samarbeid med våre søsterorganisasjoner. Særlig har arbeidet med NOREX-alliansen og utviklingen av et felles regelverk for handel innenfor NOREX bidratt til tettere bånd.

I løpet av de siste årene har også det internasjonale aspektet ved utviklingen av rammebetingelser bidratt til en ytterligere styrkning av den nordiske blokk, ikke minst innenfor regelverksutviklingen i EU.

Det avholdes i løpet av et år flere møter mellom de nordiske foreninger og det er en stor aktivitet knyttet til løpende saker og enkeltspørsmål som oppstår innenfor eller mellom de enkelte markeder. Det viser seg at man innen Norden for det vesentlige har sammenfallende synspunkter på de prinsipielle og sentrale spørsmål ved utviklingen av bransjens rammebetingelser.

Det som særlig opptar oss i Norden er, foruten utviklingen innen EU, videreutvikling av NOREX slik at også aktørene utenfor børsene skal kunne få del i de synergieffekter som NOREX angivelig skal gi, og da særlig i form av kostnadsreduksjoner. I tillegg til dette har utviklingen på oppgjørssiden, med et økende fokus på et nærmere samarbeid mellom de nordiske CSD'er.

4.2 Europeisk samarbeid

I løpet av de siste årene har Forbundet deltatt i et bredt europeisk samarbeid med andre nasjonale og internasjonale "meglerforbund": Hensikten med dette samarbeidet har vært å søke å bidra til at de felles europeiske rammebetingelsene, særlig

gjennom revisjonen av ISD, blir så gode som mulig. Ved å delta i dette samarbeidet antar vi at vår påvirkningsmulighet er større enn det som kan skje i den nasjonale implementeringsfasen, da de prinsipielle spørsmål i og for seg har funnet sin løsning.

Gjennom arbeidet med MiFID har det blitt stadig klarere at selv om man i Europa synes å ha et felles overordnet mål, bl a med hensyn til investorbeskyttelse og konkurranse, så er metodene forskjellige. Et hovedpoeng for Norden og særlig UK har vært å opprettholde mulighetene for konkurranse mellom verdipapirforetak og regulerte markedsplasser, for derigjennom å skape et bedre tilbud for utstedere og investorer.

Forbundet har deltatt i en omfattende korrespondanse med relevante EU-myndigheter og politikere, og en rekke drøftelser på nordisk og nordeuropeisk plan.

5 Organisatoriske forhold

5.1 Oslo Børs

Norges Fondsmeglerforbund mener og ønsker at Oslo Børs skal være den foretrukne markedsplass for omsetning av norske verdipapirer. Det er ikke mer enn drøyt ti år tilbake i tid at de store norske selskaper hadde høyere aksjeomsetning på børsen i London enn i Oslo. Dersom denne utviklingen hadde fortsatt, ville det ha rammet effektiviteten i finansmarkedet og dermed verdiskapningen og sysselsettingen i Norge.

For at Oslo Børs skal være den foretrukne markedsplass, må Oslo Børs tilby sine medlemmer og kunder tjenester av høy kvalitet og til konkurransedyktige priser.

Norges Fondsmeglerforbund og dets medlemmer har jevnlig og god kontakt med Oslo Børs hvor ulike problemstillinger tas opp. Blant annet møter Forbundets styreformann og adm. dir. ledelsen på Oslo Børs med jevne mellomrom for å diskutere saker som berører børsen og dets medlemmer samt markedet som sådant. Samarbeidet fungerer utmerket, men når det gjelder priser på børsens tjenester må vi konstantere at børsen har vært lite lydhør ovenfor sine kunder.

5.1.1 Åpningstiden på Oslo Børs

Åpningstiden på Oslo Børs kommer jevnlig opp til vurdering. Sist spørsmålet ble tatt opp, var gjennom en spørreundersøkelse som ble gjennomført i fjor høst.

I forbindelse med at Oslo Børs gjennomførte spørreundersøkelsen innhentet Forbundet synspunkter blant medlemmene. Den viste at det er delte oppfatninger. De fleste mener at børsen ikke bør stenge senere enn i dag. Noen flere, men ikke

halvparten av medlemmene, mener børsen bør åpne tidligere. Selv om vår interne undersøkelse tilsier status quo, mener vi at spørsmålet bør utredes nærmere før et endelig standpunkt tas. Forbundet har bedt Oslo Børs nedsette en arbeidsgruppe som får i mandat å utrede konsekvensene (fordeler/ulempes) ved endret/utvidet åpningstid og at denne arbeidsgruppens rapport sendes på høring for å gi aktørene et godt grunnlag for å ta standpunkt til hvilken åpningstid børsen bør ha. En slik arbeidsgruppe vil sannsynligvis bli nedsatt.

5.1.2 Likviditetsgarantiordning

Oslo Børs har over tid arbeidet med en del spørsmål knyttet til organiseringen av listene over børsnoterte selskaper. Selskapene er nå presentert i børskurslisten etter likviditet. Forbundet var opprinnelig skeptisk til denne inndelingen.

For å bidra til å skape økt likviditet i selskaper som tilhører segmentet OB Standard, er det innført en "likviditetsgarantiordning". I korthet går denne ut på at meglerforetak kan inngå en avtale med Oslo Børs hvor meglerforetaket forplikter seg til å stille priser i et selskaps aksjer for et visst antall børsposter innenfor en maksimum spread. Meglerforetaket inngår også en avtale med selskapet som likviditetsgarantiordningen gjelder. Meningen er da at meglerforetakene skal drive markedspleie i selskapets aksjer og på denne måte bidra til å øke likviditeten i selskapets aksjer. For å påta seg denne forpliktelsen, og derav følgende risiko, er det naturlig at selskapet yter meglerforetaket en kompensasjon.

Forbundet har utarbeidet en standard markedspleieavtale mellom selskap og meglerforetak som er å finne på vår hjemmeside www.nfmf.no. Under utarbeidelsen av standarden hadde Forbundet en aktiv dialog med Oslo Børs.

Etter Forbundets oppfatning bør Forbundets medlemmer aktivt støtte opp under denne ordningen.

5.1.3 Handelsstopp på Oslo Børs

Gjennom året var det enkelte tilfeller av tekniske problemer knyttet til SAXESS-systemet. Den mest alvorlige hendelsen skjedde i oktober da kommunikasjonen mellom SAXESS og Oslo Børs falt bort flere timer. De nordiske meglerorganisasjonene har foreslått inntatt en bestemmelse i regelverket for Norex hvor det reguleres hvordan medlemmene kan kompenseres ved handelsstopp som skyldes tekniske feil hos SAXESS. Så langt er denne problemstillingen ikke regulert i Norex-reglene. Imidlertid kompenserte Oslo Børs noe av medlemmenes

inntektsbortfall ved å la medlemmene handle avgiftsfritt en børsdag. Reduksjonen i avgiften ga medlemmene en avgiftsbesparelse på rundt 400 000 kroner. Oslo Børs presiserte at kompensasjon i dette tilfelle ikke ville innebære en presedens for fremtiden.

5.1.4 Norex Member Rules

Norex-børsene har vedtatt å fjerne bestemmelsen i Norex Member Rule (NMR) som gir medlemmene på en av Norex-børsene fri tilgang til dybdeinformasjon fra ordreboken på alle Norex-børsene. Ved å fjerne denne bestemmelsen, vil meglerforetak ikke få gratis tilgang på informasjonen med mindre de er medlem eller betaler for informasjonen på lik linje med andre "kunder". Forbundet protesterte sammen med våre søsterorganisasjoner på denne endringen i et felles brev til Norex-børsene. Det er enighet blant meglerorganisasjonene om at fri adgang til denne informasjonen var en av de viktigste fordelene som ble trukket frem av børsene da forhandlingene om etablering av Norex pågikk. De nordiske meglerforbundene mener at det er urimelig at børsene fjerner denne fordelene uten noen form for kompensasjon. Oslo Børs synes å ha vært enig med Forbundet i dette spørsmålet, men har ikke vunnet frem innen Norex.

For øvrig har det vært avholdt møter mellom Norex-børsene og de nordiske meglerorganisasjonene om endringer i NMR. Det følger av regelverket at meglerorganisasjonene skal konsulteres hvis det planlegges vesentlige endringer i regelverket. Denne konsultasjonsordningen har Norex-børsene vært lite villig til å følge opp i praksis, men man er nå blitt enige om at det skal være meglerorganisasjonene som definerer behovet for konsultasjon. Det er planlagt en del endringer av vesentlig karakter i Norex-reglene fremover, og det vil dermed bli behov for konsultasjoner fremover.

5.2 Verdipapirsentralen

Våren 2003 ble det gjennomført en privatisering av VPS ved salg av aksjer i markedet. Selskapet ble registrert på Forbundets OTC-liste og aksjen ble livlig handlet den første tiden.

I løpet av året var det en diskusjon mellom VPS, NOS og flere meglerforetak vedrørende den automatiske låneordningen da spesielt spørsmålet om flyttingen av låneordningen fra første til andre oppgjør. Det er relativ stor uenighet blant

meglerforetakene om hvorvidt det er hensiktsmessig å flytte låneordningen fra første til andre oppgjør.

For øvrig er det misnøye blant medlemmene fordi flere av børsmedlemmer etter dagens ordning ikke er medlem av låneordningen og heller ikke blir belastet de kostnader som låneordningen innebærer.

Forbundet har i brev til VPS foreslått en del tiltak på kort og lang sikt for forbedringer av låneordningen og det virker som om VPS er positiv til å gjennomføre de tiltakene som foreslås.

5.3 NOS

I løpet av året ble det vedtatt en god del endringer i derivatregelverket. Endringene var stort sett knyttet til finansiell sikkerhetsstillelse og sluttavregning. Det ble også innført bestemmelser om at det skal foretas marginberegning og sikkerhetsstillelse for kryssposisjoner mellom samarbeidende clearingsentraler. Disse endringene er en oppfølging av internasjonale anbefalinger fra IOSCO. Under behandlingen av utkast til endringer, tok NOS og Oslo Børs stort sett hensyn til de kommentarene som ble spilt inn fra Forbundet.

6 FinansNettNorge

Dagens nettverk – VPnett - benyttes til transport av handels- og oppgjørstransaksjoner mellom Oslo Børs, VPS og meglere og fondsforvaltere. Nettverket er av helt sentral betydning for meglerforetakenes virksomhet og man er avhengige av stabilitet (driftssikkerhet) og god funksjonalitet/kapasitet. Dette nettet har i en del år fungert godt i forhold til denne oppgaven. Som følge av nye krav til hurtighet, sikkerhet og funksjonalitet startet VPS og Norges Fondsmeglerforbund tidlig i 2003 et samarbeid for å finne alternative løsninger. Vår systemtekniske gruppe har vært meget aktiv i prosessen og Forbundets styre ga sin fulle tilslutning til det forslaget som VPS og systemtekniske gruppe i fellesskap kom frem til våren 2003; etablering av FinansNettNorge (FNN).

FinansNettNorge AS ble stiftet 18. juni 2004. Norges Fondsmeglerforbund og Verdipapirsentralen tegnet seg for alle A-aksjene – 5 hver - og har dermed stemmekontroll. Forbundet er representert i styret ved Per Broch Mathisen. Verdipapirsentralen og 8 av våre medlemmer tegnet seg for B-aksjene. Av 312 B-

aksjer tegnet Verdipapirsentralen seg for halvparten, mens den resterende halvpart ble nokså likt fordelt på de 8 medlemmene.

Tilgangen til nettverket er ikke forbeholdt de aktørene som er med på eiersiden. Det er et åpent tilbud til aktørene i finansmarkedet.

Forbundet er fornøyd med den organisatoriske løsningen som er valgt ved etableringen av FinansNettNorge AS. Modellen sikrer brukerstyring med nettverket og muliggjør tilknytning av tjenester som brukerne ønsker.

Det ligger an til at nettverket settes i drift tidlig 2005.

7 Autorisasjonsordningen og annen kursvirksomhet

I 1995 vedtok Forbundet omfattende endringer i sine vedtekter og etiske normer. Hensikten var begrunnet i flere forhold. Det viktigste var å oppdatere normene i forhold til de regler og prinsipper som hadde begynt å utvikle seg i Europa og verden for øvrig, og for så vidt uavhengig av eventuelle lovprosesser i Norge. De etiske normer ble utviklet i tråd med anbefalinger fra International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) og det, den gangen, kommende Investment Service Direktive.

Med bakgrunn også i en del uheldige episoder i enkelte norske fondsmeglerforetak og den antatte overgang til foretaksbaserte konsesjoner, anså Forbundet det viktig å etablere et system for obligatorisk kompetanseheving for ansatte, kombinert med en mulighet for å kunne reagere overfor enkeltansatte som ikke holdt seg innenfor gjeldende lover og regler, herunder Forbundets eget regelverk (normer og anbefalinger).

Det er Forbundets medlemmer som selv har det primære ansvar for at de ansatte, for å ivareta sin funksjon, innehar relevante profesjonelle kvalifikasjoner og oppfyller de krav til utdanning som stilles av norske, utenlandske eller internasjonale myndigheter og organisasjoner. For å sikre at de aktuelle personene innehar et visst minimum av kunnskaper om de rettslige rammer som gjelder for foretakenes (og kundenes) virksomhet har Forbundet organisert et omfattende undervisnings- og eksamensprogram for ansatte i medlemsforetak.

Siden faktisk oppstart høsten 1996 er det totalt autorisert ca 2.900 personer. Det har

vært avholdt 104 kurs og 57 eksamener. I tillegg til dette har Forbundets bidratt med tilsvarende undervisning for ansatte i samarbeidende banker innen for Terra-gruppen og i relasjon til Sparebank 1-gruppen og Gjensidige NOR (før fusjonen). Det samme gjelder også i relasjon til Finansanalytikerforeningens renteanalytikerkurs og AFA-studiet, noe som medfører at avlagt og bestått eksamen ved disse to studier, kvalifiserer til autorisasjon.

Ved nyutstedelse vil Forbundet måtte vurdere hvorvidt betingelsene for utstedelse er til stede, og medlemsforetakene har derfor en plikt til å informere Forbundet dersom en ansatt slutter på grunn av forhold som kan være av betydning for vurdering av om autorisasjon skal utstedes på nytt. En rekke personer har fått utstedt en betinget autorisasjon, dvs en advarsel. I underkant av 10 personer har blitt fratatt autorisasjon (eller nektet utstedt) for kortere eller lengre tid. I løpet av 2004 var det en person som ble nektet utstedt autorisasjon. For flere personer har det vært så vidt usikkert om autorisasjon kan utstedes at medlemsforetak har valgt ikke å ansette enkelte personer.

I tillegg til ovennevnte kursvirksomhet har avholdt Forbundet en "Compliance-dag" den 14. september. Seminaret fokuserte på enkelte sentrale spørsmål knyttet til implementering av MiFID om Market Abuse direktivet. I tillegg ble det gjennomgått aktuelle dommer og avgjørelser i Etisk Råd, samt praksis ved sletting av handler på Oslo Børs. Seminaret ble positivt mottatt med deltagelse fra ca 60 personer.

8 Etisk Råd

I 1987 vedtok Forbundet sine første etiske normer og det ble etablert et Etisk Råd. Siden 1990/91 har det sentrale i arbeidet til Etisk Råd vært behandling av klagesaker fra kunder mot medlemmer og klagesaker mellom medlemmer.

Samlet har det kommet inn 154 saker siden klageordningen ble etablert. Av disse er 8 saker tatt opp av eget tiltak. De sistnevnte saker har for det vesentlige hatt tilknytning til emisjoner og tildelinger og flere av disse sakene omfattet flere emisjoner og meglerforetak.

Enkelte saker blir av forskjellige grunner avvist. De mest vanlige avvisningsgrunnene er at klagen enten er fremsatt for sent, dvs mer enn 1 år etter at klageren ble klar over det antatt kritikkverdige forhold, eller at faktum er så vidt uklart at den skriftlige

saksbehandling Rådet benytter ikke er egnet. En annen avvisningsgrunn er at klagen gjelder meglerforetak som ikke er medlem av Forbundet eller omhandler forhold som ligger utenfor Rådets kompetanse.

Når det gjelder klagesakene fra kunder gjelder de for det alt vesentlige håndtering av ordre, manglende eller uriktig utførelse.

I 2004 kom det inn 7 nye saker. Rådet sluttbehandlet 10 saker i 2004 (inklusive 5 saker fra 2003 og 1 sak fra 2002).

Samtlige avgjørelser fattet av Etisk Råd er å finne på Forbundets hjemmeside – www.nfmf.no.

9 FINFO AS

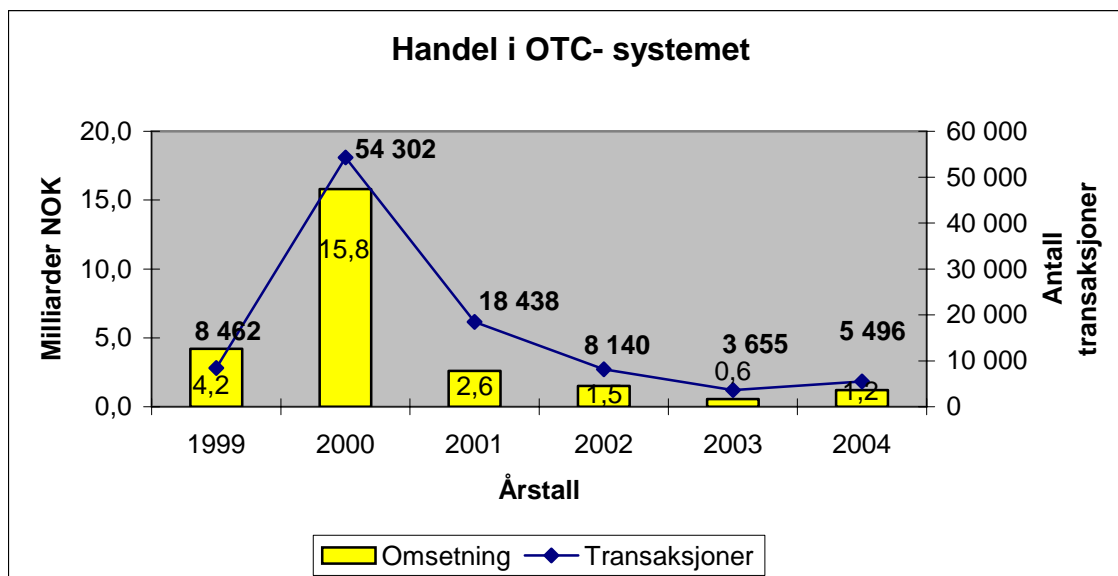
Den 16. august 1999 ble det nye informasjonssystemet for handel med unoterte aksjer satt idrift. Etter 5 års drift er det grunn til å anse systemet og driften av dette som vellykket. De fem første årene (fra dato til dato) ble det registrert 96.254 kjøpstransaksjoner til en samlet verdi på 25,5 mrd.

Den tekniske drift av systemet forestås av Manamind AS, mens administrasjonen vis a vis medlemmer og selskaper når det gjelder brukere og vedlikehold av listen forestås av Forbundet. En konsekvens av etableringen av systemet, herunder salg av kurs- og selskapsinformasjon til informasjonsdistributører, er at Forbundet antas å drive næringsvirksomhet og på den bakgrunn har Forbundet etablert et eget selskap – Fondsmeglernes Informasjonstjeneste AS (FINFO). Selskapet eies 100 % av Forbundet.

I OTC-systemet ble det fra starten 16. august 1999 registrert ca 60 unoterte aksjer, men antallet økte raskt ut over i 1999 og 2000 og var på det høyeste ca 160 selskaper, mens det nå er 108 selskaper registrert i systemet, herav 51 selskaper på den såkalte "A-listen".

Omsetningen har vært svært varierende. I perioden august – desember 1999 ble det registrert 8.462 kjøpstransaksjoner med et samlet handelsbeløp på drøye 4,2 mrd. I år 2000 var tilsvarende tall 54.302 kjøpstransaksjoner og en omsetning på 15,8 mrd. Omsetningen sank dramatisk i 2001 – 18.438 kjøpstransaksjoner for samlet 2,6 mrd. I 2002 ble det registrert 8.140 kjøpstransaksjoner for til sammen 1, 5 mrd. Fallet fort-

satte inn i 2003 med 3.655 kjøpstransaksjoner for til sammen 569 millioner kroner. Omsetningen i 2004 har blitt mer enn doblet sammenlignet med 2003. Det ble registrert 5.496 kjøpstransaksjoner for til sammen drøyt 1,2 mrd.



De OTC-registrerte selskapene kan bruke et meldingssystem for distribusjon av selskapsinformasjon til markedet. En forutsetning for å benytte dette systemet er at det enkelte selskap inngår en avtale med FINFO hvorefter de forplikter seg til å informere om nærmere angitte forhold. I løpet av året ble det registrert 12 nye selskaper på listen. Tre av disse selskapene ble børsnoterte i løpet av året. Det er nå 51 selskaper som er tilsluttet dette systemet. Den aktuelle avtalen – og det øvrige avtale- og regelverk i tilknytning til OTC-systemet er lagt ut på Forbundets hjemmeside – www.nfmf.no. Selskapsinformasjonen er tilgjengelig i realtid, dvs i det øyeblikk den er publisert, i meglernes handelsstøttesystem (OTC-systemet). I tillegg legges alle meldinger ut fortløpende på Forbundets hjemmeside (p t hvert 15. minutt).

Kurs- og selskapsinformasjon sendes ut til abonnenter (informasjonsdistributører) hvert 2. minutt i systemets åpningstid (10 – 16).

10 Komiteer

Forbundets komiteer behandler faglige spørsmål vedrørende de forskjellige markedene samt back-office funksjonen. Komiteene, med unntak av Etisk Råd, skal som hovedregel bestå av 5 medlemmer med to varamedlemmer og oppnevnes for en periode av to år. Medlemskapet i komiteene skal være personlig i den forstand at medlemmet ikke går ut av komiteen ved skifte av arbeidsgiver innen fondsmeglerbransjen. Forbundet oppnevnte etter forslag fra medlemmene følgende medlemmer i Forbundets komiteer. For perioden 2004 til 2005 har komiteene følgende sammensetning:

Etisk Råd

Medlemmer

Prof dr jur Geir Woxholth (leder)	Universitetet i Oslo
Martin Hagen	First Securities ASA
Odd-Arne Pedersen	Terra Fonds ASA
Blanca Løvic	Alfred Berg Norge ASA
Jan-Tore Aschim	Enskilda Securities ASA
Gunnar Laksesvela	DnBNOR Markets
Asbjørn Wangerud	Global Fondsforvaltning AS
Jan Pollestad	Nordea Markets

Varamedlemmer

Tom Kristoffersen	Carnegie ASA
Geir Stenseth	First Securities ASA
Erik Bjørland	Fondsfinans ASA
Christer Berger	Oslo Børs ASA

Aksjemarkedskomiteen

Sveinung Hartvedt	DnBNOR Markets
Peter Wessel	Enskilda Securities ASA
Svein Erik Nordang	Terra Fonds ASA
Geir Stenseth	First Securities ASA
Knut Thomesen	Carnegie ASA
Hans Petter Michelsen	ABG Sundal Collier Norge ASA

Rente- og valutakomiteen

Olav Gunnes	DnBNOR Markets
Harald Koch-Hagen	Nordea Markets
Stein Are Jensen	Terra Fonds ASA
John Arne Wang	SEB
Inge Edvardsen	Pareto Securities ASA
Per Olav Glendrange	Fokus/Danske

Aksjederivatmarkedskomiteen

Alexander Hagen	ABG Sundal Collier Norge ASA
Arne Lien	Fondsfinans ASA
Ørjan Stokkeland	Enskilda Securities ASA
Thor Gunnar Olsen	DnBNOR Markets
Eirik T Hauge	Handelsbanken
Janicke Førde	Nordea Markets
Andre Ødegaard	Carnegie ASA

Systemteknisk komité

Knut Erik Robertsen	Enskilda Securities ASA
Per Tharaldsen	ABG Sundal Collier Norge ASA
Gunnar Guldal	DnBNOR Markets
Ingar Solemdal	Nordea Markets
Olav Skjervheim	First Securities ASA
Steingrim Saug	Terra Fonds ASA
Steinar Grande	Carnegie ASA

Oppgjørskomiteen (VPS)

Janne Nordeide	DnBNOR Markets
Janicke B. Skaret	Enskilda Securities ASA
Randi Amb Dyrdal	Handelsbanken
Per Jørn Elefsen	Nordea Markets
Harald Tesaker	First Securities ASA
Line Ødegård	SEB

Marit Landmark
Bente Bonafede

Carnegie ASA
ABG Sundal Collier Norge ASA

Compliancekomiteen

Morten Brundtland
William Jensen
Randi E. Nordstrøm
Sten Inge Lippert
Hans W. Kirkevold

Alfred Berg Norge ASA
DnBNOR Markets
Enskilda Securities ASA
First Securities ASA
Nordea Markets

Verdipapirjuridisk forum

Frede Aas Rognlien
Arild Harsson
Jan Bjørnsen
Jørgen P. Ulvness

Enskilda Securities ASA
DnB NOR Markets
Nordea Markets
First Securities ASA

Valgkomite

Nils Erling Ødegaard (formann)
Martin Hagen
Jan-Tore Aschim

Fondsfinans ASA
First Securities ASA
Enskilda Securities ASA