

Norges Fondsmeglerforbund

The Association of Norwegian Stockbroking Companies
Stiftet 5. oktober 1918



Kredittilsynet
Postboks 100 Bryn
0611 Oslo 11

5.mars 2001

Ad: Communications from the Commission on 1) upgrading the investment services directive (ISD) and 2) the application of conduct of business rules under article 11 of the investment services directive (93/22/EEC).

EU-kommisjonen har utarbeidet et forslag til oppgradering av ISD (CON (2000) 729 final) og Forbundet er anmodet om å komme med eventuelle kommentarer innen 2. mars 2001.

Kommisjonens forslag tar for seg seks hovedtemaer og angir under disse temaer enkelte problemstillinger som det bes om merknader til. Vi vil i det følgende følge kommisjonens systematikk.

1. An effective single passport for investment firms.

Forbundet er i prinsippet enig i at en større grad av reguleringen av de enkelte foretaks virksomhet bør forstås av foretakets hjemlands tilsynsmyndigheter. Imidlertid er det viktig at standarden ”god forretningskikk” (conduct of business) knyttet til virksomhet som utøves i Norge og tjenester som ytes mot norske investorer og utstederforetak, er underlagt norsk jurisdiksjon. Bakgrunnen for dette er at norsk rettsanvendelse gjennomgående synes å være strengere enn det som gjelder i andre land, f.eks. når det gjelder ønsket om størst mulig likebehandling av investorer uavhengig av deres profesjonalitet. Også skillet mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle i Norge – og konsekvensene av dette skillet – synes å være vesentlig annerledes enn det som gjelder f.eks. i England, jfr. også FESCOs utkast til definisjoner. Vi har i en egen høringsuttalelse, jfr. brev 24. november 1990 (som vedlegges i utskrift) gitt uttrykk for våre synspunkter knyttet til den av FESCO foreslåtte avgrensningen av profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer. Et særlig ankepunkt, foruten de økonomiske betingede avgrensningskriterier, er at FESCO ikke tar høyde for den enkelte investors handleaktivitet, herunder hyppighet og volumer.

Vi er også av den oppfatning at konsekvensene for den profesjonelle investor – sterkt redusert

beskyttelse – og tilsvarende for den semi-profesjonelle (den som fraskriver seg rettigheter) – vil være vanskelig gjennomførbar i norsk rett med det fokus man har hatt på f eks etterfølgende avtalerevisjon osv, jfr bl a avtaleloven § 36.

I Kommisjonens høringsnotat vedrørende ”conduct of business rules under article 11” har man i stor grad fokusert på behovet for større grad av hjemlands regulering for så vidt gjelder regler om god forretningsskikk og da i særlig grad i forhold til profesjonelle investorer. Bakgrunnen for dette synes å være at dersom verdipapirforetak skal måtte vurdere – og forholde seg til vertslandenes regler – så vil dette bidra til å svekke den frie bevegelse av tjenester mv. Synspunktet synes videre å være at den profesjonelle investor i større grad bør kunne vurdere implikasjonene knyttet til de tjenester som tilbys av et foretak. Kommisjonens synspunkter må åpenbart vurderes i forhold til den nærmere avgrensning av de profesjonelle, jfr ovenfor.

I utgangspunktet er vi enige i at den profesjonelle investor i stor grad har et selvstendig ansvar for selv å evaluere risiko mv knyttet til enkelte investeringsalternativer. Hvorvidt dette ansvar også skal måtte omfatte juridiske forhold knyttet til innholdet av det enkelte hjemlands forretningsskikkstandard er en noe annen problemstilling.

Høringsnotatet fokuserer sterkt på at man skal lette den grensekryssende tjenesteyding. Bakgrunnen for dette er å øke tilbudene for investorene og utstederne, og man skal gjøre det lettere for de enkelte lands borgere å kjøpe tjenester over landegrensene. Dette skal da bl a skje ved å fjerne regler som oppfattes som byrdefulle for tjenesteyderne, i denne anledning det å holde oversikt over alle vertslands regulering av god forretningsskikk. Det er imidlertid en svakhet ved notatet at det ikke behandler den nærmere konsekvens av dette for kundene. Det blir jo da kundene som må skaffe seg oversikt over det nærmere innhold i god forretningsskikkstandard og rettspraksis knyttet til denne i det enkelte hjemland. Det tør være åpenbart at dette vil være byrdefullt for en rekke investorer og utstedere, selv for de profesjonelles vedkommende.

Etter vår oppfatning må det foretas en avveining av hensynet til enklere regler for tilbyderne og økte byrder for kjøperne av tjenester og vi er i sterk tvil om resultatet da bør bli som skissert av kommisjonen. I tillegg til dette bemerkes at tilbyderne, slik det nå ligger an, uansett vil måtte forholde seg vertslandets regulering i forhold til den ikke-profesjonelle investor. Hva gevinsten da vil bli for foretakene er vanskelig å se.

Det kan kanskje i denne sammenheng være nyttig med et eksempel. I forbindelse med emisjon/nedsalg i DnB skal tilbudet gjennomføres med bruk av flere tilretteleggere hvorav noen er norske og noen er utenlandske. Tilbudet antas å bli rettet mot så vel profesjonelle investorer som ”retail-investorer” i Norge og i utlandet. For norske investorer, profesjonelle og ”retail”, vil det da, under et slikt regime som foreslått, kunne bli en meget uensartet behandling av likeverdige investorer avhengig av hvor de tegner seg og kanskje avhengig av hvilket foretak som er ”bookrunner”. Tatt i betraktning de forskjeller som pt foreligger ved anvendelsen av god forretningsskikkstandard i Norge og utlandet, jfr tidligere saker behandlet av Kredittilsynet og Forbundets etiske råd, blir situasjonen for eventuelle tegnere rimelig uklar under et slikt regime. Tar man derimot høyde for at det er vertslandets regler som i sin helhet kommer til anvendelse vil det være betydelig lettere for tilretteleggerne, utstederselskapet og tegnerne. Vi viser også til konklusjonen i den såkalte Fearnley-saken fra 1997 der verdipapirforetaket hadde et selvstendig ansvar for at ”bookrunner” Goldman Sachs fulgte de norske reglene som Fearnley Fonds ASA var bundet av.

Det er altså vår oppfatning at det antagelig er enklere for det enkelte verdipapirforetak å tilpasse seg til de regler som gjelder om god forretningsskikk i de enkelte land der vedkommende foretak tilbyr sine tjenester, enn det vil være for den enkelte investor å forholde seg til reguleringen i den enkelte tjenestetilbyders hjemland.

2. New forms of service provision.

Denne del av kommisjonens rapport omhandler for det vesentlige såkalte Alternative Trading Systems (ATSs), og bakgrunnen synes å være at slike ATS'er funksjonelt har blitt eller er i ferd med å bli mer og mer like som børser eller autoriserte markedsplasser. Det hersker en viss usikkerhet knyttet til regulering av slike handelssystemer, men enkelte medlemsstater synes å regulere slik virksomhet som verdipapirforetak.

Kommisjonen påpeker selv at ATS'er ikke er noen ensartet gruppe. Forbundet er enig i dette, ikke minst fordi det – så langt vi kjenner til – ikke foreligger noen entydig definisjon av hva som menes med ATS. Vi kan illustrere dette med forskjellen på et klassisk handelssystem der ordre matches (automatisk) og mer rene informasjonssystemer som distribuerer kurs- og (eventuelt) selskapsrelatert informasjon – til visse brukere, f eks meglere og media. Et eksempel på dette siste er Forbundets OTC-system.

For den videre behandling synes det dog å være mest nærliggende å anta at kommisjonen – når den vurderer regulering av ATS'er – fokuserer på handelssystemer og samvirket mellom disse og den øvrige infrastruktur.

Det er vårt prinsipielle standpunkt at man skal utvise stor varsomhet med å regulere slike alternative systemer, med mindre de i realiteten fungerer som reelle markedsplasser med helt tilsvarende funksjonalitet som en klassisk markedsplass eller børs. På den annen side må man ikke trekke dette så langt at reguleringen vil ramme de systemer som verdipapirforetakene benytter overfor sine kunder, enten alene eller sammen med andre verdipapirforetak, for å effektivisere handel og slutning over f eks internet, bare fordi de kan være en "trussel" mot de eksisterende deltagere i infrastrukturen.

Når det gjelder spørsmålet om hvilke deler av ISD artikkel 10 og artikkel 11 som er relevante vil vi innledningsvis få peke på at man må skille mellom de systemer som skal virke mellom særlig profesjonelle parter, f eks mellom meglerforetak, og de som skal virke overfor f eks "retail-kunder". I førstnevnte tilfelle synes en rekke av prinsippene i art 10 og 11 knyttet til kundeforhold å være lite relevante. For de virksomheter som tilbyr tjenester (ATS'er) mellom f eks verdipapirforetak, bør man nøye seg med å kreve følgende:

- At foretaket har gode administrasjons- og regnskapsrutiner mv,
- At foretaket har tilfredsstillende interne kontrollmetoder,
- At foretaket er oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder begrenses til et minimum.
- At foretaket opptrer ryddig og korrekt i utøvelsen av sin virksomhet, herunder utviser den nødvendige kompetanse, og at man har og effektivt benytter de ressurser og de fremgangsmåter som er nødvendig for å kunne utøve virksomheten på en god måte.

I forhold til ATS'er som eventuelt er åpne for investorer er bildet noe mer komplekst, ikke minst fordi man da beveger seg i et grenseland mellom de tjenester et verdipapirforetak kan tilby via elektroniske oppkoblinger og de tjenester tradisjonelle markedsplasser yter. Dersom et verdipapirforetaks tilbud til kunder om elektronisk handel kan karakteriseres som noe annet enn en avansert form for ordreinnleggelse, f.eks. fordi det foretas automatiske slutninger internt, kan man være fristet til å sammenligne dette med en markedsplassfunksjon. Imidlertid vil kravet til overvåkning og gjennomlysning passe dårlig for kundehandel og slike krav kan bidra til å svekke effektiviseringen av foretakenes ordrehåndtering. Det er videre å bemerke at de enkelte verdipapirforetak normalt vil være rapporteringspliktige til en eller flere markedsplasser slik at overvåkning og gjennomlysning derved er sikret. Konklusjonen på dette er at handelssystemer el. som opereres av et verdipapirforetak overfor egne kunder ikke bør reguleres som en markedsplass el. Dersom flere verdipapirforetak sammen etablerer eller tilknytter seg en ATS der kundene selv kan handle direkte kan spørsmålet være noe mer åpent, ikke minst avhengig av hvordan den aktuelle løsning er med hensyn til f.eks. rapportering til de aktuelle markedsplasser der de tilknyttede verdipapirforetak er medlemmer.

Når det gjelder spørsmålet om hvilke deler av rammereguleringen for regulerte markedsplasser som kan komme til anvendelse vil vi bemerke at dette vil være avhengig av hvilke tjenester den enkelte ATS skal tilby og overfor hvem. Det som imidlertid er svært viktig er at man ikke etablerer et reguleringsmessig rammeverk som i praksis gjør det særlig byrdefullt for markedsaktørene å etablere elektroniske kommunikasjonskanaler for sin handel. I Norge har man gjennom den nye børslovgivningen etablert en konsesjonsplikt for autoriserte markedsplasser. Disse markedsplasser kan bare ta opp finansielle instrumenter til notering etter søknad fra utsteder, jfr § 6-7 første ledd. Etter tredje ledd kan slike markedsplasser også ta opp allerede børsnoterte finansielle instrumenter til notering og departementet kan i forskrift gjøre unntak fra søknadskravet mv, men denne markedsplassen vil få en rapporteringsplikt overfor den aktuelle børs. Dette innebærer at det muligens vil kunne etableres markedsplasser som organiserer handel etter såkalt "listing" dvs. notering uten søknad. Imidlertid er de nærmere kravene til slike markedsplasser med hensyn til organisering og overvåkning på samme nivå som for børser, jfr de forskriftsutkast som nå har vært på høring, slik utformet at det å etablere en autorisert markedsplass i Norge antagelig vil være for byrdefullt for nye foretak. Det rammeregelverk som er eller vil bli etablert gjennom forskrifter kan forhindre etablering av nye norskbaserte markedsplasser, samtidig som utenlandske markedsplasser og børser lett vil kunne oppfylle kravene i børsloven og dermed foreta etablering i Norge.

Dersom man også vil regulere ATS'er som regulerte markeder vil dette ytterligere kunne svekke den nasjonale konkurransen. For å kunne etablere en markedsplass er det viktig å sikre at det kan foreligge et grunnlag for drift som igjen kan sikre mulighet for å foreta de ikke ubetydelige investeringer som reguleringen av autoriserte markedsplasser i Norge fordrer. En måte å sikre dette på er at det er relativt enkelt å etablere f.eks. ATS'er som skal virke mellom aktørene, basert på f.eks. såkalt "listing" av børsnoterte eller unoterte finansielle instrumenter. Det fremstår således som svært viktig å ikke regulere ATS'ers virksomhet særskilt og vi vil understreke at reguleringen av verdipapirforetak, med de virksomhetsregler som gjelder, og reguleringen av børser og autoriserte markedsplasser, mer enn oppfyller de reguleringsmessige behov, ikke minst i forhold til det investerende publikum.

3 Effective competition between "regulated markets".

Når det gjelder spørsmål knyttet til å effektivisere konkurransen mellom regulerte markeder vil vi vise til det som er sagt i avslutningen til punkt 2 ovenfor.

For så vidt gjelder den såkalte ”concentration rule” i art 14 (3) synes den å være unødvendig konkurransehindrende, ikke minst tatt i betraktning det rammeverk som gjelder for etablering av alternative markedsplasser i Norge, jfr ovenfor. Det samme gjelder i forhold til art 15 (5) om muligheten til å forby etablering av nye markeder.

4 High level principles for ”regulated markets”.

Innledningsvis vil også til dette punkt vise til hva som ovenfor er sagt knyttet til mulighetene for etablering av effektiv konkurranse mellom markedsplasser i Norge. Kommisjonens høringsnotat er konsentrert om et antatt behov for felles eller like noteringskrav, prospektkrav, rapporteringsregler og offentliggjøring av prissensitiv informasjon. Slik regelverket for børser og autoriserte markedsplasser er lagt opp i Norge etter den nye børsloven med tilhørende forskrifter syner man langt på vei å ha fulgt de tanker som kommer til uttrykk i kommisjonens rapport. Vi stiller imidlertid spørsmålstegn ved en sentral påstand i høringsnotatet og det er påstanden om at forskjeller innen et system (her forstått som det indre marked) vil medføre at handelen konsentreres om det punkt der kravene til gjennomlysning er minst krevende. Norges Fondsmeglerforbund er i tvil om denne påstanden er riktig.

For vårt vedkommende er det også viktig å klarere få frem skillet mellom regulerte markeder, børser og ATS’er, ikke minst med hensyn til gjennomlysning og informasjonstilgjengelighet. Selv om målet er å få til en raskest og mest omfattende offentliggjøring av prissensitiv informasjon for noterte selskaper og en best mulig gjennomlysning av prisinformasjonen, er det ikke uten videre gitt at man skal ha mest mulig like regler. Dette innebærer ikke at man ikke skal søke å oppnå de best mulige felles regler knyttet til krav til skikkethet (fit and proper) mv, krav til offentlig tilsyn med de forskjellige markedsplasser, herunder regler om samarbeid mellom de respektive lands tilsynsmyndigheter.

I høringsnotatet reises også spørsmål om man skal fokusere reguleringen kun mot de regulerte markeder som tilbyr offentlig tilgjengelig handel i aksjer eller om man skal ha fokus på slike handelssystemer uavhengig av hvilket finansielt instrument som handles i systemet. Norges Fondsmeglerforbund har ikke sterke innvendinger til et slik utvidet fokus som foreslås.

Høringsnotatet tar også opp spørsmålet om den nærmere regulering av de regulerte markeder bør skje gjennom et utvidet ISD eller om det bør gjøres til gjenstand for særskilt regulering innen EU. Forbundet har ingen sterke innvendinger til at eventuell regulering skjer gjennom et utvidet ISD ikke minst fordi det foreligger stor grad av nærhet til regulering av verdipapirforetakenes virksomhet.

5 Promoting transparency

Det er etter vår oppfatning en generell svakhet ved drøftelsen av såkalt ”transparency” at man ikke gjør klart rede for hvorvidt man tar sikte på å regulere såkalt ”pre-trade” eller såkalt ”post-trade” gjennomlysning, ikke minst fordi det kan være store forskjeller på de enkelte lands tilnærming til dette, og fordi det kan være forskjellig behov for fellesskapsregulering av det ene eller andre.

Norges Fondsmeglerforbund er i tvil om det er behov for detaljregulering ut over det som fremgår av ISD art 21. Bakgrunnen for dette er bl a at etablering av elektroniske handelsmuligheter for investorer i seg selv medfører at de markedsplasser eller

verdipapirforetak som tilbyr denne mulighet, vil møte stadig sterkere krav til gjennomlysning. Vi tror derfor at denne side vil regulere seg selv. Videre er det vår oppfatning at det innenfor enkelte markeder vil være andre behov og at det således ikke er mulig – og heller ikke ønskelig – å sette opp entydige og felles krav til alle typer børser og regulerte markeder. I Norge har utviklingen av internet-basert handel f.eks. medført at realtids kursinformasjon nærmest har blitt alminnelig tilgjengelig for investorer. Vi ser også at ønsket om sanntids kursinformasjon for det unoterte markedet er til stede, hvilket også medførte at Forbundet i forbindelse med lanseringen av sitt OTC-system relativt raskt etablerte en løsning med offentlig distribusjon av kursinformasjon hvert kvarter.

Vi er videre i tvil om den såkalte fragmentering har nevneverdig betydning for likviditeten og vi er også i tvil om dette er et forhold som kan eller bør reguleres. En regulering med sikte på å unngå fragmentering vil, etter vår oppfatning, bidra til å sementere de allerede eksisterende strukturer. Et eksempel på dette er et av kjernepunktene i NOREX-samarbeidet – nemlig ønsket om ”single point of liquidity” knyttet til det enkelte selskaps nasjonalitet. Slik dette ser ut til å bli vil norske selskaper i utgangspunktet bli ”tvunget” til notering på Oslo Børs slik at all handel skal skje i henhold til norsk regelverk mv – uaktet om selskapet, investorene og verdipapirforetakene kan se seg tjent med handel gjennom andre av de deltagende børser. Det er viktig å merke seg at børsenes avgifter som utgangspunkt ikke skal harmoniseres. Denne tilnæringsmåten kan bidra til å sementere dagens struktur, herunder begrense konkurransen mot og mellom børsene, antagelig til skade for de noterte selskapene og investorene.

6 Clearing and settlement

Når det gjelder avregning, oppgjør og registrering av verdipapirhandler synes kommisjonens notat å være noe sparsomt. Forbundet er enig i at man må sikre en regulering, nasjonalt og internasjonalt, som gjør det enklere og billigere å handle over landegrensene.

Imidlertid reiser spørsmålet om avregning og oppgjør har dette også en side til et omfattende regelverk knyttet til kjøp og salg i sin alminnelighet, herunder kjøps- og avtaleretten og også insolvensretten i de enkelte land – som kanskje er den som vanligvis byr på de største utfordring. I tillegg kommer eventuelle nasjonale behov, så vel tilsynsmessige som skattemessige, for å holde oversikt over de reelle eierforhold knyttet til nasjonalt utstedte finansielle instrumenter.

I tillegg til dette er å bemerke at det er i selve oppgjøret av verdipapirhandler det ligger betydelige risiki, risiki som kan være av vesentlig betydning for den finansielle stabilitet i de enkelte land, noe som igjen kan betinge en noe strengere regulering enn det det ellers legges opp til innenfor verdipapirmarkedet, bl.a. med hensyn til etablering i det enkelte vertsland og tilknytning til nasjonale oppgjørssystemer.

Etter vår oppfatning bør spørsmålene om ”clearing and settlement” gjøres til gjenstand for en mer inngående vurdering, ikke minst med hensyn til behovet for felleskapsregulering, hensyntatt behovet for å sikre tilstrekkelige muligheter for det enkelte land til selv å overvåke den finansielle stabilitet.

Med vennlig hilsen

NORGES FONDSMEGLERFORBUND

Frede Aas Rognlien