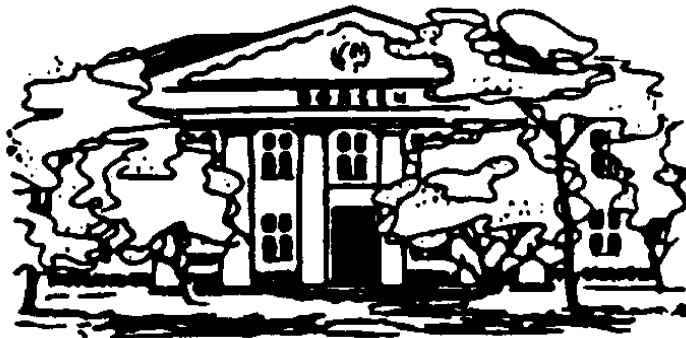


**Rapport og forslag til anbefalinger
knyttet til verdipapirforetaks egenhandel og market-
making i aksjer samt opplysninger om egne posisjoner og
oppdrag.**

(Utarbeidet av en arbeidsgruppe nedsatt av Norges Fondsmeglerforbunds styre)



Oslo
21. november 2000.

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING	4
1.1. MANDAT.....	4
1.2. ARBEIDSGRUPPENS SAMMENSETNING.....	5
1.3. SAMMENDRAG.....	5
2. EGENHANDEL – KORT OM BEGREPER	6
2.1. INNLEDNING.....	6
2.2. EGENHANDEL SOM LEDD I INVESTERINGSTJENESTEVIRKSOMHETEN.....	6
2.3. EGENHANDEL SOM LEDD I DEN ALMINNELIGE KAPITALFORVALTNING.....	7
3. GJENNOMGANG AV RELEVANT LOVGIVNING	8
3.1. VERDIPAPIRHANDELLOVEN.....	8
3.2. FORSKRIFT OM VERDIPAPIRFORETAKENES HANDEL FOR EGEN REGNING SOM LEDD I FORETAKETS ALMINNELIGE KAPITALFORVALTNING, HERUNDER OM MELDING AV SLIK HANDEL (26.09.1996 NR 948).....	8
3.3. ETISKE NORMER.....	8
3.4. FESCO.....	9
4. MARKET-MAKING	10
4.1. INNLEDNING.....	10
4.2. DEFINISJON AV MARKET-MAKING.....	10
4.3. HVORDAN ORGANISERES MARKET-MAKING I NØRGE I DAG.....	11
4.3.1. <i>Innledning</i>	11
4.3.2. <i>Aksjer</i>	11
4.3.3. <i>Obligasjoner</i>	11
4.3.4. <i>Derivatkontrakter</i>	11
4.4. HVORDAN BØR MARKET-MAKING I AKSJER ORGANISERES I FREMTIDEN.....	12
4.4.1. <i>Innledning</i>	12
4.4.2. <i>Krav til adskillelse av virksomheter</i>	12
4.4.3. <i>Kontoføring</i>	12
4.4.4. <i>Avgrensning av hvilke instrumenter som kan være gjenstand for market-making</i>	13
4.4.5. <i>Informasjon</i>	13
4.5. PRISFASTSETTELSE.....	14
5. ØVRIG EGENHANDEL	16
6. VERDIPAPIRFORETAKENES GODTGJØRELSE	17
6.1. GJELDENE PRAKSIS.....	17
6.2. KOMBINASJON AV KURTASJE OG KURSDIFFERANSE.....	19
7. INFORMASJON OM EGENHANDEL (EGNE POSISJONER) OG OPPDRAG	20
7.1. INNLEDNING.....	20
7.2. BAKGRUNN FOR KRAVET OM OFFENTLIGHET.....	21
7.2.1. <i>Lovgivning</i>	21
7.2.2. <i>Etiske normer</i>	21
7.2.3. <i>Anbefalinger</i>	22
7.3. INFORMASJON I ANALYSER.....	22
7.3.1. <i>Alminnelige selskapsanalyser</i>	22
7.3.2. <i>Selskapsanalyser som ledd i oppdrag med børsintroduksjoner/IPO's</i>	25
7.4. INFORMASJON I ANNET SKRIFTLIG (OG ELEKTRONISK) MATERIALE (PROSPEKT MV).....	28
7.5. INFORMASJON VIA PRESSE.....	28
7.6. INFORMASJON VED HANDEL (MEGLER/KUNDE).....	28
8. KONKLUSJONER OG ANBEFALINGER	32
8.1. ORGANISERING AV MARKET-MAKING.....	32
8.2. PRISFASTSETTELSE.....	32
8.3. GODTGJØRELSE – KURTASJE OG KURSDIFFERANSE.....	32
8.4. INFORMASJON OM ANSATTES OG EGNE POSISJONER.....	33

8.5.	INFORMASJON OM OPPDRAG	34
8.6.	INFORMASJON I SELSKAPSANALYSER SOM LEDD I OPPDRAG MED BØRSINTRODUKSJONER/IPO'S	34
8.7.	INFORMASJON I ANNET SKRIFTLIG (OG ELEKTRONISK) MATERIALE (PROSPEKT MV).....	34
8.8.	INFORMASJON VIA PRESSE	34

1. Innledning

1.1. Mandat

På Kredittilsynets og Oslo Børs' meglersseminar våren 2000 uttrykte Kredittilsynet kritiske merknader til meglerforetaks bruk av begrepet market-making og oppfordret Norges Fondsmeglerforbund til å utarbeide nærmere retningslinjer for virksomheten. I nyere tid har Kredittilsynet fratatt to av medlemmene konsesjon til å drive egenhandel ("market-making").

I Fondspartner var de kritikkverdige forhold knyttet blant annet til at enkelte av meglerne førte kundehandler og egenhandel på samme konto (enten market-maker konto eller oppsamlingskonto) samt at de ikke førte korrekt ordrejournal slik at det ikke var mulig å spore om det var foretaket eller kunder som eide aksjene. I tilsynsrapporten vedrørende Fondspartner ble det nevnt en del transaksjoner hvor forskjellen mellom innkjøpspris og utsalgspris ble ansett for å være uakseptabelt høy. I Atlantic-saken var de kritikkverdige forhold i følge Kredittilsynet at Atlantic hadde beregnet uakseptabel høy kursdifferanse på transaksjoner i det unoterte selskapet Dolphin.

Ut fra de forhold som er tatt opp i Kredittilsynets rapporter er det først og fremst fire problemstillinger som er sentrale:

- Bruken av begrepet market-making
- Intern organisering av egenhandel
- Spreader
- Opplysningsplikt ovenfor kunder

Norges Fondsmeglerforbund har utarbeidet standard retningslinjer for foretakenes egenhandel ([vedlegg 1](#)) og har i etiske normer og anbefaling nr 3/99 ([vedlegg 2](#)) bestemmelser om opplysningsplikt. Disse bør gjennomgås for å få vurdert om de krav som følger av Kredittilsynets uttalelser er oppfylt og ellers om de bør endres eller suppleres.

Det bør vurderes nærmere å "reservere" begrepet market-making til den virksomhet som reelt er market-making, jfr bruken av begrepet innen obligasjons- og derivatmarkedet, slik at man unngår å skape inntrykk av at meglerforetak driver en form for virksomhet de faktisk ikke driver. I Sverige snakker man om "handel fra eget lager" hvilket bedre beskriver hva meglerforetaket faktisk gjør. For "handel fra eget lager" er det en del problemstillinger som gruppen bør vurdere, bla følgende:

- Om funksjonen bør drives adskilt fra meglervirksomheten dvs at de som utfører egenhandel ikke samtidig kan være kundemeglere eventuelt hvorledes eventuelle kundemeglere skal opptre dersom han/hun har anledning til å ta posisjoner for foretakets egen regning
- Prinsipper for beregning av kjøps- og salgspriser med særlig vekt på prinsipper for prisfastsettelse på aksjer hvor markedspriser ikke fastsettes kontinuerlig
- Om og i tilfelle når meglerforetaket kan beregne kurtasje dersom aksjer selges fra eller kjøpes til eget lager
- Om og i tilfelle hvorledes kunder skal opplyses om at eget lager er motpart i en handel

1.2. Arbeidsgruppens sammensetning

Styret i Norges Fondsmeglerforbund har nedsatt en særskilt arbeidsgruppe som skal gjennomgå de ovennevnte problemstillinger. Arbeidsgruppen har fått følgende sammensetning:

Martin Hagen, First Securities ASA
Tom Kristoffersen, Carnegie ASA
Lars Traberg og Hans Wilhelm Kirkevold, Christiania Markets
Hans Petter Michelsen, Sundal Collier & Co ASA
Lars Slaatsveen, DnB Markets

I tillegg til dette arbeider Forbundets faste aksjemarkedskomite med enkelte problemstillinger knyttet til aksjer som vederlag for oppdrag og utfyllende regler vedrørende opplysninger om egne og ansattes posisjoner i analyser, anbefalinger og andre publikasjoner.

1.3. Sammendrag

Utgangspunktet for arbeidsgruppen har vært at de tilfeller som Kredittilsynet har avdekket for det alt vesentlige har sin bakgrunn i dårlig eller manglende organisering av virksomhetene internt noe som muliggjorde misbruk av de systemer og retningslinjer som gjelder for egenhandel og forholdet til kunder. Dette har sannsynligvis vært muliggjort ved bevisst eller ubevisst gal bruk av market-making begrepet og gjeldende kontoplan for føring av egenhandel/market-making og kundeforhold.

Det er arbeidsgruppens oppfatning at en avklaring av begrepsbruken i forhold til den virksomhet som faktisk bedrives og en bedret disiplin i forhold til kontoplanen – slik denne er fastsatt av Kredittilsynet – vil medvirke til ryddigere forhold og større klarhet med hensyn til hvilken i funksjon det enkelte verdipapirforetak virker overfor sine kunder.

Etter arbeidsgruppens oppfatning er et viktig virkemiddel i denne sammenheng å gjennomføre et klarere skille mellom den rendyrkede market-making og den øvrige egenhandel. Dersom dette oppnås vil forhold til prising og foretakenes godtgjørelse i stor grad gi seg selv. Det samme vil langt på vei gjelde informasjon til markedet om det enkelte foretaks forskjellige funksjoner.

For dette formål vil arbeidsgruppen fremkomme med enkelte anbefalinger. Formålet med disse anbefalinger er å skape klarhet omkring enkelte forhold for derigjennom å bidra til at norske verdipapirforetak er konkurransedyktige i forhold til utenlandske konkurrenter. Arbeidsgruppen har sett hen til hvordan market-maker virksomheten er organisert i en rekke foretak i dag.

2. Egenhandel – kort om begreper

2.1. *Innledning*

Handel med finansielle instrumenter foregår i Norge gjennom foretak som har konsesjon til å yte investeringstjenester i Norge. Disse foretak benevnes som verdipapirforetak.

Verdipapirforetakene kan, avhengig av sin konsesjon, opptre som ren mellommann mellom kunder og/eller som motpart til kunder ved selv å tre inn i de enkelte handler – såkalt selvinntrede. For den videre behandling knyttet til de anbefalinger som gis legges til grunn at foretakene har konsesjon både som mellommann og som ”egenhandler”, jfr verdipapirhandelloven § 1-2 første ledd nr 1 og 2.

Når det gjelder foretakenes egenhandel skiller loven mellom den egenhandel som skjer som ledd i investeringstjenestevirksomheten og den som skjer som ledd i den alminnelige kapitalforvaltning. Verdipapirhandelloven (vphl) foretar et skille mellom disse to hovedtyper av egenhandel, jfr vphl § 8-5 første ledd. Det er ikke foretatt noen lov- eller forskriftsmessig avgrensning av hva som faller inn under det ene eller andre begrepet, men det følger av forskrift nr 948 fra 26. september 1996 at det enkelte foretak i de interne retningslinjer skal angi når handler foretatt for egen regning skal kategoriseres som egenhandel som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning.

Når verdipapirforetaket kan være motpart i forskjellige relasjoner og med forskjellige interesser kan disse forskjellige roller bidra til å skape uklarhet omkring hvilke interesser et verdipapirforetak faktisk ivaretar. På denne bakgrunn er det gjennom lovgivning og annet regelverk foretatt en nærmere regulering av slik egenhandel. Etter arbeidsgruppens oppfatning er gjeldende regelverk, inklusive forskrifter og rundskriv fra tilsynsmyndigheter og andre anbefalinger, en tilstrekkelig regulering. De problemer som har dukket opp i den senere tid synes mer knyttet til etterlevelsen av regelverket enn regelverket i seg selv. Det synes imidlertid å kunne være et behov for å klargjøre noe hvordan enkeltbegreper er å forstå og også hvordan enkelte deler av virksomheten bør organiseres.

2.2. *Egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomheten*

Hva som anses som egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomheten er som nevnt under punkt 2.1 ikke klart definert noe sted. For den videre behandling har arbeidsgruppen funnet det hensiktsmessig å gjengi en del egenhandelsformer som typisk vil måtte karakteriseres som foretatt som ledd i investeringstjenestevirksomheten. Den følgende liste er ikke ment å være uttømmende.

- Selvinntrede mot kunder som ønsker rask slutning der megler stiller enten en kjøpskurs eller en salgskurs på forlangende fra en kunde,
- Selvinntrede mot en kunde fordi det ikke finnes andre motparter i markedet,
- Selvinntrede mot en kunde som ønsker å kjøpe eller selge odde poster,
- Kjøp av poster for å kunne møte en forventet etterspørsel fra kunder,
- Kjøp og slag av underliggende verdipapirer for å ”hedge” market-maker posisjoner i derivatmarkedet,
- Kjøp av verdipapirer for egen regning dersom en kunde har gitt en kjøpsordre på ”alt eller intel” og selgende kunde ikke vil vente med ”sitt” salg til meglerforetaket har fått tilslag hos et tilstrekkelig antall selgere,

- Kjøp av verdipapirer som følge av utløst garantiforpliktelse ved deltagelse i fulltegningsgarantier ved emisjoner,
- Market-making, jfr definisjonen nedenfor i punkt 4.2.

Market-making, slik den er definert nedenfor i punkt 4.2 er en særlig form for egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomheten der det enkelte verdipapirforetak driver markedspleie gjennom løpende å stille forpliktende toveis priser, dvs både kjøps- og salgskurs overfor kunder, hvoretter handel kan slutes med verdipapirforetaket som motpart. Slik market-making har som siktemål å øke likviditeten i markedet og derigjennom sikre at kundene enten kan kjøpe eller selge finansielle instrumenter på kjente priser. Denne market-making innebærer at verdipapirforetaket er en aktiv deltager i markedet og løpende tar posisjoner for egen regning og risiko.

Når det gjelder den øvrige egenhandel som foretas som ledd i investeringstjenestevirksomheten, er det arbeidsgruppens oppfatning at denne bør betegnes som ”handel med eget lager” – forkortet HME.

2.3. Egenhandel som ledd i den alminnelige kapitalforvaltning

Den egenhandel som ikke omfattes av punkt 2.2 må som utgangspunkt omfattes av begrepet egenhandel som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning. Dette kan f eks være egenhandel i instrumenter der meglerforetaket ser for seg et gevinstpotensiale, med andre ord et kjøp gjort for å øke avkastningen på selskapets egne midler eller kjøp av mer strategisk karakter. Det er arbeidsgruppens inntrykk at slike kjøp (og salg) ofte vil ha sin bakgrunn i mer formaliserte beslutninger i styret eller ledelsen og at det således vil være rimelig enkelt å avklare hvorvidt handelen er skjedd som ledd i den alminnelige kapitalforvaltning eller ikke.

Dersom foretaket lar f eks forvaltningen av overskuddslikviditet skje gjennom bruk av de ansatte som har innsyn i foretakets ordrebok vil begrensningene i vphl § 9-3 første ledd første punktum om vikeplikt mv komme til anvendelse.

For å sikre at dette ikke skjer og for å unngå at det oppstår uklarheter er det arbeidsgruppens oppfatning at egenhandel som ledd i den alminnelige kapitalforvaltning bør vurderes holdt helt adskilt – også fysisk – fra foretakenes øvrige virksomhet, jfr da unntaket i vphl § 9-3 første ledd annet ledd.

3. Gjennomgang av relevant lovgivning

3.1. **Verdipapirhandelloven**

Vphl § 8-5 åpner for at verdipapirforetakene kan kjøpe, selge eller tegne finansielle instrumenter for egen regning når denne handel skjer som ledd i investeringstjenestevirksomheten eller som ledd i foretakenes alminnelige kapitalforvaltning.

Når det gjelder market-making er dette en virksomhet som typisk er en del av investeringstjenestevirksomheten og kan foretas i alle typer finansielle instrumenter uavhengig av om de er notert på et regulert marked eller ikke. Det er heller ingen forskjell på om verdipapirforetaket er en kredittinstitusjon eller ikke.

Av vphl § 9-2 første ledd nr 6 fremgår det at foretakene skal sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser, samt at enkelte kunder ikke usaklig tilgodeses på bekostning av andre kunder. Av tredje ledd fremgår det at der særskilt kurs ikke er angitt i oppdraget så skal oppdraget utføres til en kurs som etter markedets stilling er rimelig. Dette er noe utdypet i fjerde ledd som fastslår at kunden skal gis den beste pris foretaket anser det kan oppnå på bakgrunn av tilgjengelig kursinformasjon, med mindre kunden forlanger at foretaket stiller en bestemt kurs eller vedkommende aksepterer en bestemt kurs når oppdraget gis.

Det er også etablert en informasjonsplikt i § 9-2 femte ledd for de tilfeller der foretakets egne interesser eller andre særlige grunner er egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet.

I tillegg til dette fastsetter vphl § 9-3 enkelte utfyllende krav til god forretningsskikk ved egenhandel. Fra bestemmelsen første ledd hitsettes:

”Verdipapirforetak kan ikke foreta egenhandel som nevnt i § 8-5 første ledd nr. 2 i finansielle instrumenter det foreligger kundeordre på og der særskilt kurs ikke er angitt i ordren. Første punktum gjelder ikke dersom vedkommende som utfører handelen på foretakets vegne ikke kjente til, og heller ikke burde ha kjent til, at det forelå kundeordre.

Det følger videre av vphl § 9-3 annet ledd, som er en presisering av § 9-2 fjerde ledd, at verdipapirforetak ikke kan tre inn i avtaler med kunder dersom foretaket kan oppnå bedre betingelser for kunden ved kjøp eller salg i markedet på tidspunktet for behandling av oppdraget.

3.2. **Forskrift om verdipapirforetakenes handel for egen regning som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning, herunder om melding av slik handel (26.09.1996 nr 948)**

Etter forskriftens § 2 skal verdipapirforetakene utarbeide interne retningslinjer som angir vilkårene for når de enkelte handler foretatt for egen regning inngår i foretakets alminnelige kapitalforvaltning. Det følger videre av § 3 første ledd at verdipapirforetakene for alle slike handler skal føre journal som minst inneholder dato, klokkeslett for ordreførelse, navn og betegnelse på finansielt instrument, antall enheter og kurs, samt om handelen gjelder kjøp, salg eller tegning.

3.3. **Etiske normer**

Forbundets etiske normer er på de her angjeldende punkter parallelle til lovgivningen. § 4-1 første ledd tilsvarer vphl § 9-2 fjerde ledd, § 5-2 finner sin parallell i vphl § 9-3 annet ledd og

§ 5-2 finner vi igjen i vphl § 9-2 første ledd nr 6. Bestemmelsen i de etiske normer er dog noe mer utfyllende og fra denne bestemmelse hitsettes:

Dersom medlemsforetaket eller formidlere beslutter å kjøpe eller selge finansielle instrumenter etter at en kunde har inngitt ordre om kjøp eller salg av de samme finansielle instrumenter, skal kundens ordre gjennomføres først. Dette gjelder ikke dersom medlemsforetaket er organisert på en slik måte at formidlere som utfører handel for medlemsforetakets egen regning ikke skal kjenne til ordre fra kunder.

3.4. FESCO

Så vidt vites har ikke FESCO utarbeidet noen anbefalinger på dette område.

4. Market-making

4.1. Innledning

I Norge har aksjemarkedet historisk sett vært ordredrevet. Meglerforetakene utfører handler i eget navn men for kundenes regning, dvs en ”ren” mellommannsvirksomhet (kommisjonær). Obligasjonsmarkedet har i løpet av 90-tallet utviklet seg til å bli et prisdrevet marked, dvs at handel utløses ved at meglerforetakene stiller toveis forpliktende priser og således trer inn som motpart overfor kundene. Aksjederivatmarkedet er en kombinasjon av ordre- og prisdrevet.

Den tidligere regulering av verdipapirforetakenes egenhandel innebar at de fondsmeglerforetak som var market-makers i enkeltaksjer hadde noe videre rammer for egenhandel enn det lov og forskrift ellers åpnet for. (Utgangspunktet den gang var mer omfattende restriksjoner på egenhandel). Dette forhold har etter arbeidsgruppens oppfatning vært medvirkende til en noe ukritisk bruk av market-makerbegrepet, noe som igjen kan ha ledet til uklarheter med hensyn til klassifisering og kontoføring av slik egenhandel.

4.2. Definisjon av market-making

Market-making blir i **obligasjonsmarkedet** normalt definert som det å stille toveis priser for et minstebeløp pr transaksjon med en fastsatt maksimalstørrelse på forskjellen mellom den kjøpspris og salgspris (spread) som stilles. I obligasjonsmarkedet har market-makeren ofte et avtaleforhold til utsteder. Den forpliktelse som market-makerne påtar seg i henhold til avtalene, kompenseres ved at market-makerne gis visse rettigheter av utsteder.

I **derivatmarkedet** er market-making i standardiserte børsnoterte derivater regulert gjennom avtaler med Oslo Børs. I avtalene forplikter market-makerne til for egen regning å stille forpliktende toveis priser gjennom børsens åpningstid. Market-makerne kompenseres av Oslo i form av reduserte avgifter.

I **aksjemarkedet** er market-making ikke formalisert verken gjennom regulering eller avtaleforhold og det foreligger således ingen klar definisjon av begrepet.

Etter arbeidsgruppens oppfatning synes det å være et behov for å entydig fastsette innholdet i begrepet market-making slik at det i og for seg er gitt når man skal kunne bruke dette begrepet. Arbeidsgruppen har derfor funnet det hensiktsmessig å foreslå følgende definisjon:

Market-making foreligger når et verdipapirforetak, etter avtale med en utsteder eller en markeds plass eller på annen måte, for en nærmere avgrenset tidsperiode, forplikter seg til å stille forpliktende kjøps- og salgskurser for et minstebeløp eller minste antall av aktuelt instrumentet pr transaksjon.

I en avtale om market-making kan det i tillegg til definisjonens krav fastsettes maksimalstørrelser på forskjellen mellom den kjøpspris og salgspris (spread). Dette er tilfellet i obligasjonsmarkedet og i aksjederivatmarkedet slik dette er organisert på Oslo Børs.

Det er dog viktig å merke seg at market-makerens handel vil omfatte mer enn den handel som følger direkte av den aktive prisstillelse, f eks vil en market-maker i aksjederivatkontrakter løpende måtte handle i relevante underliggende instrumenter og det er arbeidsgruppens oppfatning at slik handel også må anses omfattet av market-makerens virksomhet. Poenget for arbeidsgruppen er imidlertid å skille denne virksomheten fra den øvrige egenhandel.

4.3. Hvordan organiseres market-making i Norge i dag

4.3.1. Innledning

Det foreligger pr i dag ingen særskilt lovregulering av market-making. Det følger imidlertid av krav til organisering av virksomheten, herunder krav til kontoplan i VPS, at foretakenes egenhandel skal skilles fra den øvrige handel. Etter den gjeldende kontoplan skal det opereres med særskilte konti for market-making og særskilte konti for annen egenhandel.

Det foreligger for øvrig ingen klare regler for hvordan man skal skille de forskjellige typer egenhandel fra hverandre.

4.3.2. Aksjer

Det foreligger pr i dag ingen organisert market-making i aksjer – verken for børsnoterte eller unoterte aksjer. Det synes imidlertid å foreligge enkelte avtaler eller forståelser mellom enkelte unoterte selskaper og verdipapirforetak om markedspleie for de aktuelle aksjer. Slike avtaler vil kan f eks innebære en forpliktelse for verdipapirforetaket til å stille kjøps- og salgskurser for et nærmere angitt beløp og for dette mottar verdipapirforetaket en godtgjørelse. Utvalget har ikke særlig informasjon om de nærmere detaljer i slike avtaler og har , for denne rapportens formål, heller ikke funnet det nødvendig å innhente nærmere informasjon om slike avtaler.

4.3.3. Obligasjoner

I obligasjonsmarkedet har det vært tradisjon for market-making, særlig i forbindelse med kredittforetaksobligasjoner og statsobligasjoner. For kredittforetaksobligasjonene ble det inngått avtaler mellom det aktuelle foretak og et nærmere angitt ”panel” bestående av enkelte utvalgte verdipapirforetak.

I markedet for statsobligasjoner foreligger det avtaler mellom enkelte utvalgte primærhandlere og Norges Bank. Disse avtalene innebærer at primærhandlerne i perioden for kontinuerlig omsetning av obligasjoner på Oslo Børs skal stille bindende kjøps- og salgskurser for kontinuerlig automatisk slutning i form av limitordre for minst 5 millioner kroner. En kopi av en primærhandleravtale følger som Vedlegg 3.

4.3.4. Derivatkontrakter

For børsnoterte derivatkontrakter inngås det standardiserte avtaler mellom enkelte verdipapirforetak og Oslo Børs. Market-maker forplikter seg til å løpende stille kjøps- og salgskurser for bestemte derivatkontrakter i bestemte serier og på bestemt måte i samsvar med den til enhver tid vedlagte spesifisering av market-makerforpliktelsene. I tillegg forplikter market-maker seg til på forespørsel fra Oslo Børs å stille kjøps- og salgskurser for bestemte derivatkontrakter. De kurser som market-maker stiller i løpet av dagen er gyldige frem til handelens slutt samme dag og opphører da automatisk.

Som godtgjørelse for dette betaler foretakene lavere avgifter til Oslo Børs og Norsk Oppgjørssentral ASA. Market-maker avtalen fremgår av Vedlegg 4.

4.4. Hvordan bør market-making i aksjer organiseres i fremtiden

4.4.1. Innledning

I utgangspunkt kan det synes som om market-making, slik den er definert ovenfor, i prinsippet vil kunne komme i konflikt med reglene og prinsippene om alltid å stå tilbake for kundene, jfr bl a vphl § 9-3 og de etiske normer § 5-2. Det er imidlertid rimelig klart at disse regler ikke gjelder for de tilfeller der et verdipapirforetak enten driver market-making eller stiller en pris på forespørsel fra en kunde, jfr § 9-2 fjerde ledd.

Selv om de generelle regler ikke er ment å forhindre market-making og ordinære investeringstjenester er like fullt faren for sammenblanding av roller og egeninteressen i å maksimere avkastning på egne finansielle instrumenter (eller selskapets egenkapital) til stede noe som, etter arbeidsgruppens oppfatning, tilsier at det kan være hensiktsmessig å lage noen retningslinjer eller anbefalinger som må følges slik at virksomhet organisert på denne måten helt sikkert ikke vil være stridende mot nevnte (og eventuelt andre) bestemmelser.

4.4.2. Krav til adskillelse av virksomheter

Etter arbeidsgruppens oppfatning bør man ta utgangspunkt i at market-making er en tjeneste som utøves for å pleie markedet der foretaket normalt påtar seg en mer omfattende forpliktelse ved å stille både kjøper- og selgerkurser og samtidig forplikte seg til å handle på disse kurser. Dette igjen gir market-makeren en rolle som direkte aktør i markedet, med derav følgende mulig interessekonflikt med foretakets kunder. For at slike mulige konflikter skal kunne reduseres er det, etter arbeidsgruppens oppfatning, viktig at det internt foretas en adskillelse av market-makerfunksjonen og handelen med eget lager (HME) slik at market-makerfunksjonen mer får en slags "kunderelasjon" til foretakets øvrige virksomhet. En følge av dette bør bl a være følgende:

1. kundemeglere skal ikke kunne opptre som market-makere,
2. market-maker skal kunne ha kontakt med enkeltkunder under forutsetning av at kunden gjøres oppmerksom på market-makerens rolle,
3. market-maker skal ikke ha tilgang til foretakets ordrebok, men kun tilgang til egne ordre,
4. market-maker bør handle i faktisk "konkurranse" med foretakets øvrige meglere og/ eller direkte mot markedsplassen /informasjonssystemet.
5. market-maker skal kunne legge inn kundeordre
6. det skal foretas løpende lydopptak av all market-makervirksomhet.

4.4.3. Kontoføring

Som nevnt under punkt 4.3.1 foreligger det en særskilt VPS-kontoplan for verdipapirforetak. Denne kontoplan "Standard VPS-kontoplan for fondsmeglerforetak", er fastsatt av Kredittilsynet, jfr vedlegg 5 (rundskriv 35/93).

Denne kontoplanen skiller mellom kundekonti og egenbeholdningskonti. Sistnevnte kategori er delt opp i feilslutningskonti, egenhandelskonti og market-makerkonti. Når det gjelder egenhandelskontoene er disse igjen delt mellom egenhandel og egenhandel derivater. Rundskrivet fastslår at disse egenhandelskontoen skal benyttes ved all egenhandel (forutsetningsvis unntatt market-making), mens egenhandelskonto derivater skal benyttes for egen beholdning av opsjoner og terminer (handlet over Oslo Børs). I tillegg skal kontoen benyttes for verdipapirer som er stillet som sikkerhet for slike opsjoner og terminer.

Når det gjelder market-making opereres det med tre kontokategorier (innland, utland og derivater). Disse kontoene skal benyttes for kjøp og salg av aksjer, rentebærende papirer og derivater som foretaket utfører som market-maker (vår understrekning).

Etter arbeidsgruppens oppfatning må man av ovenstående kunne utlede at all market-maker handel i finansielle instrumenter skal føres mot disse særskilte kontoene. Dette vil omfatte handel i de enkelte instrumenter der man er market-maker med tillegg av den handel som foretas i underliggende instrumenter til derivatkontrakter (som man er market-maker i) eller annen hedging som foretas som ledd i denne market-makervirksomheten.

4.4.4. Avgrensning av hvilke instrumenter som kan være gjenstand for market-making

Et sentralt poeng i de saker som har vært behandlet av Kredittilsynet har vært den godtgjørelse de aktuelle foretak har beregnet seg, ikke minst i forhold til kursdifferanser med basis i uklare referansepriser. Tatt i betraktning den risiko som ligger innebygget i market-makervirksomhet – slik denne er definert ovenfor – og behovet for å kunne foreta kontroll med at man utøver virksomheten i tråd med nevnte definisjon, er det arbeidsgruppens oppfatning at market-making kun skal kunne foretas for instrumenter der det foreligger referansepriser, f eks på en børs eller innenfor et system som publiserer kurser knyttet til ikke-børsnoterte instrumenter. Dette vil medføre at man ikke kan drive market-making i f eks aksjer som ikke er notert på Oslo Børs eller registrert i Forbundets OTC-system. Dersom et medlemsforetak vil starte market-making i en ikke-registrert unotert aksje, må denne altså først søkes registrert i nevnte system.

For å bidra til en market-making som lar seg følge opp i praksis kan man videre tenke seg at market-making bør skje i henhold til avtaler, enten med en markedsplass (f eks Oslo Børs) eller andre informasjonsdistributører (f eks FINFO) eller de aksjeutstedende selskaper. Man kan også tenke seg den mulighet at det enkelte verdipapirforetak på annen måte gjør det uttrykkelig klart at de, uten avtale med noen andre, skal forestå market-making i enkeltaksjer.

Arbeidsgruppen har kommet frem til at man, på generelt grunnlag, ikke skal stille krav til at market-making skal skje i henhold til særskilte avtaler. Det bør være mulig for verdipapirforetak ensidig å kunne påta seg en market-makerrolle, men arbeidsgruppen er av den oppfatning at det enkelte verdipapirforetak må sikre at markedet blir adekvat informert om foretakets roller, jfr også nedenfor i punkt 4.4.5.

For øvrig bør det være opp til den enkelte markedsplass eller distribusjonskanal om det skal kreves særskilt avtaleregulering.

Disse reglene om organisering bør gjelde uavhengig av om det dreier seg om børsnoterte eller unoterte aksjer.

4.4.5. Informasjon

Når det gjelder informasjon om roller og funksjoner er det viktig at det investerende publikum får adekvat informasjon om verdipapirforetakenes forskjellige funksjoner. Således vil det være viktig at markedet får informasjon om den konkrete market-making som foregår. Her kan det være at man må operere med forskjellige retningslinjer avhengig av om aksjen er børsnotert eller ikke.

I denne sammenheng vil arbeidsgruppen vise til at Etisk Råd i en klagesak la til grunn følgende:

”Rådet har etter dette kommet frem til at det ikke kan kreves at man ved enhver kontakt mellom megler og kunde må opplyse om foretakets mulige selvinntrede. Etter Rådets oppfatning vil det, avhengig av de faktiske forhold, ofte være tilstrekkelig at informasjon om denne mulighet er gitt på annen måte, f eks gjennom forretningsvilkårene og andre meddelelser. Rådet utelukker dermed ikke at det i enkelte situasjoner kan foreligge omstendigheter som tilsier at det må gis konkrete opplysninger. ”

For børsnoterte aksjer der det f eks inngås avtale med Oslo Børs bør det foreligge informasjon på Oslo Børs. Når det gjelder ikke noterte aksjer – som f eks er registrert i OTC-systemet kan det lages avtaler med FINFO med tilknyttet publisering, eller med selskapene (også med publisering i OTC-systemet).

Hva enten det gjelder en børsnotert eller en unotert aksje vil det løpende kunne skje endringer. Dette medfører at man ikke kan innta konkrete opplysninger i forretningsvilkårene – og man kan som allerede nevnt heller ikke opplyse om alle funksjoner ved enhver kontakt med kunder. Man må med andre ord finne andre metoder. En mulig løsning, som etter arbeidsgruppens oppfatning må være tilstrekkelig, er en generell passus i forretningsvilkårene om at man kan være market-maker i enkeltpapirer og at nærmere informasjon om hvilke aksjer dette gjelder finnes på foretakets egen web-side – og/eller OB/FINFO.

4.5. Prisfastsettelse

I en enkeltsak har Kredittilsynet lagt til grunn følgende:

”Det er et krav etter verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd at verdipapirforetak skal gi kunden den beste pris foretaket anser det kan oppnå på bakgrunn av tilgjengelig kursinformasjon. Beste pris bestemmes i utgangspunktet av hva instrumentet omsettes for i markedet. Det vises også til tredje ledd hvoretter oppdraget skal utføres til den pris som etter markedets stilling er rimelig. Dersom det er så liten omsetning at det er få referansepunkter, vil den pris foretaket har gitt for det aktuelle instrument være det viktigste referansepunktet. Hvis det ikke foreligger andre referansepunkter som etter markedets stilling er rimelig eller beste pris, vil gevinsten som foretaket kan beholde i samsvar med god forretningsskikk være bestemt av risikoen som følger med å ta det enkelte finansielle instrument på egen bok, herunder instrumentets forventede likviditet og hvor lang tid posisjonen holdes, samt instrumentets prisvolatilitet. Dette innebærer at foretaket ikke kan beholde en så stor gevinst at kunden i realiteten ikke får beste pris. ”

For arbeidsgruppen er det noe uklart hvorvidt denne uttalelsen tar sikte på å gi retningslinjer for de tilfeller der en market-maker stiller forpliktende kurser eller om uttalelsen kun er begrenset til å ha betydning for fastsettelsen av godtgjørelse, jfr nedenfor i avsnitt 6.

Etter arbeidsgruppens oppfatning er det viktig å skille mellom den økonomiske gevinst (eller tap) som følger av virksomheten knyttet til aktiv prisstillelse i markedet (market-making) og den godtgjørelse som meglerforetaket kan beregne seg der handler blir sluttet mot egen bok (handel mot eget lager). Det er arbeidsgruppens oppfatning at ovennevnte sitat for det vesentlige har relevans i forhold til sistnevnte problemstilling.

Arbeidsgruppen har på bakgrunn av ovenstående likevel funnet grunn til å se nærmere på selve prisfastsettelsen, med andre ord de kjøper- og selgerkurser som en market-maker stiller, og om det gjelder eller bør gjelde særskilte regler for hvilke kjøper- og selgerkurser en market-maker stille i markedet.

For den videre behandling vil arbeidsgruppen legge til grunn at den differanse som foreligger mellom de kjøps- og salgskurser som en market-maker stiller benevnes ”spread”. Begrepet ”spread” benyttes også for forskjellen mellom de kjøper- og selgerkurser som ligger i markedet uavhengig av hvem som ligger bak kursene, men det har mindre betydning i denne sammenheng.

Spread må holdes adskilt fra den kursdifferanse som oppstår mellom det et verdipapirforetak faktisk kjøper et instrument for (for egen regning) og den kurs det oppnår ved salg (for egen regning). Det er dette forhold Kredittilsynet synes å ha tatt opp og i det følgende vil dette bli benevnt som ”kursdifferanse”.

For market-makervirksomhet knyttet til standardiserte derivatkontrakter er det fastsatt særskilte regler knyttet til maksimal spread. Disse reglene er fastsatt av Oslo Børs.

Tilsvarende er det visse spreadkrav innenfor primærhandelsystemet for statsobligasjoner fastsatt av Norges Bank.

For annen market-making foreligger ingen spreadkrav, noe som for så vidt ikke er unaturlig i og med at slik market-making ikke er organisert.

Det er arbeidsgruppens oppfatning at det for market-making, slik den er definert ovenfor, verken er mulig eller riktig å fastsette generelle krav til maksimal spread i kursstillelsen. Dette har sammenheng med at en eventuell market-making vil måtte skje i finansielle instrumenter der det foreligger referansepriser, jfr ovenfor i punkt 4.4.4 og en market-maker må forutsetningsvis stille sine priser innenfor disse referansepriser dersom market-makervirksomheten skal fungere tilfredsstillende.

Det er også arbeidsgruppens oppfatning at det for øvrig må være opp til den eller de foretak eller institusjoner som organiserer et market-makersystem å eventuelt fastsette nærmere krav til maksimal spread.

5. Øvrig egenhandel

Når det gjelder den øvrige egenhandel er det arbeidsgruppens oppfatning at gjeldende regelverk innebærer at all annen egenhandel enn det som er omhandlet i punkt 4, hva enten den skjer som ledd i den alminnelige kapitalforvaltning eller som ledd i investeringstjenestevirksomheten, jfr ovenfor punkt 2.2 og 2.3 kan håndteres av kundemeglere.

For så vidt gjelder den handel som skjer til og fra eget lager som ledd i investeringstjenestevirksomheten har arbeidsgruppen ingen innvendinger til at denne foretas av kundemeglere, noe annet ville fremstå som rimelig tungvint og unødvendig.

Når det gjelder eventuell egenhandel som ledd i den alminnelige kapitalforvaltning er det arbeidsgruppens oppfatning at de enkelte foretak bør vurdere å holde denne virksomhet adskilt fra investeringstjenestevirksomheten, noe som også vil ha betydning i forhold til kravet til vikeplikt i vphl § 9-3 første ledd, og mulighetene for å etterprøve om denne regel er overholdt.

Når det gjelder bruken av den ovennevnte kontoplanen følger det av denne at all annen egenhandel enn det som er omhandlet i punkt 4, hva enten den skjer som ledd i den alminnelige kapitalforvaltning eller som ledd i investeringstjenestevirksomheten, jfr ovenfor punkt 2.2 og 2.3 skal føres mot foretakets egenhandelskonto. Det er arbeidsgruppens oppfatning at man også bør foreta et skille i kontoplanen (og kontobruken) for den egenhandel som skjer som ledd i den alminnelige kapitalforvaltning og den som skjer som ledd i investeringstjenestevirksomheten. Arbeidsgruppen vil derfor anbefale at Forbundet tar denne problemstilling opp med Kredittilsynet.

6. Verdipapirforetakenes godtgjørelse

6.1. Gjeldende praksis

Kurtasje er den alminnelig godtgjørelsesformen ved handel med finansielle instrumenter, dog med unntak av den vesentligste del av obligasjonsomsetningen. Kurtasjen beregnes normalt som en prosentsats av kjøps- eller salgssummen og kurtasje tas normalt av både kjøper og selger, også når begge kunder handler gjennom samme verdipapirforetak.

Kursdifferanse, jfr ovenfor, er en annen godtgjørelsesform som gjerne benyttes der verdipapirforetaket slutter handler mot egen bok (handel til og fra eget lager). Denne godtgjørelsesform er den som i alminnelighet benyttes i nærmest all obligasjonshandel. Metoden innebærer at verdipapirforetakets fortjeneste genereres av forskjellen mellom den kurs foretaket har kjøpt et instrument for og den kurs man selger det samme instrument for. Dette vil igjen medføre at kjøpende kunde ikke får kjøpt de aktuelle instrumenter for den samme kurs som megler betaler til en selger.

Den tredje godtgjørelsesformen som benyttes er såkalt nettohandel. Nettohandel benyttes overfor kunder som ikke ønsker særskilt angitt kurtasje, men at denne skal legges inn i handelsbeløpet. Dette igjen vil innebære at foretaket opererer med en kursdifferanse som dog skal tilsvare en nærmere spesifisert kurtasje.

I tilsynsrapporter har Kredittilsynet uttalt følgende om enkelte foretaks godtgjørelse ved egenhandel:

”Imidlertid står et verdipapirforetak i en ganske annen stilling enn en alminnelig investor. Den rollen et verdipapirforetak er gitt i markedet er en særlig tillitsfunksjon. Markedets aktører forholder seg til et verdipapirforetak som en som ivaretar deres interesser, og ikke først og fremst egne interesser. Et verdipapirforetak får gjennom konsesjon en enerett som gir det et tilfang av kunder og informasjon som det ikke ville ha fått som investor. Lovens motsvar er forbud mot å misbruke tilliten og informasjonen. Dersom interesser kommer i konflikt, skal kundens interesser gå foran verdipapirforetakets interesser. Et verdipapirforetak kan ikke ta den pris, gevinst eller spread det ønsker, men må gi kunden beste pris, og som aldri kan være dårligere enn hva som etter markedets stilling er rimelig. Hva et verdipapirforetak kan sitte igjen med av gevinst er følgelig begrenset, mens en investor kan ta den pris en enkelt kjøper er villig til å gi.”

I Fondspartnersaken ble foretaket også kritisert for høye kursdifferanser og da først og fremst knyttet til handel i enkelte unoterte aksjer. Det nevnes en del transaksjoner i rapporten hvor kursdifferansene varierer fra 2 pst til 25 pst på transaksjoner foretatt samme dag. I Atlantic-saken var de kritikkverdige forhold i følge Kredittilsynet at Atlantic hadde beregnet uakseptabel høy kursdifferanse på transaksjoner i det unoterte selskapet Dolphin. Det ble blant annet trukket frem at foretaket kjøpte Dolphin-aksjer til USD 0,5 fra et utenlandsk meglerforetak og at disse aksjene ble solgt videre samme dag til en kunde for USD 1,5 og også noen dager etter til samme kurs. På et senere tidspunkt kjøpte Atlantic nok en gang aksjer fra for USD 0,5 og selger aksjene videre til forskjellige kunder for USD 3. Kursdifferansen ved det første tilfellet var 200 pst, ved det andre tilfellet 500 pst.

Kredittilsynet skrev i rapporten knyttet til Atlantic-saken om prisfastsettelsen bl a følgende:

”I henhold til verdipapirhandelloven § 9-2 plikter verdipapirforetak å utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk, hvilket innebærer at kundenes

interesser og markedets integritet skal ivaretas på beste måte. Et verdipapirforetak som driver egenhandel som investeringstjeneste og tar posisjoner på egen bok, er en mellommann som først og fremst skal ivareta kjøper- og selgerinteresser. Når et verdipapirforetak tilbyr investeringstjenester på grunnlag av konsesjon etter verdipapirhandelloven, innebærer dette at aktørene i markedet skal kunne forholde seg til at verdipapirforetaket ivaretar deres interesser og ikke først og fremst foretakets egne interesser. Det alminnelige krav om at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk, innebærer således at kundenes interesse i å få gjennomført en så god handel som mulig, skal gå foran verdipapirforetakets interesse i å oppnå så høy fortjeneste som mulig.

Det er et krav etter verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd at verdipapirforetak skal gi kunden den beste pris foretaket anser det kan oppnå på bakgrunn av tilgjengelig kursinformasjon. Beste pris bestemmes i utgangspunktet av hva instrumentet omsettes for i markedet. Det vises også til tredje ledd hvoretter oppdraget skal utføres til den pris som etter markedets stilling er rimelig. Dersom det er så liten omsetning at det er få referansepunkter, vil den pris foretaket har gitt for det aktuelle instrument være det viktigste referansepunktet. Hvis det ikke foreligger andre referansepunkter som etter markedets stilling er rimelig eller beste pris, vil gevinsten som foretaket kan beholde i samsvar med god forretningsskikk være bestemt av risikoen som følger med å ta det enkelte finansielle instrument på egen bok, herunder instrumentets forventede likviditet og hvor lang tid posisjonen holdes, samt instrumentets prisvolatilitet. Dette innebærer at foretaket ikke kan beholde en så stor gevinst at kunden i realiteten ikke får beste pris.”

I de nevnte rapporter fra Kredittilsynet synes det ikke å foreligge innvendinger til at et foretak tar seg betalt i form av en kursdifferanse. Problemet har mer vært knyttet til størrelsen av kursdifferansen, som i flere tilfeller ikke synes å ha stått i noe rimelig forhold til den risiko verdipapirforetaket har påtatt seg.

Arbeidsgruppen er i det vesentlige enig med de generelle anførsler som fremgår av Kredittilsynets merknader. Gruppen er således enig i at følgende bør være en hovedregel:

1. Oppdraget skal utføres til den pris som etter markedets stilling er rimelig
2. Dersom det er så liten omsetning at det er få referansepunkter, vil den pris foretaket har gitt for det aktuelle instrument være det viktigste referansepunktet.
3. Hvis det ikke foreligger andre referansepunkter som etter markedets stilling er rimelig eller beste pris, vil gevinsten som foretaket kan beholde i samsvar med god forretningsskikk være bestemt av risikoen som følger med å ta det enkelte finansielle instrument på egen bok, herunder instrumentets forventede likviditet og hvor lang tid posisjonen holdes, samt instrumentets prisvolatilitet.

Kredittilsynet har imidlertid også anført at ovennevnte innebærer at foretaket ikke kan beholde en så stor gevinst at kunden i realiteten ikke får beste pris. Dersom dette legges til grunn kan det synes som om Kredittilsynet, selv om prisene er fastsatt på bakgrunn av punkt 1 – 3 ovenfor, er av den oppfatning at et verdipapirforetak ikke kan sitte igjen med en ”urimelig gevinst” selv om både kjøp og salg er gjort til markedspris. Arbeidsgruppen er noe i tvil om hvordan dette skal forstås og praktiseres ikke minst fordi man må vurdere den aktuelle prisdifferanse i forhold til konkret situasjon og funksjon. Dersom et verdipapirforetak, i likhet med en rekke andre virksomheter, finner en vare (her en aksje) som kan synes underpriset og derfor kjøper denne med tanke på et videresalg til andre som forutsetningsvis vil være villige til å betale noe mer, er det ikke uten videre gitt at ikke verdipapirforetaket, i likhet med det

som vil gjelde i all annen næringsvirksomhet, ikke skal kunne sitte igjen med gevinsten. Det er jo ikke gitt at selgeren skal være berettiget til gevinsten like lite som kjøperen skal være berettiget til den (i form av lavere kjøpesum) og da må jo gevinsten ”fordeles” mellom partene og arbeidsgruppen kan vanskelig se hvordan en slik fordeling skal kunne gjøres.

Arbeidsgruppen vil understreke at vurderingene kan være forskjellige med hensyn til profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder og man vil også understreke at de ovennevnte punktene 1-3, også sammenholdt med f eks Forbundets etiske normer § 4-1 fjerde ledd om plikten til å korrigere åpenbare feil i kurslimiter som kunder fastsetter for sine oppdrag, som en konsekvens vil ha at verdipapirforetakene vanskelig kan oppnå ”urimelige” kursgevinster (og tap) på ordinær egenhandel.

6.2. Kombinasjon av kurtasje og kursdifferanse

Det har ved en rekke anledninger blitt reist spørsmål om verdipapirforetakene skal kunne ta sin godtgjørelse både i form av kurtasje og kursdifferanse. I prinsippet foreligger det full avtalefrihet mellom investorer og verdipapirforetak med hensyn til hvordan godtgjørelsen for utført handel skal beregnes. Det følger også av lovgivning og de enkelte foretak forretningsvilkår at dette er et forhold som skal avtales mellom partene.

Norges Fondsmeglerforbund verken vil eller kan ha noen oppfatning om hvordan dets medlemmer skal beregne seg sin godtgjørelse eller størrelsen på denne. Dette gjelder ikke lenger enn at Forbundet (og Etisk Råd) må kunne vurdere om en foreliggende avtale eller praksis er rettslig eller etisk forsvarlig.

Arbeidsgruppen er kjent med at det foreligger en viss praksis for at verdipapirforetak beregner seg så vel kurtasje som kursdifferanse. Så lenge denne godtgjørelsesmetoden er uttrykkelig avtalt mellom foretaket og det kunder har ikke arbeidsgruppen store innvendinger til dette. Derimot vil arbeidsgruppen påpeke at en slik praksis – anvendt generelt overfor alle kunder – f eks med grunnlag i en helt generell klausul i forretningsvilkårene – ikke er i samsvar med hva som bør være praksis. I tillegg er det arbeidsgruppens oppfatning at man bør kunne legge til grunn at kurtasje normalt er en godtgjørelse for bruk av det enkelte foretaks transaksjonskompetanse. Når det gjelder godtgjørelse i form av kursdifferanse er dette normalt en konsekvens av at foretaket har tatt risiko.

På bakgrunn av dette kan man antagelig utlede følgende hovedprinsipper:

1. hvis foretaket benytter sin transaksjonskompetanse kan godtgjørelse tas i form av kurtasje
2. hvis foretaket tar reell risiko kan godtgjørelse tas i form av kursdifferanse
3. hvis både 1 og 2 kan man benytte en kombinasjon av kurtasje og kursdifferanse.

I innledningen til punkt 6.1 ble også nevnt nettohandel. Tatt i betraktning bakgrunnen for denne godtgjørelsesformen, jfr ovenfor, vil det etter arbeidsgruppens oppfatning være uriktig å kreve kurtasje i tillegg på slik handel i det det ville medføre en form for dobbeltbetaling.

7. Informasjon om egenhandel (egne posisjoner) og oppdrag

7.1. Innledning

Forbundet har gjennom de etiske normer og anbefalinger utdypet verdipapirhandellovens krav til opplysning om mulige interessekonflikter. Gjennom sitt tilsynsarbeid har Kredittilsynet avdekket at enkelte verdipapirforetak ikke har fulgt de retningslinjer som må antas å gjelde i det norske markedet med hensyn til opplysninger om egne interesser og roller.

I tilsynsrapporter har Kredittilsynet uttalt følgende om egenhandel:

”I det ytre kan et verdipapirforetaks egenhandel, investeringstjenester, og investorers egne investeringer se like ut..... Ved egenhandel hvor mellommannen tar posisjonen på egen bok i kortere eller lengre tid, tilsløres imidlertid mellommannsfunksjonen, og verdipapirforetaket framstår som en hver annen investor som tar posisjoner i markedet.

Imidlertid står et verdipapirforetak i en ganske annen stilling enn en alminnelig investor. Den rollen et verdipapirforetak er gitt i markedet er en særlig tillitsfunksjon. Markedets aktører forholder seg til et verdipapirforetak som en som ivaretar deres interesser, og ikke først og fremst egne interesser. Dersom interesser kommer i konflikt, skal kundens interesser gå foran verdipapirforetakets interesser.

Informasjonsplikten er også en annen og sterkere for et verdipapirforetak enn for investoren. Et verdipapirforetak skal opplyse om egne interesser, markedspriser og omsetning, og skal avveie omfanget av informasjonen blant annet i forhold til kundens profesjonalitet, og muligheten til informasjon fra andre kilder.”

I rapporten vedrørende Atlantic Securities ASA tar Kredittilsynet også opp opplysningsplikten:

”Verdipapirhandelloven § 9-2 første ledd slår fast at verdipapirforetak skal påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte. Bestemmelsen angir nærmere hvilken atferd som forventes av foretaket. Blant annet skal foretaket på en egnet måte gi de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder, jf. § 9-2 første ledd nr. 5, og bestrebe seg på å unngå interessekonflikter ved å sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser, jf. § 9-2 første ledd nr. 6. Hensynet til at kundens interesser skal prioriteres styrkes ytterligere i femte ledd. Her fastslås at foretaket før det yter investeringstjenester i tilfeller hvor foretakets egne interesser er egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet, skal gi oppdragsgiver de nødvendige opplysninger om forholdet. Et verdipapirforetaks utarbeidelse og bruk av en analyse er undergitt kravene til god forretningsskikk. Foretaket må ikke bruke analysen for å fremme foretakets egen interesse på bekostning av kunders interesser og markedets integritet. Unnlattelse av å opplyse om blant annet foretakets egne interesser i aksjen i analysen, er et brudd på den alminnelige opplysningsplikt som kan utledes av verdipapirhandelloven § 9-2. Dersom foretaket besitter egne aksjer skal det opplyses om dette. Er innehavet av betydning skal foretaket angi størrelsen slik at markedet får klart for seg graden av foretakets egen interesse.”

I forhold til de opplysninger som Atlantic Securities ASA selv ga i analyser uttaler Kredittilsynet:

”Atlantics Dolphin-analyse av 3. desember ble utgitt på et tidspunkt da Atlantic eide 281.479 Dolphin-aksjer. En stor del av disse var ervervet fra det utenlandske verdipapirforetaket til 0,5 dollar, og den gjennomsnittlige kostprisen per aksje var derfor så lav som 5,05 kroner.

Atlantic hevder å ha gitt de nødvendige opplysninger om egeninteressen ved blant annet å opplyse om at foretaket var market-maker i Dolphin. Ut fra de opplysninger Kredittilsynet besitter, framgår det ikke at foretaket har stilt toveis priser som market-maker. Atlantics handel i aksjen har mer et preg av alminnelig egenhandel som investeringsjeneste. Opplysningen i analysen var derfor ikke tilstrekkelig til å oppfylle foretakets opplysningsplikt om egeninteressen. Foretaket viser videre til formuleringen om at «Fra tid til annen kan Atlantic ... ha posisjoner i selskaper eller verdipapirer som er omtalt i denne rapporten». Formuleringen er generell i sin natur, og Kredittilsynet mener at foretaket med en slik formulering ikke oppfylte forpliktelsen om at kunder skal opplyses om egeninteressen. ”

Etter arbeidsgruppens oppfatning gir de nevnte uttalelser grunnlag for en fornyet gjennomgang av hvilke retningslinjer som skal gjelde for opplysning om egne interesser, oppdrag mv.

7.2. Bakgrunn for kravet om offentlighet

7.2.1. Lovgivning

Verdipapirhandelloven § 9-2 første ledd slår fast at verdipapirforetak skal påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte. Bestemmelsen angir nærmere hvilken atferd som forventes av foretaket. Blant annet skal foretaket på en egnet måte gi de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder, jf. § 9-2 første ledd nr. 5, og bestrebe seg på å unngå interessekonflikter ved å sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser, jf. § 9-2 første ledd nr. 6. Hensynet til at kundens interesser skal prioriteres styrkes ytterligere i femte ledd. Her fastslås at foretaket før det yter investeringsjenester i tilfeller hvor foretakets egne interesser er egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet, skal gi oppdragsgiver de nødvendige opplysninger om forholdet. Et verdipapirforetaks utarbeidelse og bruk av en analyse er undergitt kravene til ”god forretningsskikk”.

7.2.2. Ethiske normer

I likhet med verdipapirhandelloven har de etiske normer for medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund ikke regler som forbyr egenhandel. Reglene pålegger imidlertid medlemsforetakene særskilte forpliktelser i forbindelse med de ansattes egenhandel og selskapets ivaretagelse av kundens interesser.

Det fremgår for det første av normene at en formidler ved sin rådgivning skal søke å unngå interessekonflikter mellom medlemsforetakets og kundens interesser, jf. § 4-2 første ledd første punktum. Dersom medlemsforetaket har særlig interesse utover den alminnelige inntjening, for eksempel som følge av egne posisjoner i de finansielle instrumenter rådgivningen gjelder, skal formidleren opplyse om dette, jf. normenes § 4-2 første ledd annet punktum.

For det annet følger det av de Ethiske Normene § 4-3 om analyser og § 4-5 om utstedelse av finansielle instrumenter, at det enkelte foretak i analyser og prospekter mv skal opplyse om egne posisjoner og oppdrag.

Medlemsforetakene skal for det tredje sikre at formidlere og andre ansatte ikke handler finansielle instrumenter for egen regning eller gjennom fysiske eller juridiske personer på en måte eller i et omfang som kan reise tvil om den angjeldende ivaretagelse av medlemsforetakets eller kundens interesser, jf. normenes § 7-2.

7.2.3. Anbefalinger

Forbundets styre har, for det for det fjerde, fastsatt en utfyllende anbefalinger av betydning for nærværende sak. Dette gjelder anbefaling nr 3/1998 om ”Utfyllende anbefalinger vedrørende «chinese walls» ved tilretteleggeroppdrag o l og i forbindelse med analyser og egenhandel”. Av denne anbefaling punkt 3.3 fremgår bl a følgende:

”I tillegg til de krav som fremgår av Forbundets etiske normer bør følgende iakttas:

- *I henhold til Forbundets etiske normer, bl a § 4-3 og § 4-5, skal foretaket opplyse om egne posisjoner og oppdrag i analysene. Egne posisjoner i de finansielle instrumenter den aktuelle analyse gjelder omfatter såvel foretakets som de ansattes samlede beholdning av de aktuelle finansielle instrumenter. Det skal alltid gis opplysninger dersom foretaket og dets ansatte eier mer enn 1% av aksjene i det aktuelle selskap eller beholdningen utgjør mer enn 5% av verdipapirforetakets egenkapital.*
- *Det skal særskilt opplyses om vedkommende analytiker har beholdning i de finansielle instrumenter hans analyse omfatter.*

7.3. **Informasjon i analyser**

7.3.1. Alminnelige selskapsanalyser

Før Forbundet fastsatte sin anbefaling nr 3/1998 synes praksis å ha vært at de enkelte foretak på generell basis ga opplysning om at foretaket og ansatte kan ha (may have) posisjoner i det foretak analysen gjelder. Det er arbeidsgruppens klare inntrykk at en slik generell ”disclaimer” er det som gjennomgående benyttes internasjonalt og at Forbundets medlemmer på dette området har foretatt en tilpasning til en slik internasjonal standard. Etter det gruppen kjenner til er forholdene i Sverige også slik at det ikke oppstilles krav om konkretisering av posisjoner. Arbeidsgruppen er ikke kjent med at det i andre sammenlignbare markeder foreligger generelle regler med krav til opplysning om konkrete posisjoner. Gruppen er imidlertid kjent med at det i enkelte markeder er krav til opplysning dersom f eks en analytikers posisjon kan karakteriseres som værende av ”material interest”. Man er også kjent med at det i enkelte markeder er begrensninger knyttet til utarbeidelse av analyser dersom man har oppdrag for det samme selskap, dog med unntak av løpende ”rutineanalyser”, og at analytikere ikke kan handle i motsatt retning av sine analyser.

Etter arbeidsgruppens oppfatning innebærer ovennevnte begrensninger ikke noe nytt i forhold til det som må antas å gjelde i Norge, jfr her de kravene som oppstilles i Forbundets etiske normer og ovennevnte anbefaling.

Arbeidsgruppen er kjent med at det internasjonalt arbeides med de aktuelle problemstillinger, men har så langt ikke konkret kjennskap til innholdet i dette arbeidet.

På denne bakgrunn må man kunne konkludere med at ovennevnte anbefaling fra Forbundet innebar en endring av praksis noe som igjen medførte en norsk praksis som avviker fra det som gjelder internasjonalt.

På bakgrunn av undersøkelser Forbundet har gjort om praksis i bransjen etter at anbefalingen ble fastsatt kan man slutte at praksis har vært noe varierende. Enkelte medlemsforetak har gitt opplysninger om at foretaket og de ansatte kan eie aksjer uten å angi faktisk eierposisjon. Andre foretak har angitt beholdning for foretak og ansatte akkumulert. Når det gjelder opplysninger om den aktuelle analytikers innehav synes praksis å ha vært at slik opplysning gis.

Når det gjelder angivelse av eventuelle oppdrag for det selskap analysen gjelder synes det å være en viss praksis for å gi opplysninger om slike forhold.

Forholdet kan også være omtalt på generell basis i de enkelte foretakenes forretningsvilkår.

Ovennevnte anbefaling foreskriver at det skal gis opplysninger ikke bare om foretakets beholdning av de aktuelle finansielle instrumenter, men også ansattes. Formålet med anbefalingen er at de som erverver finansielle instrumenter, her aksjer, skal få konkret informasjon om at foretaket/analytikerens er i en posisjon som kan være egnet til å svekke analysens objektivitet. Det gjelder selv om man vanskelig kan legge til grunn at en analyse er fullstendig objektiv, i det den naturligvis vil ha sin bakgrunn i analytikerens subjektive erfaring og oppfattelse av virkeligheten.

Hva angår analyser og forholdet til de etiske normene § 4-3 krever denne bestemmelsen imidlertid ikke eksplisitt at andre enn foretaket selv skal gi opplysninger om egne posisjoner i de finansielle instrumenter som berøres av analysens vurderinger og eventuelle anbefalinger. Sett i sammenheng med det generelle krav som stilles til formidlere i generalklausulen om ”god forretningsskikk”, jfr også den tilsvarende standard i verdipapirhandelloven § 9-2 første ledd, ligger det imidlertid sterke føringer også her i retning av en opplysningsplikt som også omfatter ansattes plasseringer mv.

Så vel Etisk Råd som Kredittilsynet har kommet frem til at en slik generell klausul som nevnt ovenfor ikke er tilstrekkelig for å oppfylle ovennevnte krav.

I tilknytning til dette har det vært reist spørsmål om hvordan man skal behandle eventuelle indirekte investeringer foretatt av ansatte. De etiske normer § 1-2 gjelder ikke uttrykkelig for ansattes nærstående, eller selskaper med indirekte eierskap. Det fremgår heller ikke uttrykkelig av anbefaling nr 3/1998 at slike aksjeinnehav skal omfattes.

I Etisk Råds sak vedrørende First Securities ASA og enkelte ansattes indirekte investeringer i StepStone ASA påpekte Rådet at det ikke gjelder noen generell opplysningsplikt om eget aksjeinnehav for ansatte i verdipapirforetak og at dette må innebære at ikke enhver investering i et investeringsselskap som igjen eier aksjer i andre selskaper er opplysningspliktig. Fra avgjørelsen hitsettes:

”Rådet var likevel av den oppfatning at ansattes (og foretakets) indirekte investeringer kan være opplysningspliktige, selv om investeringene ikke er gjort av personer eller foretak som nevnt i vphl § 1-5. Dette vil f.eks kunne være tilfelle, dersom foretaket eller ansatte har en slik særlig interesse at dissers rådgivning kan bli eller være påvirket av det aktuelle aksjeinnehav, jfr f.eks vphl §§ 9-1 og 9-2 samt de etiske normer § 1-1.

I denne sammenheng må man kunne se hen til størrelsen på den konkrete investering relatert til så vel utstederselskapet (andel av aksjekapitalen) som til foretakets egenkapital eller den enkelte ansattes samlede formuessituasjon, men dette er ikke nok. Etter Rådets oppfatning må man også vektlegge hvordan den eller de aktuelle investeringer kan bli oppfattet av de som handler aksjer og markedet for øvrig, jfr de etiske normene § 1-1. Rådet vil anta at det for de handlende og markedet for øvrig

ikke fremstår som tillitsfullt nok, hvis og når ansatte foretar til dels betydelige investeringer i emitterende selskaper gjennom investeringsforetak, uten at det gis spesifikk informasjon om dette i analyser og prospekter. Rådet har etter dette kommet til at de foran nevnte normer må tolkes slik at de også kan omfatte – og i dette tilfellet omfatter – indirekte investeringer gjennom investeringsselskap.”

Etter Kredittilsynets oppfatning må foretaket opplyse om ansattes direkte eierandeler i selskapet som analyseres med mindre disse ikke vil ha noen reell økonomisk betydning for de(n) ansatte. Det legges her opp til en subjektiv vurdering av forholdet for den enkelte analytiker. Man synes da å utelukke det som eventuelt må antas å være av betydning sett fra kundenes side i forhold til hvordan de vil vurdere den aktuelle situasjon.

Arbeidsgruppen har ikke innvendinger at vurderingen må relateres til den aktuelle analytikers subjektive forhold, men vil understreke at dette for mange, så vel foretak som kunder, kan være en relativt uklar norm å styre etter.

Når det gjelder indirekte eierinteresser i det selskap som analyseres, har Kredittilsynet lagt til grunn at det kan være vanskelig for ansatte i verdipapirforetak å ha oversikt over andre ansattes eller foretakets indirekte eierandeler i verdipapirer. Det må imidlertid opplyses i analysen om slike eierandeler dersom analytikeren har kjennskap til at foretaket eller ansatte i foretaket har slike eierandeler og den reelle økonomiske interesse i det foretak som analyseres ikke er ubetydelig for eieren av den indirekte andelen. Når det gjelder hva som anses ubetydelig har Kredittilsynet kommet frem til at investeringer for så høye beløp som henholdsvis NOK 54.000 og NOK 237.000, ”ikke kan anses som ubetydelige for eierne”

Arbeidsgruppen er på dette punkt uenig med Kredittilsynet hva gjelder de angitte beløpsstørrelser. Etter gruppens oppfatning bør man, for så vidt gjelder foretakets og den aktuelle analytikerens egne posisjoner anvende en mer konkret målestokk og det er arbeidsgruppens oppfatning at anbefaling nr 3/1998 punkt 3.3 angir en adekvat norm. Fra anbefalingen hitsettes:

”I tillegg til de krav som fremgår av Forbundets etiske normer bør følgende iakttas:

- I henhold til Forbundets etiske normer, bl a § 4-3 og § 4-5, skal foretaket opplyse om egne posisjoner og oppdrag i analysene. Egne posisjoner i de finansielle instrumenter den aktuelle analyse gjelder omfatter såvel foretakets som de ansattes samlede beholdning av de aktuelle finansielle instrumenter. Det skal alltid gis opplysninger dersom foretaket og dets ansatte eier mer enn 1% av aksjene i det aktuelle selskap eller beholdningen utgjør mer enn 5% av verdipapirforetakets egenkapital.*
- Det skal særskilt opplyses om vedkommende analytiker har beholdning i de finansielle instrumenter hans analyse omfatter.*
- Opplysningsplikten anses ikke å omfatte beholdninger som foretaket besitter etter egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomheten. Dette unntaket gjelder ikke dersom den aktuelle beholdning er av ikke ubetydelig omfang sett i relasjon til verdipapirforetakets egenkapital og/eller øvrige beholdning av finansielle instrumenter.”*

Etter arbeidsgruppens oppfatning er det, i forhold til ovennevnte utdrag fra anbefaling nr 3/1998, grunn til å presisere at utgangspunktet for vurderingen av om det skal opplyses om et forhold alltid må være en vurdering av hva som kan være av betydning for det investerende publikum og at det derfor må foretas konkrete vurderinger.

Det er også arbeidsgruppens oppfatning at det alltid skal opplyses om samlet beholdning for foretaket og de ansatte og at ovennevnte anbefalings kvalifisering når foretaket og dets ansatte eier mer enn 1% av aksjene i det aktuelle selskap eller beholdningen utgjør mer enn 5% av verdipapirforetakets egenkapital således er unødvendig. Bestemmelsen bør derfor utgå.

Det kan videre synes behov for en tilføyelse knyttet andre ansatte slik at det enkelte foretak pålegges å foreta en vurdering av om det skal opplyses om – og i tilfelle hvordan det skal opplyses - dersom den eller de aktuelle ansatte eier poster direkte eller indirekte som er av vesentlig betydning for den enkeltes privatøkonomi.

Likeledes må det være en forutsetning at de opplysninger som gis faktisk er riktige på det relevante tidspunkt. I denne sammenheng er det viktig å merke seg at egenhandelsposisjoner, f eks som følge av market-making, løpende kan endre seg og at endringer med hensyn til posisjoner og oppdrag kan skje mellom ferdigstillingen av en analyse og senere trykking og publisering. For foretak som er del av større konserner med virksomhet i flere land kan det være ennå vanskeligere å holde så god oversikt at man kan gi korrekte opplysninger til enhver tid. Man må derfor kunne avgrense opplysningsplikten til å gjelde opplysninger som er knyttet til det samme virksomhetsstedet som der analysen utarbeides, f eks i Oslo, London, Stockholm osv. Videre må det være klart at opplysningsplikten, som nevnt i anbefalingen, ikke kan omfatte de posisjoner som foretaket (eller avdelingen/filialen) besitter som ledd i investeringstjenestevirksomheten, f eks som følge av market-making (så vel i derivatkontrakter som i underliggende). Det bør imidlertid fremgå rimelig klart at det som er opplyst ikke omfatter ovennevnte beholdninger. Det er også mulig at man kan gi generell informasjon om at man er market-maker eller driver løpende ”trading” (egenhandel) i det aktuelle papir.

Kredittilsynet har videre lagt til grunn at kravet til ”god forretningsskikk” for øvrig vil innebære at foretaket må opplyse om de øvrige interesser som foretaket måtte ha vedrørende det selskap som analyseres, herunder interesser i selskapets fremtidige transaksjoner.

Det er for arbeidsgruppen noe uklart hva som ligger i det ovennevnte. Det følger av Forbundets anbefaling nr 3/1998 at man skal gi opplysninger om oppdrag knyttet til det analyserte selskap. Dette kan dog ikke gjelde lenger enn det som i og for seg allerede er kjent idet en rekke oppdrag forutsettes ukjent for så vel en rekke av foretakets ansatte som for utenverdenen, jfr kravene til taushetsplikt og informasjonssperrer. Det er rimelig åpenbart for arbeidsgruppen at disse reglene må slå gjennom i forhold til kravene om opplysningsplikt.

7.3.2. Selskapsanalyser som ledd i oppdrag med børsintroduksjoner/IPO's

Etter arbeidsgruppens erfaring er det i forbindelse med internasjonale initial public offerings (”IPOs”) vanlig prosedyre at de verdipapirforetak som deltar i emisjonskonsortiet må utarbeide en analyse av selskapet. Dette er normalt en del av emisjons- og børsintroduksjonsoppdraget. Det utarbeides i denne forbindelse retningslinjer for utarbeidelse av internasjonale IPOs.

I Kredittilsynets avgjørelser i relasjon til introduksjonen av StepStone ASA fremgår bl a følgende:

”I denne forbindelse utarbeidet foretaket en såkalt ”research report” eller en analyse som ble offentliggjort og distribuert den 7. februar 2000. Foretaket opplyser at analysen ble utarbeidet av [navn] og at den ble utarbeidet av han i egenskap av å være analytiker tilknyttet foretakets analyse avdeling. Analysen fremstår med andre ord overfor potensielle investorer som en objektiv vurdering av StepStone.

Utarbeidelse av en slik analyse var ifølge det opplyste en del av oppdraget foretaket hadde påtatt seg som co-lead manager. Analysen var således laget for å fremme salget av aksjene i StepStone.

Det er imidlertid ikke opplyst i analysen at denne er utarbeidet som en del av det oppdrag som foretaket har påtatt seg som co-lead manager, og at Orkla Finans således hadde en direkte økonomisk interesse i den forestående emisjonen i StepStone.

.....

Kredittilsynet legger til grunn at foretaket som co-lead manager blant annet skal markedsføre og selge emisjonen i Norge. I egenskap av å være co-lead manager vil Orkla Finans ha interesse av at foretakets vurdering eller analyse av StepStone gir et best mulig bilde av selskapet. I henhold til "agreement between managers" vil Orkla Finans' salgsprovisjoner være avhengig av antall aksjer investeringsforetaket selger. Orkla Finans vil dermed ha en økonomisk interesse av å gi en så positiv omtale av foretaket som mulig. En positiv omtale av StepStone fra Orkla Finans vil kunne bidra til at salget av aksjer går lettere. Dette vil kunne bidra til at Orkla Finans opprettholder sitt renommé i markedet. En analyse som uttrykker usikkerhet eller skepsis med hensyn til utsteder eller aksjens markedsutsikter ville på den annen side være vanskelig å legge frem. Det bør også nevnes at Orkla Finans gjennom sitt oppdrag hadde en nær tilknytning til StepStone i forbindelse med utarbeidelsen av analysen. I et møte den 24. januar ble retningslinjene for utarbeidelse av analysen gjennomgått med henholdsvis StepStone og Morgan Stanley og den 3. februar ble utkast til analyse oversendt til StepStone og Morgan Stanley for gjennomgang.

Kredittilsynet har i utgangspunktet ikke innvendinger mot at et foretak som er co-lead manager i en emisjon med etterfølgende børsnotering av utstederselskapet utarbeider en vurdering av dette selskapet i forbindelse med sitt oppdrag som co-lead manager.

Imidlertid bør potensielle investorer som mottar analysen fra Orkla Finans kunne forvente at analysen er en objektiv vurdering utarbeidet uavhengig av StepStone såfremt annet ikke klart fremgår av analysen. At foretaket selv skal være co-lead manager i den nært forestående emisjonen vil være en opplysning om foretakets egeninteresse som er sentral for de investorer som leser analysen. Investorene ville da kunne ta høyde for dette ved vurderingen av om analysen er objektiv eller må antas å være markedsføring av selskapet.

Manglende informasjon i analysen om verdipapirforetakets egen rolle og foretakets egne interesser vedrørende den forestående emisjonen i utstederforetaket innebærer at investorer kan ha truffet sin investeringsbeslutning uten å kjenne til Orkla Finans interesse i den nært forestående emisjonen. Dette er egnet til å svekke tilliten til Orkla Finans og dermed også til verdipapirmarkedet som sådan.

Foretaket har imidlertid på side 2 i analysen inntatt følgende passus:

"Orkla Securities may in the future participate in an offering of the securities "

Passusen antyder at foretaket kan komme til å ta del i en fremtidig emisjon, men verken bekrefter eller avkrefter om dette er tilfelle. En slik "disclaimer" er imidlertid ikke tilstrekkelig når foretaket på det tidspunkt da analysen utarbeides allerede visste at foretaket skulle delta som co-lead manager i emisjonen; en opplysning som var sentral for investorer som leser analysen.

Kredittilsynet utelukker ikke at den passus som Orkla Finans her har benyttet kan være i samsvar med den som vanligvis benyttes internasjonalt. Det ser også ut til at

juridisk rådgiver for hovedtilrettelegger Morgan Stanley kan være av den oppfatning at passusen ikke er i strid med verken engelsk eller norsk verdipapirlovgivning. Imidlertid vil en slik praksis være i strid med de ovennevnte standarder som FESCO har utarbeidet og som de fleste EØS-stater har sluttet seg til.

Det vises videre til anbefaling nr. 3/1998 fra Norges Fondsmeglerforbund. Det heter i pkt. 3.3 første pkt. at :

” i henhold til Forbundets etiske normer, blant annet § 4-3 og 4-5 skal foretaket opplyse om egne posisjoner og oppdrag i analysene”.

Også denne anbefalingen oppfordrer således foretaket om å opplyse om egne oppdrag i analysen.”

Manglende opplysning om oppdraget som ”co-lead manager” ble ansett som stridende mot god forretningsskikk. Tilsvarende resultat i First-saken.

I tillegg var inntatt følgende passus:

” This report has been prepared by Orkla Securities to provide background information about Stepstone AS (the ”company”). It has been produced independently of the Company and the forecasts, opinions and expectations contained herein are entirely those of Orkla Securities”.

Kredittilsynet bemerket i denne sammenheng bl a følgende:

”Å innta en klausul om at analysen er utarbeidet uavhengig av StepStone uten samtidig å opplyse om Orkla Finans’ rolle i emisjonen er, etter Kredittilsynets mening, misvisende.

.....
Kredittilsynet mener at det faktum at foretaket ved utarbeidelse av en analyse av et selskap samtidig påtok seg et oppdrag som co-lead manager for samme selskap i en nært forestående emisjon, var egnet til å svekke tilliten til analysens objektivitet. Kredittilsynet vil derfor foretrekke at verdipapirforetak som utarbeider analyser i forbindelse med oppdrag som tilretteleggere avstår fra å innta en passus som gjengitt ovenfor fordi en slik passus slik den står uten ytterligere informasjon vil være misvisende. Dersom verdipapirforetaket, mot Kredittilsynets formodning, helt og holdent kan innestå for at analysen vitterlig er objektiv og dermed inntar en slik passus i analysen må foretaket samtidig gi klar informasjon om foretakets rolle i den forestående emisjonen slik at investorene selv kan vurdere analysens objektivitet.”

Opplysningen om at analysen var utarbeidet uavhengig av utstederselskapet uten samtidig å opplyse om oppdraget, ble ansett stridende mot god forretningsskikk.

Arbeidsgruppen vil bemerke at det for de fleste profesjonelle investorer er kjent at analyser utarbeides som ledd i tilretteleggeroppdrag og det kan derfor være grunn til å reise spørsmål ved om behovet for generelle opplysninger i slike analyser er til stede, ihvertfall dersom

analysen har en begrenset distribusjon. På den annen side vil det være vanskelig å påse at en analyse og/eller dens konklusjoner kun tilfaller de som vil være kjent med ovennevnte.

På denne bakgrunn er arbeidsgruppen av den oppfatning at man bør innta informasjon om det aktuelle tilretteleggeroppdrag i analyser som er utarbeidet som ledd i det konkrete oppdrag.

7.4. Informasjon i annet skriftlig (og elektronisk) materiale (prospekt mv)

Etter det arbeidsgruppen kjenner til er praksis på disse områder noe mer varierende også avhengig av hovedmaterialets art. Det er arbeidsgruppens erfaring at det i de tilfeller man omtaler flere selskaper, f eks i mer generelle markedsanalyser eller sektoranalyser, ikke tas inn spesifikk angivelse av foretakets og ansattes posisjoner.

Arbeidsgruppen har forståelse for dette i og med at en omfattende opplysningsplikt ville kunne være praktisk vanskelig å håndtere og også få et fokus som er lite relevant i forhold til denne type produkter.

Det bør likevel kunne kreves at foretakene viser til at de (og ansatte) kan ha eierposisjoner i et eller flere av de omtalte selskaper og at mer detaljert informasjon – oppdatert (ukentlig/månedlig) informasjon (akkumulert for foretak og ansatte) kan finnes på foretakets web-side.

Når det gjelder andre selskapsspesifikke publikasjoner så som f eks prospekter og tilbudsdokumenter (f eks i forbindelse med børsintroduksjoner) er dette dokumenter som i prinsippet fremlegges av det aktuelle aksjeutstedende selskap og det er dette selskaps styre som står ansvarlig for innholdet.

Etter arbeidsgruppens oppfatning vil det være uriktig å innta særskilt informasjon knyttet til en av flere rådgiveres eventuelle eierposisjoner i det aktuelle selskap. Prospekt og tilbudsdokument er utstederselskapets informasjon og det skal da i prinsippet ikke foreligge vurderinger i dette fra tilretteleggers side og således vil eventuelle eierposisjoner og oppdrag mv være uinteressant i denne typer dokumenter. Dette forsterkes ytterligere av at en slik praksis ikke synes å være tilpasset internasjonal praksis.

En annen sak er hva som skal inntas i analyser som utarbeides i tilknytning til slike prosjekter, jfr ovenfor.

Man kan også tenke seg noen opplysninger inntatt i de erklæringer som inntas fra rådgiverne, men arbeidsgruppen antar at særlig utenlandske verdipapirforetaks behov for enhetlig praksis og enhetlige erklæringer vil forhindre en slik særnorsk utvikling.

7.5. Informasjon via presse

Arbeidsgruppen er ikke kjent med tilfeller der det i forbindelse med markeds- og/eller selskapskommentarer oppgis hva vedkommende kommentator og/eller hans arbeidsgiverforetak og dets ansatte eier i enkelte selskap som omfattes av kommentaren. Det er arbeidsgruppens oppfatning at man prinsipielt bør opplyse om slike posisjoner som omfattes av ovenstående – også ved uttalelser til pressen. Arbeidsgruppen er dog i tvil om dette lar seg gjennomføre ikke minst tatt i betraktning den relativt sparsomme tid og/eller spalteplass som er tilgjengelig ved slike kommentarer.

7.6. Informasjon ved handel (megler/kunde)

Etter det arbeidsgruppen kjenner til foreligger det pr i dag ingen praksis knyttet til opplysninger om egne posisjoner i forbindelse med handel.

Som nevnt ovenfor i forbindelse med market-making og opplysning om dette har Etisk Råd behandlet en klagesak hvor enkelte av de aktuelle problemstillinger ble vurdert.

Denne saken dreiet seg primært om å få klarlagt omfanget av verdipapirforetakenes opplysningsplikt med hensyn til muligheten for selvinntrede, herunder om innklagede hadde

gitt tilstrekkelige opplysninger, og om det nærmere tidspunkt for når slik opplysningsplikt inntrer. Det Rådet ble bedt om er å ta stilling til var det nærmere innhold av vphl § 9-2 femte ledd som lyder som følger:

”Før foretaket påtar seg oppdrag eller yter investeringstjenester i tilfelle hvor foretakets egne interesser eller andre særlige grunner er egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet, skal oppdragsgiver eller andre interesserte parter gis de nødvendige opplysninger om forholdet.

Det samme gjelder vphl § 9-3 annet ledd siste punktum hvor det fremgår følgende:

”Dersom verdipapirforetaket helt eller delvis har trådt inn som motpart i avtalen, skal kunden ved sluttseddelen opplyses om dette.”

Det samme gjelder Forbundets etiske normer § 4-2 første ledd hvor det fremgår følgende:

”En formidler skal ved sin rådgivning søke å unngå interessekonflikter mellom medlemsforetakets og kundens interesser. Dersom medlemsforetaket har en særlig interesse ut over den alminnelige inntjening, f.eks. som følge av egne posisjoner i de finansielle instrumenter rådgivningen gjelder, skal formidleren opplyse om denne interesse.”

Det følger av vphl § 9-3 annet ledd siste punktum at foretakene skal opplyse om faktisk selvinntrede og det seneste tidspunkt for opplysning om dette er tidspunktet for utsendelse av sluttseddel, jfr kravet om at sluttseddelen skal inneholde slik opplysning. Det følger av dette at opplysning skal skje på sluttseddel.

Lovutvalget som fremla NOU 1995:1 Investeringsforetak foreslo følgende bestemmelse i § 5-3 annet ledd annet punktum:

”Investeringsforetaket skal ved sluttseddel eller på annen måte opplyse til kunden dersom det helt eller for en vesentlig del har trådt inn som motpart i avtalen.”

Forslaget er ikke særlig kommentert ut over det som fremgår i NOU'en på s 84:

” Dersom foretaket trer inn i avtalen, foreslås det at oppdragsgiveren gjennom sluttseddel eller på annen måte skal opplyses om dette.”

Poenget for lovutvalget syntes her å være at informasjonen kunne gis på flere måter. Imidlertid har den endelige utforming av bestemmelsen fått en noe annen ordlyd. I Ot prp nr 15 (1995-96) fikk bestemmelsen en noe annen utforming i det bl a henvisningen til ”..eller på annen måte..” er tatt ut. I proposisjonen på s 49 uttaler bl a departementet følgende:

”Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at det bør opplyses i sluttseddel dersom foretaket har trådt inn i avtale med kunder. Departementet foreslår at slike opplysninger skal gis i alle tilfeller der foretaket helt eller delvis trer inn i avtalen.....Kundens interesse ligger i å bli opplyst om meglers inntreden i den konkrete handel.”

I kommentarene til bestemmelsen i samme proposisjon side 87 fremholder departementet følgende:

”Uavhengig av om foretaket også på annen måte underretter kunden, skal det alltid fremgå av sluttseddel om foretaket helt eller delvis har trådt inn i avtalen.”

Det sentrale for departementet syntes å være at kunden skulle bli opplyst og at dette best kunne sikres ved at informasjonen alltid skulle gis på sluttseddel. Det er ikke fastsatt særskilte lovbestemte krav knyttet til annen underretning om utførte oppdrag, jfr vphl § 11-4. Imidlertid fastsetter Forbundets forslag til alminnelige forretningsvilkår punkt 7.3 annet ledd annet

punktum at opplysningsplikten også kan oppfylles på annen måte enn kun ved sluttseddelen. Bestemmelsen sier imidlertid ikke at man kan unnlate å gi opplysning i sluttseddel, dersom opplysningen er gitt på annen måte.

Når det gjelder spørsmålet om det skal opplyses om muligheten for selvinntrede, fastsetter verken lov eller normer noe entydig krav om at slik opplysning alltid skal gis. En eventuell opplysningsplikt må bero på en tolkning av henholdsvis vphl § 9-2 femte ledd og normene § 4-2 første ledd.

Det forhold at et verdipapirforetak slutter handler mellom egen bok og kunder og derved bli kan oppnå kursgevinster, er et forhold som omfattes av vphl § 9-2 femte ledd og som sådan er opplysningspliktig. Dette synspunkt understøttes av de etiske normers § 4-2 første ledd som gjør en direkte henvisning til nettopp egne posisjoner. I avsnitt V i Forbundets "Forslag til retningslinjer for egenhandel for foretak som er medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund og foretakenes ansatte" slik den lød før endringene i vphl i 1999 fremgår bl a følgende:

"Opplysningsplikt ovenfor kunder om egenhandel

*Det fremgår også av § 9-3 annet ledd at kunder skal opplyses om egenhandelen på sluttseddelen. Dette gjelder i hvert enkelt tilfelle og uavhengig av om foretaket helt eller delvis har trådt inn som motpart. En generell erklæring på alle sluttsedler om at foretaket **kan** være motpart for hele eller deler av posten, er ikke tilstrekkelig for oppfyllelse av opplysningsplikten.*

Etter Forbundets oppfatning bør det opplyses i forkant av en handel om muligheten for selvinntrede for de tilfelle hvor kunden ikke selv ber om at foretaket stiller pris."

Det neste spørsmål blir da hvordan denne informasjonen skal gis og eventuelt hvor presis informasjonen skal være. Det foreligger ikke tolkningsmomenter av betydning i loven eller lovens forarbeider. Forbundet har selv i sitt forslag til alminnelige forretningsvilkår punkt 7.3 annet ledd søkt å oppfylle en slik opplysningsplikt. Bestemmelsen lyder som følger:

"Foretaket vil gjennomføre handler eller transaksjoner for kunden ved kjøp fra eller salg til andre kunder og/eller meglere og/eller ved selv helt eller delvis å tre inn som motpart. Dersom Foretaket er motpart vil det bli opplyst om dette på sluttseddelen og/eller annen bekreftelse. Foretaket forbeholder seg rett til å kombinere kundens ordre med ordre fra andre kunder, personer eller foretak som er eller ikke er tilknyttet Foretaket, samt slutte handler mot Foretakets egen beholdning uten annen megler som motpart.

Det er arbeidsgruppens oppfatning at det ikke kan kreves at man ved hver kontakt mellom megler og kunde må opplyse om foretakets mulige selvinntrede. Det må være tilstrekkelig at informasjon om denne mulighet er gitt på annen måte, f eks gjennom forretningsvilkårene og andre meddelelser. Poenget må være at kunden skal ha hatt mulighet til å gjøre seg kjent med forholdet. En annen sak er at det, slik handelsmetodikken er i de forskjellige markedet, ikke er gitt at megler alltid kan fastslå på forhånd at hele eller deler av en handel vil bli gjenstand for selvinntrede.

Omfanget av opplysningsplikt vil – i tillegg til det som fremgår direkte av lov og anbefalinger – også være avhengig av partenes profesjonalitet og hva som er vanlig innenfor det enkelte delmarked. For profesjonelle kunder må man kunne forvente at de ha satt seg inn i forretningsvilkår og markedspraksis samt eventuell dokumentasjon som foreligger. Dette ble også lagt til grunn i den ovennevnte klagesak vedrørende en handel i statsobligasjonsmarkedet. I den aktuelle saken viste også Etisk Råde til at det ikke var kjent med at det i andre markedet som det er naturlig å sammenligne seg med foreligger noen

annen og mer utfyllende opplysningsplikt. Tvert om finner man tilsvarende forbehold om selvinntrede i forretningsvilkår i andre markeder.

Det må også tas stilling til når informasjonen skal gis. Når det gjelder selvinntrede har lovgiver kun fastslått at slik informasjon skal gis i etterkant på sluttseddel. Når det gjelder muligheten for interessekonflikter, herunder muligheten for selvinntrede vil det imidlertid følge at kravene til god forretningsskikk at slik informasjon må ha tilflytt kunden før handelen slutes, dog slik at det ikke kan kreves at man ved enhver kontakt mellom megler og kunde må opplyse om foretakets mulige selvinntrede.

Etter arbeidsgruppens oppfatning kan det oppstå spesielle situasjoner der en megler vil kunne ha en selvstendig opplysningsplikt knyttet til sine egne posisjoner fordi disse er så vidt kvalifiserte at kunden må kunne forvente å bli opplyst om forholdet. Etter arbeidsgruppens oppfatning er det vanskelig å angi eksakt når en slik situasjon inntreffer og det er dessuten vanskelig å praktisere en slik regel om opplysningsplikt.

Det antas derfor å kunne være hensiktsmessig at enkeltansatte som innehar slike betydelige posisjoner avskjæres muligheten for å kunne opptre som megler/market-maker i den samme aksjen.

Dersom man av en eller annen grunn ikke kan etterfølge anbefalingen i forrige avsnitt må det kunne legges til grunn at det uansett vil inntreffe en opplysningsplikt dersom den aktuelle ansatte har posisjoner i enkeltelskaper som utgjør mer enn 5 % av den aktuelle meglers (ansattes) samlede formue eller vedkommende har en samlet beholdning av finansielle instrumenter som utgjør mer en 30 % av samlet formue. Den aktuelle megler (ansatte) skal alltid opplyse om posisjoner på mer enn NOK 1 mill i enkeltaksjer eller samlet.

8. Konklusjoner og anbefalinger

8.1. *Organisering av market-making*

Market-makervirksomheten skal holdes adskilt fra foretakets øvrige virksomhet, hvilket medfører at følgende skal iakttas:

- kundemeglere skal ikke kunne opptre som market-makere,
- market-maker skal kunne ha kontakt med enkeltkunder under forutsetning av at kunden gjøres oppmerksom på market-makerens rolle,
- market-maker skal ikke ha generell tilgang til foretakets ordrebok, men kun tilgang til egne ordre,
- market-maker bør handle i faktisk ”konkurranses” med foretakets øvrige meglere og/ eller direkte mot markedsplassen /informasjonssystemet.
- market-maker skal kunne legge inn kundeordre
- det skal foretas løpende lydopptak av all market-makervirksomhet.

All handel som ledd i market-making (herunder også market-makerrelatert handel knyttet til underliggende instrumenter for derivatkontrakter og hedging) skal føres på særskilte market-makerkonti i henhold til gjeldende VPS-kontoplan.

Market-making bør skje i henhold til skriftlige avtaler. Slike avtaler skal være mellom en markedsplass eller andre informasjonsdistributører (f eks FINFO) eller de aksjeutstedende selskaper. Et verdipapirforetak skal dog ensidig kunne påta seg en market-makerrolle, men da under den forutsetning at foretaket på en adekvat måte gir markedet opplysning om denne rollen.

Market-making skal kun foregå i finansielle instrumenter som det foreligger referansepriser på gjennom regulerte markeder eller informasjonssystemer.

Market-maker skal sørge bekjentgjort om det er inngått avtale om market-making og hvilke aksjer dette gjelder. Slik informasjon skal gis gjennom aktuell markedsplass eller Forbundets handelsstøttesystem for unoterte aksjer. Videre skal det vises til denne funksjonen i forretningsvilkårene med henvisning til at nærmere informasjon om hvilke aksjer dette gjelder finnes på foretakets egen web-side.

Disse reglene om organisering gjelder uavhengig av om det dreier seg om børsnoterte eller unoterte aksjer.

8.2. *Prisfastsettelse*

Det oppstilles ikke generelle krav til maksimal spread for market-making og heller ingen andre spesielle krav til hvordan kursstillelsen under market-making skal skje.

Det må være opp til den eller de foretak eller institusjoner som organiserer et market-makersystem å eventuelt fastsette nærmere krav til maksimal spread.

8.3. *Godtgjørelse – kurtasje og kursdifferanse*

Etter arbeidsgruppens synspunkter bør man reservere bruken av kurtasje til den tradisjonelle mellommannshandel (inkl HME – handel med eget lager) og godtgjørelse i form av

kursdifferanse til de tilfeller der foretaket tar en reell markedsrisiko, f eks gjennom market-making.

Følgende hovedprinsipper gjelder for i hvilken form godtgjørelse kan tas:

1. hvis foretaket benytter sin transaksjonskompetanse kan godtgjørelse tas i form av kurtasje,
2. hvis foretaket tar reell risiko kan godtgjørelse tas i form av kursdifferanse,
3. hvis både 1 og 2 kan man benytte en kombinasjon av kurtasje og kursdifferanse,
4. ved nettohandel kan det ikke kreves kurtasje i tillegg.

8.4. Informasjon om ansattes og egne posisjoner

Arbeidsgruppen er av den oppfatning at den opplysningsplikt som følger av Anbefaling nr 3/1998 for så vidt gjelder analyser er tilfredsstillende.

Det er også arbeidsgruppens oppfatning at det alltid skal opplyses om samlet beholdning for foretaket og de ansatte. Ovennevnte anbefalings kvalifisering når foretaket og dets ansatte eier mer enn 1% av aksjene i det aktuelle selskap eller beholdningen utgjør mer enn 5% av verdipapirforetakets egenkapital er således unødvendig og bestemmelsen bør derfor utgå.

Det kan videre synes behov for en tilføyelse knyttet til andre ansatte slik at det enkelte foretak pålegges å foreta en vurdering av om det skal opplyses om – og i tilfelle hvordan det skal opplyses - dersom den eller de aktuelle ansatte eier poster direkte eller indirekte som er av vesentlig betydning for den enkeltes privatøkonomi.

Foretakene bør innta en generell informasjon i forretningsvilkårene og annet relevant materiale om at foretaket kan eie finansielle instrumenter som ledd i investeringstjenestevirksomheten, herunder som følge av market-making. Posisjoner som eies som ledd i den alminnelige kapitalforvaltning skal opplyses særskilt. Arbeidsgruppen foreslår følgende formulering:

”Foretaket kan eie finansielle instrumenter som ledd i investeringstjenestevirksomheten, herunder som følge av market-making. Det vil ikke bli gitt spesifikk informasjon om slike beholdninger. Dersom Foretaket eier finansielle instrumenter som ledd i den alminnelige kapitalforvaltning vil det bli opplyst om slike beholdninger.”

Arbeidsgruppen er av den oppfatning at det vil være vanskelig å gjennomføre en like omfattende informasjon om ansattes og egne posisjoner i analyser og rapporter som omfatter en rekke selskaper, bransjer mv (månedssrapporter og lignende). For disse tilfeller må man finne andre løsninger. Arbeidsgruppen anbefaler at de enkelte medlemsforetak innarbeider en generell erklæring i sine forretningsvilkår og at informasjon av samme omfang som nevnt i ovennevnte anbefaling (akkumulerte beholdninger) legges ut på det enkelte medlemsforetaks internettside.

I og med at foretakene og analytikere har en opplysningsplikt har arbeidsgruppen også vurdert en eventuell tilsvarende opplysningsplikt for utøvende meglere som i enkelte tilfeller kan besitte posisjoner i f eks aksjer som ikke er av uvesentlig betydning for vedkommende. Det er arbeidsgruppens prinsipale oppfatning at en ansatt kan være opplysningspliktig overfor kunder dersom den ansatte eier beholdninger der den reelle økonomiske interesse i det foretak som rådgivningen gjelder ikke er ubetydelig for den aktuelle ansatte (”material interest”). I foretakets interne retningslinjer bør det vurderes inntatt nærmere definisjoner av hva som skal anses som en opplysningspliktig posisjon, samt hvordan en eventuell opplysningsplikt skal oppfylles. Det bør også tas stilling til hvorvidt ansatte som innehar slike betydelige posisjoner som nevnt i enkeltaksjer skal kunne opptre som megler/market-maker i den samme aksjen

For å unngå at en ansatt som har slike posisjoner som nevnt i forrige avsnitt, skal komme i en vanskelig posisjon i forhold til sin rådgivning overfor kunder skal foretakene, i sine interne retningslinjer, fastsette at aktiv rådgivning med hensyn til kjøp eller salg utelukkende skal være basert på foretakets analyser og anbefalinger. Dersom foretaket ikke har utarbeidet analyser eller anbefalinger knyttet til et selskaps aksjer skal meglerne, uansett eierposisjon i den aktuelle aksje, kun utføre en ”passiv” megling, dvs unngå å gi noen råd til kunden.

8.5. *Informasjon om oppdrag*

Her vises til anbefaling nr 3/1998 som sier at slike opplysninger skal gis og arbeidsgruppen foreslår ikke endringer i dette.

8.6. *Informasjon i selskapsanalyser som ledd i oppdrag med børsintroduksjoner/IPO's*

Det er arbeidsgruppen oppfatning at man bør innta informasjon om det aktuelle tilretteleggeroppdrag i analyser som er utarbeidet som ledd i det konkrete oppdrag.

8.7. *Informasjon i annet skriftlig (og elektronisk) materiale (prospekt mv)*

Foretakene bør i slikt materiale vise til at de (og ansatte) kan ha eierposisjoner i et eller flere av de omtalte selskaper og at mer detaljert informasjon som oppdateres f eks ukentlig kan finnes på foretakets web-side.

Etter arbeidsgruppens oppfatning vil det være uriktig å innta særskilt informasjon knyttet til en av flere rådgiveres eventuelle eierposisjoner i det prospekter/tilbudsdokumenter for et selskap. Prospekt og tilbudsdokument er utstederselskapets informasjon og opplysninger om rådgiveres eierposisjoner og oppdrag mv hører ikke hjemme i denne typer dokumenter.

8.8. *Informasjon via presse*

Det er arbeidsgruppens oppfatning at man prinsipielt bør opplyse om slike posisjoner som omfattes av ovenstående – også ved uttalelser til pressen. Arbeidsgruppen er dog i tvil om dette lar seg gjennomføre ikke minst tatt i betraktning den relativt sparsomme tid og/eller spalteplass som er tilgjengelig ved slike kommentarer.