

**ÅRSBERETNING
FOR
NORGES FONDSMEGLERFORBUND**

(inklusive omtale av Fondsmeglernes Informasjonstjeneste AS)



1. JANUAR 2003 TIL 31. DESEMBER 2003

1	Innledning.....	4
1.1	Formannen har ordet	4
1.2	Forbundets tillitsvalgte og ansatte.....	6
1.3	Medlemmer	6
2	Verdipapirmarkedet i perioden.....	7
2.1	Aksjemarkedet.....	7
2.2	Obligasjons- og rentemarkedet.....	10
3	Forbundets arbeid med rammebetingelser	12
3.1	Nasjonalt regelverk	12
3.1.1	Hvitvasking	12
3.1.2	Lyddopptak.....	13
3.1.3	Verdipapirlån og skatt	14
3.1.4	Derivater og fond	14
3.2	Internasjonalt regelverk.....	15
3.2.1	Market Abuse	15
3.2.2	Prospekt.....	16
3.2.3	ISD II.....	16
3.2.4	Transparency	17
3.2.5	Overtagelsestilbud.....	17
3.2.6	Regnskap	17
4	Internasjonalt samarbeid	19
4.1	Nordisk samarbeid.....	19
4.2	Europeisk samarbeid	20
5	Organisatoriske forhold.....	21
5.1	Oslo Børs.....	21
5.1.1	Produkter og lister	21
5.1.2	Forretningsvilkår for Warrants og Exchange Traded Funds (ETF).	22
5.1.3	Tilbudsplikt	22
5.1.4	Oslo Børs og avgifter.	23
5.2	Verdipapirsentralen	23
5.3	Finansdepartementet og Kredittilsynet.....	24
6	FinansNett Norge	25
7	Autorisasjonsordningen og annen kursvirksomhet	27
8	Etisk Råd	30
9	FINFO	31
10	Komiteer.....	34
11.	FORBUNDETS REGNSKAP.....	37
	Resultatregnskap for perioden 1. januar 2003 til 31. desember 2003	37

Styrets beretning.....	42
VEDLEGG til Norges Fondsmeglerforbunds årsberetning for 2003.....	44
”ANALYSEVIRKSOMHET I MEGLERFORETAK”	44
Innledning - aksjemarkedets fall og tillitssvikt.	44
Meglerforetakenes virksomhet og ulike roller	45
De ulike avdelinger og deres rolle.....	45
Potensial for interessekonflikter	46
USA eksempler som skremte	47
Krav til organisering.....	48
Skille mellom corporateavdeling og analyseavdeling – lovbestemmelsene	48
Skille mellom corporateavdeling og analyseavdeling – Norges Fondsmeglerforbunds anbefalinger.....	49
Beskyttelse av analytikerens selvstendighet	49
Wall-crossing	50
Analytikerens egenhandel	51
Analyseforbud i visse situasjoner.....	52
Opplysningsplikt i analyser mv.....	52
Verdipapirforetakets og de ansattes egne posisjoner	53
Opplysning om tidligere oppdrag.....	53
Avslutning	53

1 Innledning

1.1 Formannen har ordet

I begynnelsen av året så det ut til at 2003 skulle bli et meget vanskelig år for våre medlemmer og for våre kunder. Heldigvis snudde utviklingen da våren begynte å komme. Gjennom året steg aksjekursene med 48,4 prosent og omsetningen av aksjer ble nesten 110 mrd høyere enn i 2002. Verken kursstigningen eller økningen av aksjeomsetning innebar noen historisk rekord, men de fleste vil nok likevel huske 2003 som et meget godt år for aktørene i aksjemarkedet. Derimot ble det satt rekord i omsetningshastighet av aksjene på Oslo Børs. Omsetningshastigheten var på 97,7 prosent. Det er et høyt tall sammenlignet med andre børser og plasserer Oslo Børs blant de mest likvide børser i verden, målt etter omsetningshastighet.

I år med kraftig kursstigning og høy aksjeomsetning vil selskaper normalt hente inn store beløp risikokapital i aksjemarkedet gjennom emisjoner. I fjor var imidlertid emisjonsvolumet relativt lavt, rundt 6 milliarder. Emisjonsvolumet var dermed bare marginalt høyere enn i 2002. Det tyder på at en del selskaper ville se situasjonen an etter 3 år med store svingninger og usikkerhet i aksjemarkedet. Økte muligheter til å gjennomføre emisjoner styrker næringslivets utviklingsmuligheter og øker dermed mulighetene for etablering av nye arbeidsplasser. Næringslivet er avhengig av at aksjemarkedene fungerer effektivt.

Omsetningen av obligasjoner ble noe høyere enn i 2002. Omsetningen var på 686 mrd. mot 568 mrd året før. Volumet var imidlertid klart lavere enn omsetningen var i siste halvdel av 90-årene.

Inntjeningen hos våre medlemmer gikk kraftig ned i 2001 og 2002. De fleste medlemmer reduserte antall ansatte i disse årene, men nå ser det ut til at flere medlemmer går til nyansettelser. Tross kostnadskutt og økende omsetning i annenhåndsmarkedet for aksjer, er det sannsynlig at denne virksomheten ikke vil gi så godt dekningsbidrag som bransjen historisk har vært vant med. Kurtasjesatsene er kommet ned på et meget lavt nivå og kurtasjeinntektens andel av meglerforetakens driftsinntekter har vært fallende gjennom de siste årene.

Lavere inntjening på aksjehandel fører nødvendigvis til at det må settes fokus på kostnadssiden. Vi har flere ganger diskutert avgiftssatsene på Oslo Børs etter at de ble satt opp med ca 50 pst i begynnelsen av 2002. Også i andre land diskuteres børsavgifter. London Stock Exchange reduserte sine avgifter med 40 prosent i fjor høst, etter påtrykk fra sine medlemmer. Vi samarbeider med våre nordiske søsteror-

ganisasjoner og er nå i gang med om å få frem et bedre statistikkgrunnlag. Avgiftsstrukturen på de europeiske børser er svært forskjellig, og ofte vanskelig å sammenligne.

Finansskandalene i USA som ble avdekket i 2002, førte til svikt i tilliten til aksjemarkedet i USA og dette førte igjen til frykt blant investorene for at lignende forhold hadde forekommet eller kunne forekomme i andre land, i hvert fall i mindre skala. I USA ble det innført detaljerte og strenge regler for de børsnoterte selskapene og for meglerhusene. En problemstilling i kjølvannet av amerikansk regulering, er at amerikanske myndigheter krever at andre land må innføre samme type regler for at amerikanske investorer skal få samme beskyttelse for sine investeringer i utlandet som i USA. Dette påvirker regelutviklingen innen EU. Innen noen få år vil vi få en mammutregulering av finansaktørene som vil utsette vår bransje for store kostnader, for eksempel i form av krav om økt ressursbruk på kundeopplæring, internkontroll og "compliance".

En gjenganger i diskusjoner om organisering av meglerforetak, først og fremst i 2002, men også i 2003 var forholdet mellom corporateavdeling og analyseavdelingen i meglerforetakene. Så sent som i høst behandlet Finanskomiteen i Stortinget et forslag fra SV om å forby meglerforetak å skrive analyser på selskaper som meglerforetaket har et corporateoppdrag for. Forslaget ble avvist, og flertallet i Finanskomiteen omtalte Forbundets anbefaling nr 1/2003 i positive vendinger. En artikkel som omtaler problemstillingen og de regler vi har på dette felt i Norge, er tatt med som vedlegg til denne årsberetningen.

Vi har for øvrig laget denne årsberetningen på en noe annen måte enn tidligere. Tidligere årsberetninger har gjengitt resymeer av høringsuttalelser. Denne gangen har vi valgt å gi en mer generell omtale av problemstillinger Forbundet har arbeidet med uten å gjengi deler av høringsuttalelser. De viktigste høringsuttalelser finnes på vår hjemmeside.

Styret har også gjennom dette året diskutert tiltak som kan bidra til å skape en mindre avstand mellom bransjens faktiske omdømme og det vi mener bør være et fortjent omdømme. Det er utformet en strategi og Forbundet vil i løpet av kommende år gjennomføre enkelte informasjonstiltak som tar sikte på å gi interessenter et bedre innsyn i den virksomheten meglerforetakene driver og dermed å øke forståelsen av meglerforetakenes samfunnsmessige betydning.

1.2 Forbundets tillitsvalgte og ansatte

Styret har i perioden 1. januar 2003 til 31. desember 2003 bestått av:

Formann	Sigmund Ellingbø	(DnB Markets)
Viseformann	Per Ove Breivold	(ABG Sundal Collier Norge ASA)
Styremedlem	Petter Bakken	(Enskilda Securities ASA)
Styremedlem	Anders Onarheim	(Carnegie ASA)
Styremedlem	Erik Bjørland	(Fondsfinans ASA)
Styremedlem	Blanca Løvic	(Alfred Berg Norge ASA)
Styremedlem	Odd-Arne Pedersen	(Terra Fonds ASA)
1. varamedlem	Jan Krogh-Vennemo	(Gjensidige NOR Markets)
2. varamedlem	Runar Meland	(First Securities ASA)

Administrasjonen har i beretningsperioden bestått av:

Adm dir:	Per Broch Mathisen
Advokat:	Frede Aas Rognlien
Sekretær:	Karin Haugen
Ekstern revisor:	KPMG a.s v/Jørgen Lorentzen-Styr

I tillegg har Forbundet, i likhet med tidligere år, benyttet Knut Ørbech som fast sensor for autorisasjonsordningen. I første halvår har også Forbundet engasjert cand jur Viggo Bang-Hansen på timebasis. Han har særlig arbeidet med klagesaker til Etisk Råd, samt annet juridisk arbeid.

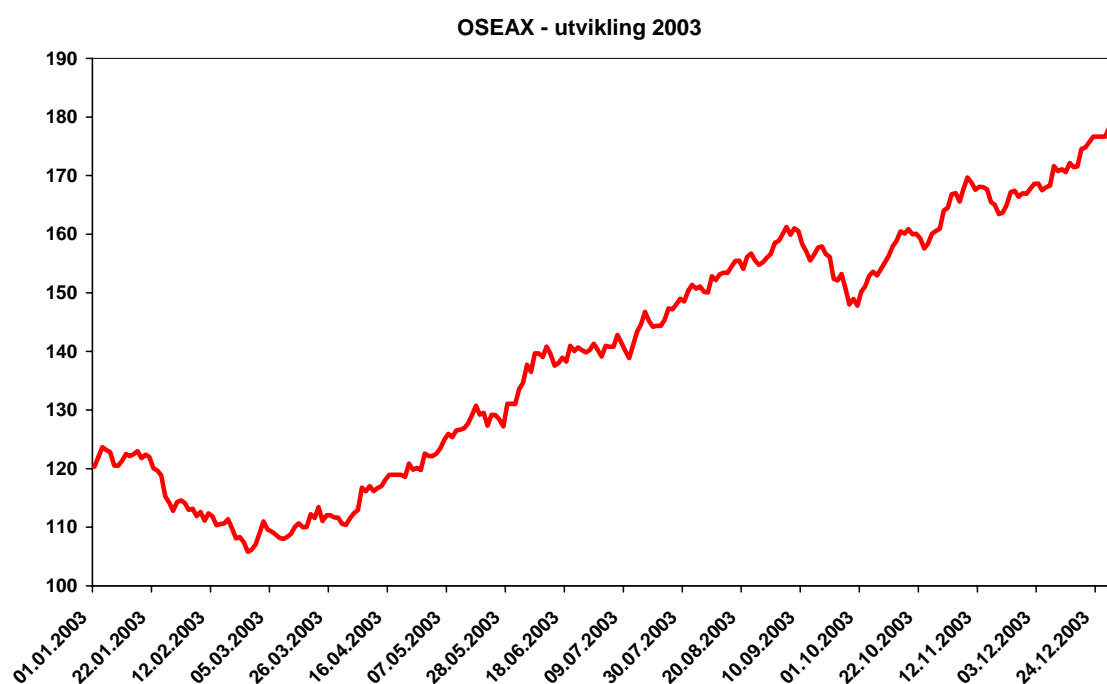
1.3 Medlemmer

Forbundet har ved utløpet av beretningsperioden 22 medlemmer og assosierte medlemmer. I begynnelsen av 2004 fusjonerer DnB Markets og Gjensidige NOR Equities og Gjensidige NOR Sparebank (markets) til DnB NOR Markets.

2 Verdipapirmarkedet i perioden

2.1 Aksjemarkedet

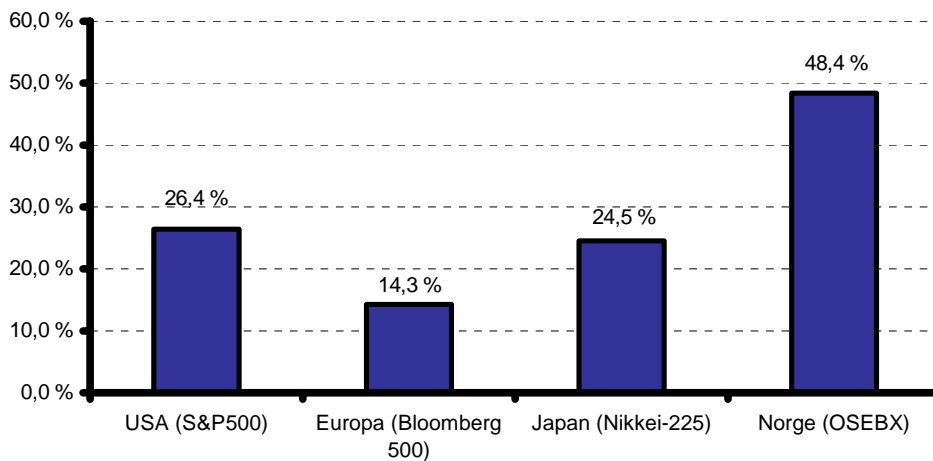
Mens de tre foregående år har vært triste børsår, ble 2003 et av de beste år noen sinne på Oslo Børs med en oppgang på 48,4 % målt ved hovedindeksen. Vi må tilbake til 1993 for å finne en bedre utvikling gjennom et kalenderår. Som grafen nedenfor viser begynte året trist, med nedgang i januar og februar. Begynnelsen av året ble således preget av manglende risikovilje, dårlig likviditet og manglende investeringsvilje. Frykt for den ventede krigen i Irak, SARS-viruset og frykt for terroraksjoner preget stemning blant investorene verden over. Etter hvert snudde stemningen blant investorene, og med unntak av september viste de resterende månedene i 2003 kursoppgang. En rekke forhold bidro til å løfte markedene; krigen i Irak ble kortvarig, spredningen av SARS stoppet og de fryktede terrorangrep uteble, samtidig som selskapene begynte å rapportere bedre inntjening enn ventet. Dessuten har man, særlig i USA, gjennom flere år iverksatt stimulerende tiltak, ikke minst i ved å sette ned renten.



Oslo Børs var en av de hardest rammede børsene i verden (?) gjennom nedturen som startet i september 2000, og ved årskiftet til 2003 hadde indeksen falt ca. 50% fra toppen. Norge, som et lite land, blir hardt rammet under globale nedturen hvor store utenlandske investorer trekker seg først ut av de små markedene. I tillegg

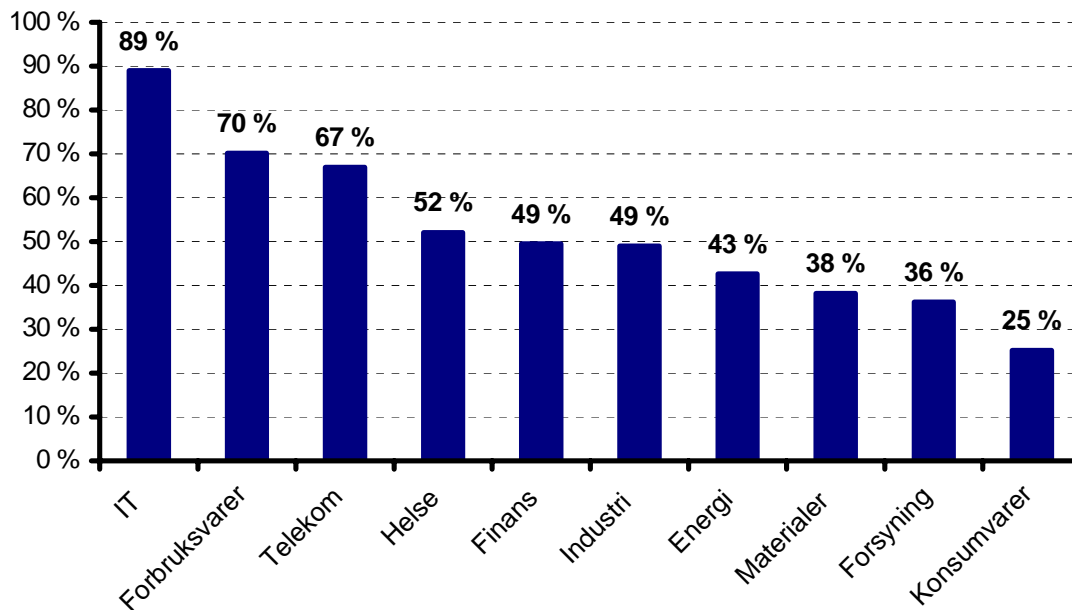
hadde vi i Norge et høyt rentenivå i forhold til andre land og en svært sterk kronekurs i 2002. I 2003 snudde imidlertid bildet seg. Det norske rentenivået renten ble satt ned fra 6,5 % til 2,25 %, samtidig som kronestyrkelsen fra 2002 ble reversert. Dette bidro til at Oslo Børs viste en bedre utvikling i 2003 enn mange andre land.

Avkastning forskjellige land 2003



Alle delindekser på Oslo Børs steg betydelig i løpet av 2003. Informasjonsteknologi steg mest med en avkastning på hele 90 %. I denne sektoren finner vi blant annet Tandberg Data, Tandberg Television og Fast som steg henholdsvis 1.026 %, 443 % og 314 %. Forbruksvarer samt telekom hadde også svært god avkastning på rundt 70 %. Telenor hadde sitt beste år siden børsintroduksjonen i år 2000. Konsumentvarer samt forsyningsselskaper steg minst, men fikk likevel en avkastning langt over gjennomsnittet. Dette må også sees i lys av at disse to sektorene falt minst i de foregående årene.

Sektorer Oslo Børs 2003



Blant de mest omtalte sakene i 2003 var fusjonen mellom DnB og Gjensidige NOR. Allerede i mars ble fusjonssamtalene kjent, og i desember fikk fusjonen den nødvendige velsignelsen fra myndighetene. Gjennom året steg DnB-aksjen 47 %. En annen svært omtalt sak i 2003 var korrupsjonsanklager mot Statoil som førte til at konsernsjef og styreformann begge gikk av.

Omsetningsstatistikken viser at det ble omsatt aksjer for NOK 594 mrd i 2003. Dette er en økning på neste 24 % fra foregående år. I gjennomsnitt ble det gjort 9.400 handler pr dag, en økning på 15 % i forhold til 2002.

Emisjonsaktiviteten var beskjeden i 2003. Statistikken viser riktignok et emisjonsvolum på NOK 6,7 mrd, men dette tallet inkluderer rundt NOK 2 mrd som bankene konverterte fra gjeld til egenkapital i Pan Fish, samt DnBs oppkapitalisering av Nordlandsbanken med NOK 700 mill. Korrigert for disse to forhold var emisjonsvolumet i 2003 lavere enn i 2002.

Totalt ble 27 selskaper borte fra børslisten i 2003, mens kun tre nye kom til. En rekke oppkjøp fant sted i løpet av året. Tre av de mest omtalte var Hong Kong baserte Sohms oppkjøp av tradisjonsrike Bergesen d.y, General Electrics oppkjøp av Amersham og DnBs kjøp av Nordlandsbanken etter at Nordlandsbanken hadde pådratt seg et betydelig tap pga av utlån til Finance Credit-systemet.

2.2 Obligasjons- og rentemarkedet

Et internasjonalt oppsving begynner å rulle

Etter en svak utvikling for verdensøkonomien i 2002 ser det nå ut til at 2003 ble et år i den internasjonale bedringens tegn. Det begynnende oppsvinget i andre halvår, fornyet global usikkerhet i forbindelse med krigen i Irak og frykten for en SARS epidemi, samt nedgangen i dollarkursen er de begivenhetene som satte mest preg på de internasjonale markedene i 2003.

I USA har det vært til dels svært sterke tegn til at økonomien tar seg opp mot slutten av året. BNP steg i gjennomsnitt rundt 6 % i 2. halvår, mot 2,5 % i 1. halvår. Selv om veksten har tatt seg opp har ikke sysselsettingsveksten vært særlig sterk. Fraværet av netto jobbskaping av betydning har ført til at mye av diskusjonen har i stor grad dreid seg om fenomenet "jobless recovery". Den andre siden av saken er at produktivetsveksten har vært sterk. Til dels på bakgrunn av dette har den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, signalisert at de kommer til å holde rentene lave en god stund. Fed funds target rate ble i juni satt ned til 1,0 % og lå uendret ut året. Ved siden av en kraftig pengepolitisk stimulans kjennetegnes det amerikanske oppsvinget også av en sterk finanspolitisk stimulans og tilhørende store underskudd i offentlige budsjetter og på driftsbalansen mot utlandet, noe som i sin tur har bidratt til å svekke dollaren.

I Europa har det også vært tegn til bedring, men langt fra i samme grad som i USA. Svekkelsen av dollaren hadde sitt motstykke i en appresiering av euro og mange aktører i regionen har gitt til kjenne sin bekymring over dette. I 2002 kostet en euro i gjennomsnitt 0,95 USD. I 2003 kostet den 1,13, en økning på 19 %. Ved utgangen av året var kursen 1,26. Forventningsbarometrene har imidlertid steget moderat og det har også vært bedre takter i industriproduksjonen mot slutten av året, spesielt i Tyskland. BNP veksten for den samlede eurosonen var så vidt negativ i 2003.

Kina gjør seg mer gjeldende som global spiller

Et annet tema som fikk en del oppmerksomhet i 2003 er den sterke økonomiske veksten i verdens mest folkerike økonomi, Kina, som etter hvert har begynt å gjøre seg gjeldende for alvor som global økonomisk aktør. I 2003 var veksten i både eksport og import meget sterk, hhv 35 % og 40 %, og veksten i utenrikshandelen sto for over 2/3 av veksten i verdenshandelen i 2003. Overskuddet på handelsbalansen er ikke spesielt stort. BNP steg oppunder 10 % og utgjorde rundt 1/3 av veksten i verdensøkonomien. Kinas ekspansjon har hatt stor betydning for mange råvare- og

transportmarkeder samtidig som landet er en aggressiv konkurrent på mange ferdigvaremarkeder. Også norsk prisvekst – og dermed norske renter – presses ned av billige importvarer fra Kina. Kina har knyttet sin valuta til USD og kjøpte betydelige mengder amerikanske statsobligasjoner for å dempe presset mot en appresiering av egen valuta.

Lav norsk prisvekst gir aggressive rentekutt

Norsk økonomi bedret seg også i andre del av 2003, og ifølge Statistisk sentralbyrå var produksjonsveksten i økonomien sterkere enn trendveksten i økonomien. Imidlertid bedret ikke arbeidsmarkedet seg nevneverdig, men økningen i arbeidsledigheten stoppet i hvert fall opp. Et annet kjennetegn ved året var den lave norske prisveksten. Justert for energi og avgifter var konsumprisveksten 0,4 % ved utgangen av året.

I Norge har det vært mye fokus på sentralbanken også i 2003. Etter å ha signalisert i 2002 at rentene måtte holdes høye lenge satte banken rentene markant ned gjennom 2003, fra 6,5 % ved inngangen til året til 2,25 % ved utgangen og videre til 2,0 % like over årsskiftet 2003/2004. Norges Bank begrunnet rentenedgangen blant annet med bekymring for at prisforventningene skulle bite seg fast på et for lavt nivå.

I obligasjonsmarkedet ble omsetningen 686,8 mrd i 2003, eksklusive repohandler, mot 568,8 mrd i 2002, herav 527 mrd i statsmarkedet. Omsetningen i sertifikater ble 262 mrd kr i 2003 mot 168 mrd i 2002. Det ble lagt ut nye obligasjonslån tilsvarende 55,8 mrd mot 65,0 mrd i 2002.

3 Forbundets arbeid med rammebetingelser

3.1 Nasjonalt regelverk

3.1.1 Hvitvasking

Norge fikk sine første regulering av tiltak mot hvitvasking i 1994. Disse reglene ble først gjort gjeldende for finansinstitusjoner og da i hovedsak banker. Fondsmeglerforetak som den gang var betegnelsen på verdipapirforetak, ble ikke omfattet av regelverket.

I forbindelse med utviklingen av et felles europeisk regelverk for verdipapirforetakene – Investment Services Directive (ISD) foretok Forbundet i 1995 gjennomgripende endringer i de etiske normer som gjelder for medlemsforetakene. Som ledd i dette arbeidet ble det vedtatt normer for "kjenn din kunde" prosedyrer. Senere ble verdipapirforetakene omfattet av finansieringsvirksomhetslovens § 2-17 (hvitvaskingsreglene).

Forbundet har i en rekke år vært representert i ØKOKRIMs kontaktforum, som er et organ som normalt møtes to ganger i året for å gjennomgå utviklingen på området samt drøfte eksisterende metoder og tiltak og fremtidige muligheter og utfordringer. I tillegg til dette har Forbundet deltatt fra norsk side i møter med Financial Action Task Force (FATF). Dette organet er OECD's samarbeidsorgan for hvitvaskingssaker og er det organ som har fastsatt de sentrale anbefalinger på området. Det er disse anbefalinger og EUs hvitvaskingsdirektiver som danner grunnlag for den norske lovgivningen.

I løpet av 2002 og 2003 ble det gjennomført vesentlige endringer i det norske regelverket som følge av endringer i de internasjonale anbefalinger og regelverk (FATF's 40 recommendations og EUs hvitvaskingsdirektiv) Hovedlinjene i dette er for det første å utvide kretsen av meldepliktig, men også å utvide området til å omfatte også terrorfinansiering. For norske verdipapirforetak er ikke de praktiske endringer særlig store.

Foruten å delta i 1 høringsmøte sammen med den norske delegasjonen til FATF, har Forbundet avgitt omfattende høringsuttalelser til så vel Finansdepartementet som til FATF.

3.1.2 Lydopptak

Lydopptak av samtaler mellom kunder og verdipapirforetak har vært gjenstand for betydelig oppmerksomhet – så vel fra kunder og media som fra myndigheter.

Medlemmer av Forbundet har gjennom mange år foretatt slike opptak og det har vært allment kjent at slike opptak foretas – og ikke minst at de benyttes i forbindelse med tvister og myndighetenes undersøkelser av transaksjoner. Lydopptak er nyttige i forbindelse med tvister i og med at mange avtaleslutninger kun gjøres muntlig pr telefon og at det således ikke vil foreligge annen dokumentasjon enn den enkelte samtale og eventuelle sluttsedler og lignende.

Høsten 2001 foreslo Kredittilsynet en forskrift om elektronisk ordrelogg og plikt til å foreta lydopptak av samtaler mellom kunder og verdipapirforetak. Forslaget reiste mange problemstillinger bl a med hensyn til omfang og personvern, I tillegg ble det fra Forbundets side anført at forslaget til forskrift savnet tilstrekkelig hjemmel.

Etter avsluttet høringsrunde ble det fremmet forslag til endringer i verdipapirhandelloven slik at tilstrekkelig hjemmel, til å fastsette slik forskrift som tidligere foreslått, forelå. Lovforslaget var temmelig vidtfavnende og ville omfatte tilnærmet samtlige inn- og utgående samtaler til et verdipapirforetak. Dette kombinert med manglende mulighet for foretakene til selv å foreta en sortering av relevante og ikke relevante samtaler innebar at myndighetsorganer i prinsippet ville kunne få tilgang til så vel rent private samtaler og andre mer "interne" samtaler mellom f eks foretakenes ledelse og juridiske rådgivere osv. Forbundet reagerte skarpt på dette, men fikk liten støtte fra andre i høringsrunden. Forbundet deltok i høringsmøte i Finanskomiteen og i Finanskomiteens innstillingen ble det gitt føringer som virker begrensende på bruk av forskriftshjemmelen. Den endelige forskrift som trådte i kraft pr 1. januar 2004, er stort sett i samsvar med det som har vært gjeldende praksis i verdipapirforetakene. Dette innebærer at det i hovedsak er de samtaler som skjer over meglerbordet som det blir gjort lydopptak av.

For Forbundet har det, under prosessen med behandlingen av forskriftsutkast og lovforslag, vært et tankekors at en lovbestemt plikt til å foreta lydopptak av alle samtaler i et foretak har vakt så vidt liten oppmerksomhet i andre fagmiljøer. Tradisjonelt er man svært skeptiske til lydopptak til bruk i myndighetenes kontrollvirksomhet, men de prinsipper og grunnholdninger som ligger bak denne skepsis og tilbakeholdenhet,

synes ikke å være like fremtredende når man beveger seg inn på finansmarkedet.

3.1.3 Verdipapirlån og skatt

I forbindelse med endringen i verdipapirhandelloven som trådte i kraft ved årsskiftet 1996/97 ble det åpnet for "short salg" – hvilket tilsier at man selger aksjer (eller andre finansielle instrumenter) som man ikke eier. For å kunne gjøre dette må visse vilkår være oppfylt. Blant annet må den som "shorter" ha såkalt "tilgang" til de aktuelle instrumenter. En måte å sikre dette på er å låne verdipapirer av en annen investor. Slike verdipapirlån ble også særskilt regulert i verdipapirhandelloven.

Når et verdipapirlån etableres og gjennomføres vil det skje en overføring av de aktuelle aksjer fra en VPS-konto til en annen. Selv om det foreligger en tilbakeleveringsforpliktelse av samme type og mengde aksjer, vil transaksjonen i VPS-systemet isolert sett kunne fremstå som en realisasjon. På denne bakgrunn ble det fra enkelte hevdet at overførselen, selv om det kun var tale om et lån, ville måtte anses som en skattemessig realisasjon på utlåners hånd. I tillegg oppstod det enkelte skattemessige problemstillinger knyttet til utbetaling av såkalt "utbyttekompensasjon" fra innlåner til utlåner. Det ble således raskt klart at det var behov for en skattemessig avklaring og det ble tatt diverse initiativ til dette fra Forbundets og andre aktørers side (banker, VPS, NOS, Oslo Børs). Det ble laget utredninger og modeller, men noe konkret lov-messig avklaring lot vente på seg, til tross for at dette flere ganger ble varslet. Stortinget vedtok på forsommeren 2003 nye regler i skatteloven kapittel 9 om verdipapirlån og skatt. Hovedlinjene i dette er at gevinst og tap ikke anses realisert ved etablering og innfrielse av verdipapirlån, gitt at visse vilkår er oppfylt. Lovendringen trådte i kraft 1. januar 2004.

3.1.4 Derivater og fond

Det har i løpet av de siste årene vært flere hørings saker knyttet til endringer i rammebetingelsene for verdipapirfond og disses forvaltningsselskaper. Bl a har det vært et sterkt ønske fra bransjen om at det etableres rammebetingelser som er likere med det som ellers gjelder innenfor EU og at de enkelte fondene får adgang til å benytte de instrumenter og handelsmetoder som er naturlig og so andre fond i Europa kan benytte. Forbundet har gjennomgående stilt seg positivt til de endringer som har blitt foreslått og således støttet fondsbransjen i deres ønsker. Bakgrunnen for dette er selvsagt det noe videre funderte ønske om å bidra til å skape et konkurranskraftig og velfungerende marked for finansielle instrumenter i Norge og da er det viktig at så

vist sentrale aktører som verdipapirfondene får de rammebetingelser som gjør at de kan ivareta sin viktige rolle i det norske markedet.

3.2 Internasjonalt regelverk

3.2.1 Market Abuse

EU vedtok 28. januar 2003 Directive 2003/6/EC - Market Abuse direktivet. Direktivet skal implementeres i norsk rett innen medio oktober 2004. Direktivet omhandler særlig nye regler relatert til forbud mot innsidehandel og markedmanipulasjon, men også spesielle regler knyttet til distribusjon av selskapsinformasjon, samt nærmere regler om utarbeidelse av analyser og anbefalinger. I tillegg kommer enkelte regler om unntak fra manipulasjonsforbudet for såkalte stabiliseringsordninger og tilbakekjøpsprogrammer.

Utviklingen av EU-retten innenfor finansmarkedet er bygget på den såkalte Lamfalussy-prosessen, som i korte trekk innebærer at man på Parlaments- og Rådsnivå gir overordnede direktiver, men overlater til Kommisjonen, etter nærmere fullmakter, å gi utfyllende regler, såkalte "technical implementing measures" på enkelte områder. Dette arbeid er underlagt en rekke regler og medfører en relativ omfattende hørings- og konsultasjonsprosess. Hovedlinjen i dette arbeid er at Kommisjonen ber CESR (Committee of European Securities Regulators) et mandat til å komme med forslag til utfyllende regler. CESR nedsetter så nødvendige arbeidsgrupper og det etableres også Consultative Working Groups (CWG) bestående av markedsaktører. Hensikten er at markedsaktørene gjennom dette skal kunne tas med på direkte råd før endelig høringsnotat sendes ut på høring.

I relasjon til Market Abuse direktivet bestod CWG av 11 personer fra forskjellige land i Europa representerende forskjellige aktører (utstedere, investorer, børsere og meglere). Forbundets ansatte advokat, Frede Aas Rognlien, ble av CESR (etter forslag fra Kredittilsynet) oppnevnt som et av to medlemmer fra de nordiske landene. Det har i løpet av 2002 og 2003, gjennom denne deltagelsen, blitt nedlagt et betydelig arbeid fra Forbundets side i forbindelse med utviklingen av CESR's to tilrådninger til Kommisjonen (desember 2002 og juni 2003).

På bakgrunn av disse anbefalinger er det nå fastsatt nærmere direktiver om innsidehandel og markedsmanipulasjon, samt utfyllende regler om analyser og interessekonflikter. I tillegg er det fastsatt en særskilt forordning om stabiliserings- og tilbakekjøpsordninger.

3.2.2 Prospekt

EU har fastsatt et nytt prospektdirektiv som gir en omfattende regulering på dette området. Fristen for implementering av dette i Norge er 1. juli 2005 og det er i Norge nedsatt en arbeidsgruppe som skal utarbeide eventuelle forslag til endringer i norsk lovgivning mv. Forbundet er representert i denne gruppen ved Forbundets adm dir Per Broch Mathisen.

Hovedpoenget med direktivet er å etablere et "single passport for issuers".

For så vidt gjelder spørsmålet om hvem som i Norge skal forestå prospektkontrollen, vises til den nedenstående omtalen av organiseringen av det fremtidige regnskapstilsynet.

3.2.3 ISD II

Revisjonen av Investeringstjenestedirektivet (ISD) er det siste store gjenværende revisjonsarbeid innen EU's finanssektor. Arbeidet er omfattende og på enkelte punkter meget omstridt. ISD II forventes vedtatt i løpet v første kvartal 2004.

Bakgrunnen for revisjonen av ISD er flersidig, men kan kort oppsummeres i følgende hovedpunkter;

1. erkjennelse av økt konkurranse mellom regulerte markeder (børser) og mellom slike og verdipapirforetak om handel og likviditet, fordrer en regulering som i større grad åpner for konkurranse og fjerner nasjonale handels- og etableringsbarrierer. Et eksempel på sistnevnte er den såkalte "concentration rule" hvoretter enkelte land kan bestemme at handel skal skje på en børs (børstvang).
2. erkjennelse av at utvikling av handel innenfor varederivater fordrer en tilsvarende regulering som for det ordinære verdipapirmarkedet, ikke minst når denne type instrumenter omfattes av Market Abuse direktivet.
3. erkjennelse av behovet for regulering av rådgivningsvirksomhet som ledd i et forsterket fokus på investorbeskyttelse.
4. erkjennelse for et sterkere fokus på investorbeskyttelse, "best execution" og et klarere skille mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer, i tillegg til motparter (eligible counterparties).
5. erkjennelse av et behov for regulering av gjennomlysning som ledd i investorbeskyttelsen.

Sistnevnte er kanskje det forhold som har skapt størst strid innen EU ikke minst fordi forslagene til regulering har blitt oppfattet som forsøk på å omgå opphevelsen av "concentration rule", gjennom å etablere så detaljerte krav til gjennomlysning (post og pre trade transparency) at aktørene ikke vil ha noe annet alternativ enn å handle på en børs. Dette vil kunne lede til sterk begrensning på mulighetene for internhandel, slik vi bla kjenner det i Norge i dag.

3.2.4 Transparency

Det foreligger et forslag fra EU-kommisjonen om et direktiv om selskapers informasjonsplikt – det såkalte "Transparency direktivet".

3.2.5 Overtagelsestilbud

På tampen av året greide endelig EU å bli enig med seg selv om det såkalte "Take over" direktivet. Antatt implementeringsfrist i Norge er mars/april 2006. Dette direktivet har vært gjenstand for en omfattende og lang prosess, med til dels sterke motsetninger, bla knyttet til bruk av ulik stemmevekt (A og B aksjer) og mulighetene for å iverksette "forsvarstiltak".

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

3.2.6 Regnskap

Et ledd i revisjonen av det felles europeiske regelverk for finansmarkedene har vært å implementere internasjonale regnskapsstandarder (IAS/IFRS). Dette skjer som ledd i EUs "Financial Reporting Strategy" og EU har fastsatt en egen forordning om anvendelse av IAS/IFRS – forordning 1606/2002/EF. Denne forordning innebærer bla en plikt for børsnoterte foretak til å utarbeide konsernregnskap i samsvar med de internasjonale regnskapsstandarder som fastsettes av IASB. Frist for implementering av denne forordning i Norge er 1. januar 2005.

Norge har Regnskapslovutvalget fremlagt en egen NOU 2003:23 om evaluering av regnskapsloven. Denne var relativt omfattende og Forbundet konsentrerte seg om å kommentere forslagene knyttet til spørsmålet om reguleringen av kontrollen med den finansielle rapportering. Dette måtte også sees i sammenheng med reguleringen av prospektkontrollen. Forbundet har valgt å innta en prinsipiell holdning til utøvelse av

myndighetskontroll og iverksettelse av sanksjoner, dvs spørsmålet om hvorvidt offentlig tilsyn og sanksjonsutøvelse kan eller bør overlates til private rettssubjekter med egne krav til avkastning.

Det er mange gode grunner til at det bør unngås at et privat rettssubjekt fører tilsyn med sine egne eiere eller andre. Det kan bli vist til at slikt tilsyn kan være forbundet med betydelige kostnader og at usikkerheten knyttet til finansiering da kan være større ved private ordninger enn offentlige. Mer viktig er det antagelig at det for private rettssubjekter med aksjonærer eller andre eiere lett vil kunne oppstå interessemotsetninger mellom eiernes krav til overskudd og avkastning og bruken av ressurser på tilsyns- og sanksjonsoppgaver, selv om sistnevnte også kan være viktig for å sikre kvaliteten på de tjenester man yter. I tillegg kommer faren for intern kryssubsidiering. Endelig kan det anføres at tilsynsarbeid skal utføres uavhengig og objektivt og at dette kan rokkes dersom et privat rettssubjekt fører kontroll med andre private rettssubjekter.

Forbundet er imidlertid av den oppfatning at dette overordnede synspunkt selv sagt ikke er til hinder for privat kontroll- og sanksjonsutøvelse basert på kontraks- eller foreningsrettslig grunnlag, noe som kan være et meget velegnet alternativ eller tillegg til offentlig myndighetsutøvelse på enkelte områder.

De ovennevnte resonneringer ledet til at Forbundet mente regnskapstilsynet burde legges til Kredittilsynet. I og med at det ligger en del føringer og sammenhenger med prospektkontrollen er det viktig å vurdere denne også i denne sammenheng, bla for å se om denne er av en slik karakter at den bør legges samme sted som regnskapstilsynet, eller om det er andre hensyn som taler for en fortsatt prospektkontroll på Oslo Børs.

Prospektkontrollen skiller seg noe ut fra regnskapstilsynet ved at den faktisk dreier seg om en vurdering av selskapene og deres eventuelle egnethet for notering, jfr behandling av introduksjonsprospekter. Prospektkontrollen har videre en lang tradisjon på Oslo Børs, og den anses i sin alminnelighet også å ha blitt utøvet på en profesjonell og effektiv måte. Selv om EU's prospektdirektiv stiller krav til uavhengighet, et krav som synes enda strengere utformet enn det som gjelder for regnskapskontrollen, tilsier ikke det at man skal forskuttere en overførsel av dette kontrollansvaret nå, og da med betydning for konklusjonen med hensyn til regnskapskontrollen. Prospektdirektivet åpner det for en relativt lang overgangsperiode og gode grunner taler for at man i forhold til prospektkontrollen bør utnytte de overgangsmuligheter som direktivet åpner for.

Spørsmålet om utøvelse av kontroll og sanksjonsmyndighet vil for øvrig komme opp i tilknytning til en rekke andre regelsett som vil gjelde for finansmarkedene, og det vil antagelig være klokt å se de aktuelle problemstillinger i et videre perspektiv. Trenden innen EU er at kontroll og sanksjon skal utøves (eller styres) av en særskilt "competent authority" som skal være uavhengig. Ikke minst er dette viktig fordi et av formålene med EU-reguleringene er å skape større konkurranse mellom de forskjellige aktører, også mellom regulerte markedsplasser (børser mv) og verdipapirforetak og andre (f eks informasjonsdistributører og andre). Man må da søke å unngå at kontroll- og sanksjonsoppgaver knyttet til forhold som har, eller vil kunne få, betydning for en rekke foretak, tillegges en enkelt kommersiell aktør fordi dette vil det kunne skape hindringer for en effektiv utnyttelse av ressurser og konkurranse.

Forbundets høringsuttalelse i tilknytning til NOU 2003:23 ble avgitt ved brev 3. desember 2003 til Finansdepartementet.

4 Internasjonalt samarbeid

4.1 Nordisk samarbeid

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

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

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

Det som særlig opptar oss i Norden er, foruten utviklingen innen EU, videreutvikling av NOREX slik at også aktørene utenfor børsene skal kunne få del i de synergief-

fekter som NOREX angivelig skal gi, og da særlig i form av kostnadsreduksjoner. Dette har så langt vist seg vanskelig, jfr omtale annet sted, men man vil i løpet av 2004 gjøre fornyede forsøk, herunder utrede mulighetene for et mer konkurranserettlig fokus. I tillegg til dette har utviklingen på oppgjørssiden, med et økende fokus på CCP (Central Counter Party), vist behovet for et nærmere samarbeid mellom de nordiske CSD'er.

4.2 Europeisk samarbeid

I løpet av de siste årene har Forbundet deltatt i et bredt europeisk samarbeid med andre nasjonale og internasjonale "meglerforbund": Hensikten med dette samarbeidet har vært å søke å bidra til at de felles europeiske rammebetingelsene, særlig gjennom revisjonen av ISD, blir så gode som mulig. Ved å delta i dette samarbeidet antar vi at vår påvirkningsmulighet er større enn det som kan skje i den nasjonale implementeringsfasen, da de prinsipielle spørsmål i og for seg har funnet sin løsning.

Gjennom arbeidet med ISD II har det blitt stadig klarere at selv om man i Europa synes å ha et felles overordnet mål, bl a med hensyn til investorbeskyttelse og konkurranse, så er metodene forskjellige. Et hovedpoeng for Norden og særlig UK har vært å opprettholde mulighetene for konkurranse mellom verdipapirforetak og regulerte markedsplasser, for derigjennom å skape et bedre tilbud for utstedere og investorer. I det mer sydlige Europa synes man å ha større fokus på konsentrasjon rundt eksisterende (eller nye?) markedsplasser fordi man antar at man på denne måte vil unngå at likviditeten splittes på flere handelssystemer.

Problemstillingene har særlig kommet på spissen når det dreier seg om spørsmålet om "pre- og post-trade transparency" i tilknytning til den internhandel som skjer gjennom verdipapirforetak. Fra nordisk side vises det til de systemer vi har i Norden og det forhold at internhandel, slik de nordiske markeder er organisert og, for Norges vedkommende, regulert, er den eneste mulighet for å skape konkurranse i Norge og derigjennom kunne bidra til lavere priser for meglere og investorer. Se om priser knyttet til børshandelen annet sted.

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

I tillegg til dette har, som allerede nevnt, advokat Frede Aas Rognlien i Forbundet vært 1 av 11 europeiske medlemmer i CESR's CWG for markedsmisbruksdirektivet.

På tampen av året ble advokat Frede Aas Rognlien, av CESR, oppnevnt som 1 av 23

europiske medlemmer i CWG for implementeringsarbeidet med ISD II, et arbeid som antas å skulle avsluttes innen 31. januar 2005.

5 Organisatoriske forhold

5.1 Oslo Børs

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

For at Oslo Børs skal være den foretrukne markedsplass, må Oslo Børs tilby sine medlemmer og kunder tjenester av høy kvalitet og til konkurransedyktige priser. Norges Fondsmeglerforbund og dets medlemmer har jevnlig og god kontakt med Oslo Børs hvor ulike problemstillinger tas opp. Samarbeidet fungerer vanligvis utmerket, men når det gjelder priser på børsens tjenester må vi dessverre konstantere at børsen har vært lite lydhør ovenfor sine kunder.

Oslo Børs er den eneste regulerte markedsplassen for kjøp og salg av verdipapirer i Norge og har et de facto monopol. Med dagens bestemmelser i børsloven er det i praksis nesten umulig å etablere konkurrerende børser. Konkurransetrusselen mot Oslo Børs er reelt sett liten. Imidlertid vil konkurransetrusselen øke når ISD II blir vedtatt i EU og senere implementert i norsk lov. Den nye konkurranseloven som kommer til å bli vedtatt av Stortinget i vårsesjonen, vil gi Konkurransetilsynet mulighet til å gripe inn mot utilbørlig utnyttelse av markedsmakt. Nye reguleringer kan komme til å øke presset på Oslo Børs, men det beste hadde vært dersom medlemmene og Oslo Børs kunne komme til enighet og et akseptabelt avgiftsnivå.

Norges Fondsmeglerforbund har gjennom året hatt oppe følgende vesentlige saker med Oslo Børs:

5.1.1 Produkter og lister

Oslo Børs har over tid arbeidet med en del spørsmål knyttet til organiseringen av listene over børsnoterte selskaper. Som ledd i dette arbeid sendte børsen et forslag til ny listestruktur på en begrenset høring, primært til de børsnoterte selskaper. I tillegg

til dette ble et utvalg av investorer og meglerforetak invitert til å komme med innspill til forslaget.

For Forbundet som representerer børsmedlemmene og dermed de som forestår det alt vesentlige av børs-handelen fremstår det som noe merkelig at vi ikke blir oppfattet som en viktig høringsinstans. Det kan synes som den formen som er valgt av børsen innebærer at innspill fra andre aktører enn de børsnoterte selskaper vil veie mindre enn høringsuttalelser fra de sistnevnte. Forbundet synes dette er merkelig, men er vi er vel ikke forundret over denne form for selektiv prosess.

For Forbundet er det imidlertid viktig at måten selskapene på Oslo Børs blir presentert i børs-kurslisten og hvilke kriterier som ligger bak, er vel så viktig for investorer og meglerforetak som de børsnoterte selskaper.

Børsen har i sitt forslag lagt hovedvekt på likviditet målt ut fra antall omsetninger pr dag. Til dette er bl a å bemerke at likviditet i verdipapirene er en av mange faktorer som en investor må ta stilling til ved vurderingen av om han/hun skal investere i et selskap. Det er ikke børsens oppgave å peke på en av faktorene (likviditet) som en viktigere faktor enn andre. Man gir på en måte inntrykk av at omsetnings-hastigheten på et selskaps utestående aksjebeholdning sier noe om selskapets kvalitet, hvilket normalt ikke er tilfelle

Videre kan det svekke børsens nøytralitet at det gjennom børsens segmentering fremstår slik at selskaper i de to øverste segmentene (OBX og Match) får et slags stempel fra børsen om at de er bedre enn de andre. Inndelingen inviterer til en fremstilling av selskapene i divisjoner. Forbundet avga en relativt kritisk høringsuttalelse til Oslo Børs.

5.1.2 Forretningsvilkår for Warrants og Exchange Traded Funds (ETF).

Oslo Børs foreslo for øvrig forretningsvilkår for Warrants og Exchange Traded Funds (ETF). Forbundet var positive til de foreslåtte reglene og de aktuelle produktene.

5.1.3 Tilbudsplikt

Et annet spørsmål som har opptatt børsen og enkelte aktører de seneste årene er reglene for tilbudsplikt, og da særlig grensen for når denne skal inntre. Pr i dag inntreer tilbudsplikt når en investor passerer 40 % i et selskap. Mange har tatt til orde for at denne grensen bør senkes fordi kontrollskiftet normalt inntreer ved en lavere eier-

og stemmeandel. Forbundet er enig i at det kan være riktig å endre tilbudspliktreglene, men ikke på en så omfattende måte som børsen la opp til. I tillegg mener vi at endringer av denne type regler også bør søkes harmonisert innad i NOREX. I tillegg kommer selvsagt behovet for en avklaring på europeisk nivå, jfr det nå (nesten endelig) fastsatte "Take over direktivet".

Det er vår oppfatning at man bør vurdere å senke tilbudspliktgrensen til 33,3 % kombinert med en gjentatt tilbudsplikt ved 50 % og 66,61 %. I tillegg bør man vurdere å likestille opsjoner til erverv av aksjer med aksjer slik at tilbudsplikt utløses hvis summen av aksjer og rettigheter passerer grensen, dog med unntak for aksjer/opsjoner som eies av verdipapirforetak som ledd i investeringstjenesten.

5.1.4 Oslo Børs og avgifter.

Etter privatiseringen av Oslo Børs har børsens kunder, dvs børsmedlemmer og andre kjøpere av tjenester og kursinformasjon, erfart at prisene på tjenester har steget til dels kraftig. Samtidig har meglerforetakene redusert sine priser på tjenester på den del av virksomheten som er børsrelatert, for eksempel kurtasjen på annenhåndsomsetning av aksjer. Kostnadene ved børsmedlemskap har dermed blitt en relativt sett mye høyere andel av de totale driftskostnader enn tidligere. Effekter av NOREX-samarbeidet med hensyn til kostnadsbesparelser og andre effektiviseringstiltak, har så langt ikke manifestert seg i lavere priser. Forbundet har ved en rekke anledninger tatt opp problemstillingen, men har møtt svært liten forståelse for sine synspunkter. Som nevnt foran er også våre søsterorganisasjoner i Norden opptatt av børsavgifter på sine hjemlands børser og det er innledet et samarbeid for å kartlegge avgiftsnivået på de nordiske børser sammenlignet med andre europeiske børser. Avgiftsstrukturen varierer sterkt på de forskjellige børser, og man forsøker nå å finne en metode som kan gjøre sammenligningen mer reell. Børsens priser og monopolsituasjon er nå gjenstand for en viss offentlig debatt.

5.2 Verdipapirsentralen

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

VPS er i en tilsvarende monopolsituasjon som Oslo Børs. Vi vil selvsagt følge nøye med på prisutviklingen på VPS' tjenester.

I forbindelse med privatiseringen har det for øvrig vært nødvendig med endringer i avtale- og regelverk, og det har vært nedlagt et betydelig arbeid i tilknytning til utviklingen av nye forretningsvilkår mv. Forbundet har tatt aktivt del i dette. I tillegg til dette har VPS foreslått en del endringer i sine systemer som har vært av vesentlig betydning for verdipapirforetak, og som etter Forbundets mening ikke har vært tilstrekkelig begrunnet og/eller tilstrekkelig utredet. Dette har medført omfattende diskusjoner og utredningsarbeid der Forbundet har kunnet dra god nytte av ekspertise og arbeidskraft hos ansatte i medlemsforetak.

5.3 Finansdepartementet og Kredittilsynet

5.3.1 IKT-forskriften

Utviklingen og bruken av informasjonsteknologi innen verdipapirforetakene reiser mange problemstillinger, ikke minst i tilknytning til den løpende drift og sårbarhet. Foretakene har, ut over internkontrollforskriften, ikke vært underlagt særskilt angitte regler på IKT-området. Kredittilsynet har hatt økt fokus på dette området og det har vært avholdt møter mellom Forbundets systemtekniske komité og de ansvarlige for IT-tilsynet i Kredittilsynet. Kommunikasjonen har vært fruktbar. Det har også i løpet av året blitt utført tilsyn hos en rekke medlemsforetak, og etter det Forbundet erfarer så er så vel foretakenes som Kredittilsynets erfaringer gode. Resultatene på verdipapirforetakssiden har vært bra.

Som ledd i arbeidet med IKT siden i finansbransjen foreslo Kredittilsynet i 2002 en ny og omarbeidet IKT-forskrift. Forbundet avga høringsuttalelse og forskriften ble fastsatt sommeren 2003 – dog uten at de helt store endringer ble gjort i forhold til utkastet.

Det foreligger nå en oppdatert forskrift, som også gjelder for verdipapirforetak, og den er relativt generelt utformet, noe som medfører gode muligheter for en bransje- og foretaksrelatert implementering som hensyntar de forskjellige behov hos foretakene. Det er selvsagt en fare for at en for vid forskriftstekst på enkelte punkter og områder kan gi for liten veiledning for de enkelte foretak, men dette synes å bli løst gjennom en god dialog mellom Kredittilsynet og de enkelte foretak. Som nevnt over tar også Forbundet del i denne dialog.

5.3.2 Sikkerhetsstillelse

Et forhold som ble gjenstand for omfattende arbeid i Forbundet i 2003 var forslaget om endring av forskrift om sikkerhetsstillelse for verdipapirforetak. Endringsforslaget gikk i korthet ut på å fjerne maksimumsgrensen på NOK 25 mill, hvilket i prinsippet innebærer at verdipapirforetakene må stille (ubegrensede) garantier på NOK 200.000 pr kunde. Bakgrunnen for endringsforslaget var at ESA, etter en del korrespondanse med Finansdepartementet, konkluderte med at den norske ordningen var i strid med EUs direktiv om investorkompensasjonsordninger.

Forbundet har forsøkt å bringe på det rene hvorvidt det er mulig å oppfylle kravene til sikkerhetsstillelse slik de nå er utformet. Konklusjonen har så langt vært at det ikke er mulig å få noen til å stille nærmest ubegrensede garantier. På denne bakgrunn har Forbundet utredet mulighetene for etablering av alternative ordninger, og har falt ned på at den eneste muligheten nok synes å være etablering av et sikringsfond.

Forbundet har, overfor Finansdepartementet, kommet med et konkret forslag til hvordan dette kan gjøres, og Forbundet tenker seg en aktiv rolle ved en eventuell opprettelse av et slikt fond, f eks gjennom en sekretariatsfunksjon. Initiativet til det videre arbeid ligger nå hos Kredittilsynet og Finansdepartementet som eventuelt må foreslå nye regler (lov og forskrift) knyttet til hjemmelsgrunnlag for etablering og eventuell pliktig deltagelse.

6 FinansNett Norge

I dag eksisterer det et felles nettverk – VP-nett - hvis funksjon i hovedsak er transport av handels- og oppgjørstransaksjoner mellom Oslo Børs, VPS og meglere og fondsforvaltere. Dette nettet har i en del år fungert godt i forhold til denne oppgaven. For å løse det enkelte meglerforetaks behov for datakommunikasjon med omverdenen har det etter hvert, i tillegg til VP-nett, blitt bygget opp et antall spesialiserte nett. Dette gir hvert meglerforetak kommunikasjon med et ulikt antall tjenesteleverandører. Denne situasjonen er oppstått gradvis, men er i dag både kostbar og arbeidskrevende i drift.

Forbundet og VPS har analysert følgende alternativer til dagens VP-nett:

1. Erstatte (gradvis) dagens VP-nett med et nytt høyhastighetsnett som kan tjener flere funksjoner.
2. Modernisere dagens VP-nett
3. Fortsette med dagens løsning

Alternativ 1 er FinansNettNorge (FNN). Søndering av mulige løsninger for denne type

nettverk har pågått siden årsskiftet 2002/2003. De forskjellige alternativer har vært beskrevet for og drøftet i NFMF's systemtekniske komité i samarbeid med representanter fra VPS. I tillegg har styret i NFMF og ledelsen i VPS gått inn for utredning av mulig etablering av FNN. Forutsetningen har vært å søke etablert et nettverk med vesentlig høyere kapasitet til samme eller lavere pris enn dagens priser for tilknytning til og bruk av VP-nett.

I tillegg til initiativtagerne ble Oslo Børs invitert til deltagelse, men Oslo Børs trakk seg, av ulike grunner, etter hvert ut av prosessen.

Gjennom hele 2003 har NFMF og VPS arbeidet frem en modell for etablering og drift av FNN slik at de to organisasjonene i fellesskap med enkelte medlemmer av NFMF stifter selskapet FinansNettNorge AS.

Dette selskapets formål skal være å sikre en brukerstyrt kontroll med kommunikasjonsnettverket knyttet til handel og oppgjør av finansielle instrumenter, samt tilknytning av tjenester som norske verdipapirforetak og andre tilknyttede brukere ønsker. Dette skal gjøres gjennom etablering og drift av et særskilt nettverk der FNN skal eie eller leie de sentrale komponenter for tilknytning til nettverk, samt inngå nødvendige avtaler om drift, vedlikehold og overvåking av nettverket.

Videre er formålet å sikre et nettverk med tilstrekkelig kapasitet til å ivareta behovene for "backup og katastrofeløsninger" for eierne og andre verdipapirforetak, herunder løsninger for "business continuity".

Nettverket skal også bidra til å sikre enkel og rimelig tilkobling av eksterne tjenester, så som f eks nasjonale og internasjonale oppgjørs- og handelssystemer, samt nasjonale og internasjonale informasjonsdistributører, samt andre tjenesteleverandører.

FNN skal ikke bygge opp en egen driftsorganisasjon, men baseres på at man kjøper tjenester fra anerkjente leverandører av nettverkstjenester.

FNN-nettet skal være åpent – på like vilkår - for alle foretak som er:

- ❖ medlemmer av NFMF,
- ❖ tilknyttet VPS
- ❖ medlemmer på Oslo Børs
- ❖ tilknyttet NOS.

I tillegg kommer andre foretak som har behov for kommunikasjon med de nevnte aktører. Tilgangen til nettverket skal være åpen og ikke-diskriminerende.

7 Autorisasjonsordningen og annen kursvirksomhet

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

Med bakgrunn også i en del uheldige episoder i enkelte norske fondsmeglerforetak og den antatte overgang til foretaksbaserte konsesjoner, anså Forbundet det viktig å etablere et system for obligatorisk kompetanseheving for ansatte, kombinert med en mulighet for å kunne reagere overfor enkeltansatte som ikke holdt seg innenfor gjeldende lover og regler, herunder Forbundets eget regelverk (normer og anbefalinger). Man ønsket med andre ord å sikre at de ansatte har relevante profesjonelle kvalifikasjoner og for øvrig oppfyller de krav til utdanning som måtte bli oppstilt av andre sentrale aktører, f eks Kredittilsynet, Oslo Børs, VPS og andre.

For å få dette til vedtok Forbundets generalforsamling i 1995 regler for en autorisasjon av ansatte i medlemsforetakene. I disse regler er det bl a angitt hvilke funksjoner som skal ivaretas av autoriserte medarbeidere, og nærmere regler om hvordan autorisasjon oppnås og tapes.

Formålet med ordningen er uttrykt som følger:

”Norges Fondsmeglerforbunds autorisasjonsordning har som formål å bidra til å opprettholde allmennhetens tillit til verdipapirmarkedet gjennom bl a å sikre en sunn utvikling i medlemsforetakene og andre foretak som er tilsluttet ordningen. Autorisasjonsordningen skal bidra til å sikre at de ansatte har tilstrekkelig yrkeserfaring og kunnskaper, herunder betryggende kjennskap til det regelverket som gjelder for foretakenes virksomhet, handel med og oppgjør av finansielle instrumenter og handelstekniske forhold.”

Det er Forbundets medlemmer som selv har det primære ansvar for at de ansatte, for å ivareta sin funksjon, innehar relevante profesjonelle kvalifikasjoner og oppfyller de

krav til utdannelse som stilles av norske, utenlandske eller internasjonale myndigheter og organisasjoner. For å sikre at de aktuelle personene innehar et visst minimum av kunnskaper om de rettslige rammer som gjelder for foretakenes (og kundenes) virksomhet har Forbundet organisert et omfattende undervisnings- og eksamensprogram for ansatte i medlemsforetak.

Siden faktisk oppstart høsten 1996 er det totalt autorisert ca 2.600 personer. Det har vært avholdt ca 95 kurs og 51 eksamener. I tillegg til dette har Forbundets ansatte avholdt tilsvarende undervisning for ansatte i en rekke samarbeidende banker innen for Terra-gruppen og i relasjon til Sparebank 1-gruppen og Gjensidige NOR. Tilsvarende også i relasjon til Finansanalytikerforeningens renteanalytikerkurs og AFA-studiet, noe som medfører at avlagt og bestått eksamen ved disse to studier, kvalifiserer til autorisasjon. Som et ytterligere supplement til dette har vi aktiv deltagelse i Fondsmeglerstudiet (master) som forestås av BI i samarbeid med Forbundet, og på BI's diplomøkonomstudium "Forretningsjus".

Autorisasjonssystemet er utviklet slik at det er knyttet til den enkeltes ansettelsesforhold og således bortfaller en autorisasjon ved opphør av et ansettelsesforhold. Ved nyansettelse i et annet medlemsforetak – innen 18 måneder – kan det aktuelle foretak anmode om nytstedelse på vegne av den nyansatte. Har man vært borte fra medlemsforetakene i lengre tid må man normalt påregne å avlegge ny eksamen.

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

Det er åpnet for at andre foretak enn Forbundets medlemmer skal kunne slutte seg til autorisasjonsordningen. Slik tilslutning skal da skje på vilkår nærmere fastsatt av styret i Forbundet. Ingen andre foretak har ennå sluttet seg til ordningen.

I tillegg til ovennevnte kursvirksomhet har Forbundet avholdt en "Compliance-dag" den 30. april 2003 med foredragsholdere fra medlemmer og offentlige myndigheter mv. Bakgrunnen for dette var at utviklingen innenfor norsk og internasjonal regulering

av verdipapirforetakenes virksomhet har de siste årene medført et økende fokus på "compliance-funksjonen". I tillegg kommer økt fokus fra offentligheten på hvordan foretakene er organisert og hvordan de søker å unngå eller redusere de interessekonflikter som ligger innebygget i foretakenes virksomhetsmodell. Seminaret fokuserte på enkelte sentrale spørsmål knyttet til compliancefunksjonen, herunder organisering og utøvelse av compliancefunksjonen i praksis, "hvitvasking" og innsidehandel. I tillegg ble gitt en kort gjennomgang av relevante rettsavgjørelser og avgjørelser fra Etisk Råd. Målgruppen var de personer som har ansvar for compliancefunksjonen i de enkelte foretak. Seminaret ble svært positivt mottatt med deltagelse fra ca 70 personer.

Den 29. oktober 2003 ble det, i samarbeid med Advokatfirma Schjødt, avholdt en temadag med tittelen "Corporateoppdrag steg for steg - juridiske utfordringer for rådgiver og tilrettelegger". Målgruppen var denne gang personer som har ansvar for corporatevirksomheten i medlemsbedriftene, samt personer som utøver kontrollfunksjoner i de enkelte foretak. Også i for dette seminaret var det stor pågang og, basert på erfaringene fra "Compliance-dagen" satte vi et maksimum på 50 deltagere.

Bakgrunnen for seminaret var at det nå var et økende fokus på verdipapirforetakenes roller i forbindelse med tilrettelegging av emisjoner, børsintroduksjoner og tilsvarende corporateoppdrag. Forbundet har utarbeidet anbefalinger om forholdet mellom denne virksomheten og foretakenes analysevirksomhet. Media og tilsynsorganer har fokusert på tilretteleggers arbeid og mulige ansvar i forbindelse med enkelte emisjoner, og vi har også sett enkelte rettssaker som knyttes opp mot verdipapirforetakenes virksomhet.

Vi ønsket derfor å arrangere et seminar med fokus på sentrale juridiske problemstillinger i tilknytning til slike corporate- og rådgivningsoppdrag. Hensikten var å identifisere de områder som reiser særlige juridiske problemstillinger for verdipapirforetakene, samt peke på - og forsøke å gi svar på - enkelte praktiske løsninger. Det ble derfor fokusert på mandatavtalen (ansvarsklausuler, eksklusivitet, tredjemanns rett, due diligence og merverdiavgift). Det ble også gitt tid til en kort gjennomgang av relevante rettsavgjørelser og avgjørelser fra myndighetene. I tillegg til dette ble behandlet enkelte særlige problemstillinger knyttet til innsidelister, likebehandling av aksjonærer og såkalte "reparasjonsøvelser", samt forholdet mellom corporateoppdrag og analyser og enkelte problemstillinger knyttet til "book building".

Seminaret ble arrangert i et samarbeid mellom Advokatfirmaet Schjødt og Forbundet,

der førstnevnte sto for store deler av foredragene. Tilbakemeldingene fra begge seminarer har vært så vidt gode at det tas sikte på å videreføre denne type arrangementer.

8 Etisk Råd

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

Samlet har det kommet inn 147 saker. Av disse er 8 saker tatt opp av eget tiltak. De sistnevnte saker har for det vesentlige hatt tilknytning til emisjoner og tildelinger og flere av disse sakene omfattet flere emisjoner og meglerforetak. En sak ble reist av Oslo Børs i 1994 i tilknytning til spørsmål bl a om hvordan man skulle håndtere feilregistreringer og spørsmål om sletting av omsetninger. 24 klager har under saksbehandlingen blitt trukket etter at det er oppnådd et eller annet forlik.

Enkelte saker blir av forskjellige grunner avvist. De mest sentrale avvisningsgrunnene er at klagen enten er fremsatt for sent, dvs mer enn 1 år etter at klageren ble klar over det antatt kritikkverdige forhold, eller at faktum er så vidt uklart at den skriftlige saksbehandling Rådet benytter ikke er egnet. En annen avvisningsgrunn er at klagen omhandler forhold som ligger utenfor Rådets kompetanse.

Når det gjelder klagesakene fra kunder gjelder de for det alt vesentlige håndtering av ordre, manglende eller uriktig utførelse. I svært liten grad har Rådet behandlet rådgivning, noe som kanskje kan synes merkelig tatt i betraktning de, til dels, kraftige svingninger som har vært i markedet. En mulig årsak til dette er at kunder, hva enten de er profesjonelle eller ikke-profesjonelle har en grunnleggende forståelse av at investeringer i enkeltaksjer er risikofylt. En annen mulig årsak kan være at verdipapirforetakene normalt ikke markedsfører investeringer i enkelaksjer, slik at den rådgivning som ydes kommer til i en løpende dialog mellom kunde og megler. Atter en annen mulighet er selvfølgelig at klagemuligheten ikke er godt nok kjent.

Når det gjelder dette siste bemerkes at Etisk Råd og dets virksomhet har vært omtalt mye de siste 7 årene og det er også henvist til klagemuligheten i foretakenes forretningsvilkår.

I 2003 kom det inn 9 nye saker. Rådet sluttbehandlet 5 saker (inklusive saker fra

2002). 1 sak fra 2002 er fortsatt til behandling, noe som har forskjellige årsaker. Saken omfatter et relativt betydelig antall telefonsamtaler, noe som har krevet mye ressurser under saksforberedelsen. I tillegg mistet Forbundet sommeren 2003 sin praktikant som hadde vært fast utreder av sakene. Det er 6 saker fra 2003 fortsatt under behandling.

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

9 FINFO

Aksjemarkedet deles gjerne inn i to – det børsnoterte og det unoterte – der skillet er knyttet til hvorvidt de enkelte aksjer er børsnotert eller ikke. Det unoterte aksjemarkedet betegnes i dagligtalen også ofte som «gråmarkedet». I tillegg til dette benyttes ofte betegnelsen «OTC»¹ i tilknytning til begreper som «instrumenter» eller «markeder» og da som betegnelse på unoterte instrumenter (aksjer) eller markeder (markeds plasser) som ikke er regulerte (børser og autoriserte markeds plasser). OTC-betegnelsen benyttes også ofte for unoterte derivatkontrakter med børsnoterte aksjer som underliggende instrument.

Foruten ovenstående skilles det ofte mellom det regulerte og det uregulerte. Dette skillet refererer seg til selve markedet (markeds plassen) og ikke til det enkelte instrument i seg selv.

«Gråmarkedet», som er populærbetegnelsen for det unoterte markedet, har tradisjonelt hatt ord på seg for å være den del av aksjemarkedet (utstedelse og kjøp og salg) der regulering i liten grad forekommer. Gjennomlysningen, dvs synliggjøring av kjøps- og salgskurser og omsetninger, og informasjon om selskapene har historisk vært dårlig, noe som igjen antas å ha gitt grunnlag for innsiddehandel og manipulasjon og annen mer eller mindre lyssky virksomhet.

På bakgrunn av erfaringer fra markedet for unoterte aksjer i 1997 besluttet Forbundet å få utviklet et handelsstøtte- og informasjonssystem knyttet til medlemmenes handel i unoterte aksjer slik at man lettere kunne handle på mer markedsriktige kurser og også vise markedet i sin alminnelighet et riktigere og bedre fundamentert kursbilde. Denne del av «gråmarkedet» har Forbundet kalt for «OTC-markedet».

Den 16. august 1999 ble det nye informasjonssystemet for handel med unoterte aksjer satt idrift. Basert på de tilbakemeldinger Forbundet har mottatt er det grunn til å

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

I OTC-systemet ble det fra starten 16. august 1999 registrert ca 60 unoterte aksjer, men antallet økte raskt ut over i 1999 og 2000 og var på det høyeste ca 160 selskaper, mens det nå er 117 selskaper registrert i systemet, herav 46 selskaper på den såkalte "A-listen".

Omsetningen har vært svært varierende. I perioden august – desember 1999 ble det registrert 8.462 kjøpstransaksjoner med et samlet handelsbeløp på drøye 4,2 mrd. I år 2000 var tilsvarende tall 54.302 kjøpstransaksjoner og en omsetning på 15,8 mrd. Omsetningen sank dramatisk i 2001 – 18.438 kjøpstransaksjoner for samlet 2,6 mrd. I 2002 ble det registrert 8.140 kjøpstransaksjoner for til sammen 1, 5 mrd. Fallet fortsatte inn i 2003 med 3.655 kjøpstransaksjoner for til sammen 569 millioner kroner, men man kunne nok se en viss oppgang mot slutten av året.

Markedet for unoterte aksjer (gråmarkedet eller OTC-markedet) er ofte betegnet som et uregulert marked, noe som nok – i beste fall – er en upresis karakteristikk. Selv om det er betegnet som et marked for finansielle instrumenter er det ikke noe regulert marked hovedsakelig fordi det ikke er lagt til rette for direkte slutninger/matching av ordre mot hverandre. Systemet er et informasjonssystem hvor meglerne kan finne aktuelle motparter, mens handelen sluttes på tradisjonell måte pr telefon.

Bakgrunnen for betegnelsen, uregulert, er å finne i motsetningen til regulerte markeder som er betegnelsen på de markedsplasser som, dels er undergitt særlig regulering, og dels selv gir regler for opptak av aksjer til notering og handel i tilknytning til disse. Det er også grunn til å fremheve at betegnelsene regulert/uregulert ofte knytter seg til selve markedet eller markedsplassen, og ikke til det enkelte instrument i seg selv. I forhold til OTC-markedet må man kunne fastslå at utstedelse av unoterte aksjer og kjøp og salg av unoterte aksjer er regulert, men at de aksjer som handles på et regulert marked, f eks en børs, ikke overraskende er undergitt mer omfattende og detaljerte regler, særlig i relasjon til utstedelse (emisjoner mv) og ikke minst informasjon.

Felles for alle de selskaper som ikke er børsnotert er for det første at de ovennevnte informasjonsplikter kun er knyttet opp mot enkelte begivenheter i året, f eks generalforsamling og registrering av regnskap. Dette åpner for at det gjennom store deler av året kan foreligge kursrelevant informasjon som ikke er tilgjengelig for aksjeeierne og markedet i sin alminnelighet. Lange perioder med ingen eller begrenset informasjon åpner muligheter for handel med bakgrunn i ikke offentliggjort kursrelevant informasjon («innsiddehandel») og markedsmanipulasjon, herunder en ikke ubetydelig rykteflora. For å redusere mulighetene for slikt markedsmissbruk har FINFO gjort et forsøk på å endre denne situasjon gjennom å tilby de OTC-registrerte selskapene å bruke et meldingssystem for distribusjon av selskapsinformasjon til markedet. En forutsetning for å benytte dette systemet er at det enkelte selskap inngår en avtale med FINFO hvorefter de forplikter seg til å informere om nærmere angitte forhold. Det er nå 46 selskaper som er tilsluttet dette systemet. Den aktuelle avtalen – og det øvrige avtale- og regelverk i tilknytning til OTC-systemet er lagt ut på Forbundets hjemmeside – www.nfmf.no. Selskapsinformasjonen er tilgjengelig i realtid, dvs i det øyeblikk den er publisert, i meglernes handelsstøttesystem (OTC-systemet). I tillegg legges alle meldinger ut fortløpende på Forbundets hjemmeside (p t hvert 15. minutt).

Kurs- og selskapsinformasjon sendes ut til abonnenter (informasjonsdistributører) hvert 2. minutt i systemets åpningstid. For nærmere informasjon, se artikkelen ” Reguleres det uregulerte?

Enkelte problemstillinger i tilknytning til OTC-markedet for aksjer” av advokat Frede Aas Rognlien i Tidsskrift for Forretningsjuss nr 3/2002.

10 Komiteer

Forbundets komiteer behandler faglige spørsmål vedrørende de forskjellige markedene samt back-office funksjonen. Komiteene, med unntak av Etisk Råd, skal som hovedregel bestå av 5 medlemmer med to varamedlemmer og oppnevnes for en periode av to år. Medlemskapet i komiteene skal være personlig i den forstand at medlemmet ikke går ut av komiteen ved skifte av arbeidsgiver innen fondsmeglerbransjen. Forbundet oppnevnte etter forslag fra medlemmene følgende medlemmer i Forbundets komiteer. For perioden 2002 til 2004 har komiteene følgende sammensetning:

Etisk Råd

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

varamedlemmer

Aubert, Arild	
Ole Kristiansen	Nordea Securities
Erik Bjørland	Fondsfinans ASA
Christer Berger	

Torbjørn Sætre har fratrudd etter at han tiltrådte stilling i Kredittilsynet

Arild Aubert har sluttet i Gjensidige NOR Markets

Aksjemarkedskomiteen

Sveinung Hartvedt	DnB Markets
Fredrik Cappelen	Enskilda Securities ASA
Geir Stenseth	First Securities ASA
Melvin Teigen	Carnegie ASA
Hans Petter Michelsen	ABG Sundal Collier Norge ASA
Roar Torrissen	DnB Markets
Karl Oskar Strøm	Terra Fonds ASA

Jarle Normann Hansen fratrudd på grunn av endret arbeidsområde 22. august 2003

Mark Wingate har sluttet i Nordea Securities NUF

Rente- og valutakomiteen

Gunnes, Olav Hofstad
Mette Petersen
Thomas Eitzen
Stein Are Jensen
John Arne Wang
Atle Sigmundstad

Gjensidige NOR Markets
DnB Markets
Nordea Markets
Terra Fonds ASA
SEB
Pareto Securities ASA

Aksjederivatmarkedskomiteen

Alexander Hagen

Arne Lien
Roar Aas
Bjørn Sellæg
Eirik T Hauge
Janicke Førde

ABG Sundal Collier Norge
ASA
Fondsfinans ASA
DnB Markets
Enskilda Securities ASA
Handelsbanken
Nordea Securities NUF

Ørjan Stokkeland har sluttet i forbindelse med avviklingen av Danske Securities ASA i 2002

Systemteknisk komité

Knut Erik Robertsen
Per Tharaldsen

Gunnar Guldal
Ingar Solemdal
Olav Skjervheim
Steingrim Saug
Steinar Grande

Enskilda Securities ASA
ABG Sundal Collier Norge
ASA
DnB Markets
Nordea Securities NUF
First Securities ASA
Terra Fonds ASA
Carnegie ASA

Oppgjørskomiteen (VPS)

Janne Nordeide
Janicke B. Skaret
Randi Amb Dyrdal
Per Jørn Elefsen
Cecilie Midtsjø
Harald Tesaker
Line Ødegård

DnB Markets
Enskilda Securities ASA
Handelsbanken
Nordea Securities NUF
First Securities ASA
First Securities ASA
SEB

Compliancekomiteen

Liv Lindstad
Morten Brundtland
Vibeke Wang
Randi E. Nordstrøm
Randi Tenold
Sten Inge Lippert
Hans W. Kirkevold

Nordea Securities AB
Alfred Berg Norge ASA
DnB Markets
Enskilda Securities ASA
Handelsbanken
First Securities ASA
Nordea Markets

Verdipapirjuridisk forum

Cecilie Kvalheim
Jan Bjørnsen
Jørgen P. Ulvness
Ragnar Sjoner

Den norske Bank ASA
Nordea Securities NUF
First Securities ASA
Norsk Tillitsmann

Valgkomite

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

11. FORBUNDETS REGNSKAP

Resultatregnskap for perioden 1. januar 2003 til 31. desember 2003

	Note	2 003	2 002
Medlemskontingent		2 925 000	4 175 000
Verdiansettelse		350 930	311 073
Inntekter autorisasjonsordningen		307 155	603 100
Annen inntekt		70 000	130 107
Kursinntekter		117 381	0
Sum inntekter		3 770 466	5 219 280
Lønn og sosiale kostnader	3	2 914 993	2 977 081
Honorarer	3	284 208	406 722
Pensjonsforsikring		206 842	239 568
Kontorhold		461 757	314 322
Lokalleie		314 526	301 777
Gaver/Bidrag		42 162	22 369
Møter/Kurs/Reiser		405 752	446 847
Kostnader autorisasjonsordningen		235 525	424 919
Avskrivninger	6	248 421	193 780
Andre utgifter		115 644	95 446
Sum utgifter		5 229 830	5 422 831
Driftsresultat		-1 459 364	-203 551
Finansinntekter		342 650	512 378
Finanskostnader		-11 046	-13 123
Andre finansinntekter	2	500 000	300 000
Ordinært resultat		-627 760	595 704
Årsresultat		-627 760	595 704
Anvendelse av årsresultat			
Overført fra/til annen egenkapital	5	-627 760	595 704
Sum anvendelse		-627 760	595 704

Balanse

	Note	31.12.2003	31.12.2002
Eiendeler			
Anleggsmidler			
Varige driftsmidler			
Biler	6	677 475	623 300
Inventar		119 571	0
Kontormaskiner	6	162 549	44 970
Sum varige driftsmidler		959 595	668 270
Finansielle anleggsmidler			
Investeringer i datterselskapert	2	300 000	300 000
Verdipapirer		200 000	200 000
Sum finansielle anleggsmidler		500 000	500 000
Sum anleggsmidler		1 459 595	1 168 270
Omløpsmidler			
Fordringer			
Tilgodehavende		7 888	4 330
Tilgodehavende datterselskap	2	500 000	300 000
Forskuddsbetalte kostnader		150 639	75 545
Andre fordringer		25 000	25 000
Sum fordringer		683 527	404 875
Bank	4	6 509 661	7 646 371
Kasse		852	492
Sum omløpsmidler		7 194 040	8 051 738
Sum eiendeler		8 653 635	9 220 008

Balanse (forts)

	Note	31.12.2003	31.12.2002
Egenkapital og gjeld			
Egenkapital			
Opptjent egenkapital			
Annen egenkapital	5	7 760 533	8 388 293
Sum opptjent egenkapital		7 760 533	8 388 293
Sum egenkapital		7 760 533	8 388 293
Gjeld			
Kortsiktig gjeld			
Leverandørgjeld		207 231	48 712
Skyldig skattetrekk		163 878	178 029
Skyldig arbeidsgiveravgift		211 904	196 281
Påløpne feriepenger		265 089	338 026
Avsatt honorar		20 000	20 000
Depositum		0	0
Annen kortsiktig gjeld		0	50 667
Sum kortsiktig gjeld		868 102	831 715
Sum gjeld		868 102	831 715
Sum egenkapital og gjeld		8 628 635	9 220 008

Oslo 17. februar 2004

Sigmund Ellingbø

Per Ove Breivold

Blanca Løvic

Erik Bjørland

Anders Onarheim

Petter Bakken

Odd-Arne Pedersen

Per Broch Mathisen

Adm. Dir.

Noter

Note 1 Regnskapsprinsipper

Årsregnskapet er satt opp i samsvar med regnskapsloven og god regnskapsskikk for små foretak. Følgende regnskapsprinsipper er anvendt. Leieavtaler er ikke balanseført, og kostmetoden er benyttet for investeringer i datterselskap.

Note 2 Konserntilhørighet

Norges Fondameglerforbund har eierandeler i:	Anskaffelses- tidspunkt	Forretnings- kontor	Eierandel stemmerett	Selskapets egenkap.	Selskapets resultat
Fondsmeglernes Informasjons- tjeneste A/S	11.01.99	Oslo	100%	1.310.270	529.004

Det er ikke utarbeidet konsernregnskap. Tilgodehavende fra datterselskap beløper seg til kr. 500.000, som representerer utbytte vedtatt utdelt for 2003.

Note 3 Ansatte, godtgjørelse mm.

	2 003	2 002
Lønninger	2 778 450	2 940 641
Folketrygdavgift	558 574	604 316
Andre lønnskostnader	69 712	77 471
	3 406 736	3 622 428
Herav datterselskap	-383 376	-383 376
Herav autorisasjonsordningen	-108 367	-261 974
	2 914 993	2 977 078

Godtgjørelser

	Daglig leder	Styret
Lønn	1 283 494	0
Lønn i datterselskap	112 000	0
Kollektiv pensjonspremie	87 914	0
Annen godtgjørelse	119 626	0

Det er ydet lån til daglig leder med kr. 200.000. Lånet skal innfris ved daglig leders fratreden.

Lånet er stillet uten sikkerhet, er avdragsfritt og rentebelastes med rentesats 4%.

Pensjonsforpliktelse for ansatte er dekket ved en kollektiv pensjonsforsikring som omfatter 3 ansatte.

Forpliktelsen er ikke balanseført, og den årlige pensjonspremien anses som årets pensjonskostnad.

Forbundet har et premiefond. Årets bevegelse på premiefondet fremkommer slik:

	2 003	2 002
Pensjonspremierfond 01.01.	399 397	322 216
Tilført fondet	0	44 696
Tilført avkastning	22 565	32 485
	<u>421 962</u>	<u>399 397</u>

Revisor

Kostnadsført revisjonshonorar for 2003 utgjør kr.24.000, i tillegg kommer annen bistand kr. 25.600.

Note 4 Bundne midler

I posten inngår bundne bankinnskudd med kr. 202.672.

Note 5 Egenkapitalen

Annen egenkapital 01.01	<u>8 388 293</u>
Resultat 2003	<u>-627 760</u>
Annen egenkapital 31.12.	<u>7 760 533</u>

Note 6 Varige driftsmidler og immaterielle

eiendeler

	Biler	Maskiner Inventar	Kontormask. EDB	31.12.2003 Sum	31.12.2001 Sum
Kostpris	886 500	0	72 289	958 789	969 787
Tilgang kjøpte driftsmidler	358 095	124 227	172 424	654 746	586 500
Avgang	-300 000	0		-300 000	-508 415
Anskaffelseskost 31.12	944 595	124 227	244 713	1 313 535	1 047 872
Avskrivninger, nedskrivninger og rev. Ned.					
01.01	263 200	0	27 319	290 519	499 344
Tilbakeført akkumulerte avskrivninger på solgte driftsmidler	- 185 000			-185 000	-313 522
Akkumulerte avskrivninger 31.12	267 120	4 656	82 164	353 940	379 602
Balanseført verdi pr. 31.12	677 475	119 571	162 549	959 595	668 270
Årets avskrivninger	188 920	4 656	54 845	248 421	496 842
Økonomisk levetid	Inntil 5 år	Inntil 7 år	Inntil 4 år		
Avskrivningsplan	Lineær	Lineær	Lineære		

Note 7 Leiekontrakter

Leie av forretningslokale representerer en årlig leie på ca. kr. 350.000 Leiekontrakten utløper høsten 2003.

Styrets beretning

Norges Fondsmeglerforbund er en landsomfattende næringsorganisasjon for fondsmeglerforetak og andre verdipapirforetak som har tillatelse til å yte investeringstjenester i Norge. Forbundet representerer medlemsforetakene og ivaretar deres økonomiske og faglige interesser i forhold til myndighetene og andre institusjoner. Videre består virksomheten i å yte opplysnings- og servicevirksomhet overfor medlemsforetakene, herunder forestås og føres tilsyn med faglig opplæring av ansatte hos medlemsforetakene. Forbundet bistår medlemmene med rådgivning og annen bistand i deres virksomhet. Forbundet har etablert et eget aksjeselskap – Fondsmeglernes Informasjonstjeneste AS – som bl a forestår drift og utvikling av et handelsstøttesystem for handel med unoterte aksjer. Forbundets forretningskontor er i Oslo.

Forutsetningen om fortsatt drift er til stede, og årsregnskapet for 2003 er satt opp under denne forutsetningen.

Når det gjelder arbeidsmiljøet bemerkes at det ikke har vært nevneverdig sykefravær og det for øvrig er styrets oppfatning at arbeidsmiljøet er godt og at den generelle trivsel på arbeidsplassen er god.

Forbundets virksomhet forurensrer ikke det ytre miljø.

Norges Fondsmeglerforbund har tre ansatte, hvorav en er kvinne. Av styrets 7 faste medlemmer og 2 varamedlemmer er 1 kvinne. Styret er bevisst de samfunnsmessige forventninger om tiltak for å fremme likestilling, men har for øyeblikket ikke iverksatt konkrete tiltak for å fremme dette arbeidet. Styrets målsetting er naturligvis å innfri samfunnets forventninger på sikt.

Oslo 17. februar 2004

Sigmund Ellingbø

Per Ove Breivold

Blanca Løvic

Erik Bjørland

Anders Onarheim

Petter Bakken

Odd-Arne Pedersen

Per Broch Mathisen

Adm. Dir.

VEDLEGG til Norges Fondsmeglerforbunds årsberetning for 2003

”ANALYSEVIRKSOMHET I MEGLERFORETAK”

Analysevirksomhet i verdipapirforetak har vært under kritisk søkelys de siste årene etter er rekke avsløringer av uheldig rolleblanding i de store meglerforetakene USA. I denne artikkelen gir Forbundets adm dir Av Per Broch Mathisen en fremstilling av bestemmelser i Norge som tar sikte på å forhindre slik uheldig sammenblanding av roller.

Innledning - aksjemarkedets fall og tillitssvikt.

Våren 2000 begynte aksjekursene på de store internasjonale børsene å falle og fallet ble etter hvert globalt. Fallet forsterket seg og fortsatte gjennom 2001 og 2002. Ufattelige verdier har gått tapt for investorer de tre siste årene. Spør man investorer i aksjemarkedet om å gi et forenklet bilde av aksjemarkedet for hvert av tre siste årene som kan forklare kursfallet, vil nok svært mange nevne år 2000 som det året da IT-boblen sprakk fordi investorene mistet troen på vekstforutsetningene til disse selskapene, år 2001 som det året da terror og terrorfrykt samt Enron-konkursen rammet aksjemarkedet og 2002 som det året da opprulling av en rekke regnskaps og finansskandaler i USA rystet aksjemarkedet. Det langvarige og sterke kursfallet har nok en langt mer sammensatt forklaring i blant annet negativ konjunkturutvikling i USA. Det er likevel åpenbart at svekket tillit til aksjemarkedets aktører er en forklaring som må tas på alvor.

Tillitssvikten har sitt utspring i flere forhold knyttet til utstedere av aksjer (børsnoterte selskaper) og til medhjelpere ved aksjeutstedelse (meglerforetak). En rekke børsnoterte selskaper i USA ga ved hjelp av oppblåste regnskapstall et fullstendig misvisende bilde av selskapets finansielle situasjon. Selskaper kunne på papiret se ut som formidable suksesshistorier. I virkeligheten var selskapene konkurs eller nær konkurs. En del selskaper har fått svære bøter og ledere i en rekke selskaper er satt under tiltale. Etterforskning pågår ennå i mange selskaper og nye avsløringer kan komme. Flere av de største meglerforetakene i USA måtte på sin side erkjenne at de ikke hadde klart å skille mellom sine ulike roller. Positive analyser (kjøpsanbefalinger) av selskaper ble produsert etter avtale med selskapet fordi meglerforetaket ønsket å delta som tilrettelegger i kommende børsintroduksjoner og aksjeemisjoner. Analytikere ble belønnet ut fra hvilke oppdrag analytikeren klarte å tilføre corporateavdelingen i meglerforetaket ved hjelp av sine kjøpsanbefalinger. Flere meglerforetak måtte dessuten erkjenne at de hadde ”smurt” potensielle corporatekunder ved å gi uforholdsmessig god tildeling i attraktive emisjoner. Sanksjonene rettet mot meglerforetak har dels dreid seg om svære bøter og dels pålegg om å finansiere såkalte uavhengige analyseforetak.

Skandalene i USA ledet naturlig nok til diskusjoner om reguleringen av aktørene i aksjemarkedet er betryggende nok. De amerikanske myndigheter og selvregulerende organer var raske på labben og har gitt nye omfattende og detaljerte regelverk innen flere områder; blant annet revisjon, regnskapsrapportering, selskapsstyring og rollefordeling i meglerforetak. Det samlede regelverk har en detaljrikdom som er fremmed for hva vi er vant med. Den nye reguleringen har ulike målgrupper og pliktsubjekter, men har et felles formål: Gjenreise investorenes tillit til det amerikanske aksjemarkedet.

Det amerikanske aksjemarkedet befinner seg geografisk sett langt fra det norske, men er likevel så nært. Investorene på vår hjemlige børs er prisgitt utviklingen på børsene i USA. Aktørene i Norge – og i alle andre land – følger intenst med på hva som skjer på børsene i USA. Det er nærmest naturgitt at kursnedgang eller kursoppgang på børsene i USA, fører til tilsvarende kursbevegelser i Norge og i verden for øvrig.

En alvorlig følge av tillitssvikten er at det er blitt svært vanskelig for selskaper å hente risikokapital i aksjemarkedet for å finansiere nye prosjekter. Dette svekker næringslivets utviklingsmuligheter, reduserer mulighetene for etablering av nye arbeidsplasser og svekker verdiskapningen i økonomien. Næringslivet er avhengig av at aksjemarkedene fungerer effektivt og at aktørene har høy integritet.

En øket tillit til blant investorene til selskaper om meglerforetak i det amerikanske aksjemarkedet vil få stor betydning for utviklingen på verdens aksjemarkeder og selvsagt vårt hjemlige aksjemarkedet. At endringer i økonomiske og politiske forhold fører til store eller små bevegelser på aksjemarkedene er noe aktørene lever med og kan forutse med relativt stor grad av sikkerhet. Men aktørene må kunne stole på at selskaper gir korrekt informasjon og investorene på kunne stole på at de blir "fair" behandlet av meglerforetak.

Selv om tillitssvikten har sitt utspring i amerikanske forhold, er det åpenbart at det er frykt blant investorene at lignende forhold har skjedd eller kan skje i andre land, i hvert fall i mindre skala. Derfor har myndigheter og bransjeorganisasjoner i mange land gått gjennom regelverk og normer på en rekke områder av betydning for aksjemarkedets aktører.

Meglerforetakenes virksomhet og ulike roller

I det følgende vil jeg beskrive hvorledes vi i Norge har regulert en del av de forhold som ledet til sanksjoner mot amerikanske meglerforetak. De dreier seg om de regler og normer som er ment å regulere meglerforetaks håndtering av ulike roller i aksjemarkedet, mao hvorledes interessekonflikter bør håndteres. Bestemmelsene er omtalt i pkt 3 og pkt 4 nedenfor. Fremstillingen er ikke ment å være uttømmende, men gi en oversikt over hovedbestemmelser og hensynet bak dem. Først en kortfattet beskrivelse av meglerforetakenes virksomhet og hva som kan lede til interessekonflikter.

De ulike avdelinger og deres rolle

Corporateavdelingen mottar oppdrag fra utstedere av aksjer og avdelingen skal søke å utføre oppdraget til beste for sin oppdragsgiver (selskapet). Corporateavdelingens virksomhet består i hovedsak av:

- Rådgivning i forbindelse med tilrettelegging og gjennomføring av børsintroduksjoner
- Rådgivning i forbindelse med tilrettelegging og gjennomføring av aksjeemisjoner samt utstedelse av grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner
- Rådgivning i forbindelse med tilrettelegging og gjennomføring av fusjoner og oppkjøp (M&A) samt kjøp og salg av virksomheter.

- Annen finansiell rådgivning i relasjon til ovennevnte tjenester

Megleravdelingen omsetter aksjer i annenhåndsmarkedet og skal på sin side utføre sitt oppdrag til beste for sine oppdragsgivere (investorer). Meglerne er aktive rådgivere i den forstand at de selv tar kontakt med kunder for å diskutere kjøp og salg av aksjer. Rådgivningen vil som oftest være basert på analyser utarbeidet i analyseavdelingen og meglerens oppfatning av markedsforholdene.

Analyseavdelingen skal være en støttefunksjon for megleravdelingen og har som sådan samme plikt som megleravdelingen; nemlig å tjene investorenes interesser. Meglerens rådgivning er individuelt orientert i den forstand at for eksempel kundens tidshorisont og risikotoleranse skal hensyntas. Analysene er på sin side normalt ikke rettet mot bestemte individer, men en bred krets av investorer. Variasjonen av typer analyser er stor. Det kan være korte "up-dates" på noen linjer eller grundige og dyptpløyende selskapsanalyser. Det kan være analyser som vurderer en sektor eller analyser som foreslår en sammensetning av en portefølje.

Corporatevirksomhet har gjennom de siste årene vært den mest lønnsomme virksomheten i meglerforetak. I Norge har inntekten fra denne virksomheten vært marginalt høyere enn inntekten fra ordinær meglervirksomhet, mens den i USA har vært 4 ganger så høy. Meglerforetak selger normalt ikke analyser til kunder.

Kostnadene ved å utarbeide analyser dekkes inn ved den kurtasje meglerforetak beregner ved gjennomføring av kjøp og salg for kunder. Isolert sett er utarbeidelse av analyser en ren kostnad. På den annen side vil side anser de fleste meglerforetak utarbeidelse av analyser som en forutsetning for å kunne gi sine kunder fornuftige råd og således en viktig drivkraft for omsetning.

Potensial for interessekonflikter

Ved en emisjon oppstår det et spenningsfelt mellom selskapets (aksjonærenes) interesse i billigst mulig finansiering (høyest mulig emisjonskurs) og investorenes interesse i høyest mulig avkastning (lavest mulig emisjonskurs). Corporateavdelingen har som nevnt foran en plikt til å tjene selskapets interesser, mens analyseavdelingen har plikt til å tjene investorenes interesser.

Det faktum at dette spenningsfeltet eksisterer, leder tidvis til at det spekuleres i om det er mulig for meglerforetakene å tjene begge interesser samtidig. Det har vært hevdet at den mest fornuftige løsning vil være å skille ut corporateavdelinger i egne selskaper, men en slik løsning har fått liten støtte blant regulatoriske myndigheter og bransjeorganisasjoner. Det kan derfor være grunn til kort å forklare hvorfor meglerforetak stort sett har valgt en slik forretningsmodell og hvorfor forretningsmodellen kommer til å bestå:

- **Meglerforetakenes plasseringsevne.** Både selskaper og investorer er avhengige av at meglerforetakene raskt og effektivt kan plassere og frem-skaffe store aksjeposter i markedet. Slike operasjoner er ofte knyttet til corporateoppdrag, så som emisjoner, fusjoner og oppkjøp.
- **Nettverk.** Det nettverket som er nødvendig for slike operasjoner, kan ikke vedlikeholdes uten aktiv dag til dag handel i aksjemarkedet. All erfaring viser at de meglerforetakene som har høyest omsetning av aksjer som regel også har best plasseringsevne.

- **Markedskunnskap.** Ett nettverk alene er ikke tilstrekkelig til å gi den nødvendige plasseringsevnen, det er også nødvendig og kjenner markedets "puls", investorenes risikoholdning og markedssyn. Dette kan kun oppnåes gjennom jevnlig dag til dag handel. Den samme kunnskapen og kompetansen er en helt sentral input til arbeidet i corporateavdelingen. En effektiv corporateavdeling må kjenne markedet for eksempel for å prise en emisjon "riktig", og et meglerbord er det beste verktøyet for dette formålet.
- **Analyser.** Analysevirksomheten som drives av meglerforetakene er en katalysator for omsetning og likviditet. Det er også en sterk og entydig sammenheng mellom likviditet og prising av et selskap. Høy likviditet gir en "riktigere prising" av selskapene, bidrar til å holde nede finansieringskostnadene og sikrer markedets effektivitet i relasjon til tilgang til risikokapital og investeringer.

USA eksempler som skremte

Det er vanlig at meglerforetak har bonusordninger for de ansatte. I hovedsak er ordningene objektive i den forstand at en viss andel av meglerforetakets overskudd går inn i en bonuspott som fordeles blant de ansatte. De ansatte blir imidlertid individuelt vurdert og får sin andel av bonuspotten ut fra hvilken inntekt de direkte eller indirekte klarer å skape for meglerforetaket.

I USA har det fremkommet at analytikere i flere av de store globale meglerforetakene har skrevet kjøpsanbefalinger på selskaper meglerforetaket har (eller ønsker å få) corporateoppdrag for, samtidig som de samme analytikerne de facto har vært engasjert av corporateavdelingen og deltatt i belønningssystemer direkte knyttet til de oppdrag analytikerne direkte eller indirekte tilfører corporateavdelingen. Utad har det analysene fremstått som selvstendige i den forstand at det ikke er opplyst i analysen at analytikeren er involvert i et corporateoppdrag for selskapet. Det har videre fremkommet eksempler på at meglerforetak har avtalt med selskapet at analytikere skal skrive kjøpsanbefalinger på selskapet dersom corporateavdelingen får oppdrag. Analytikere har dermed blitt instruert om hvilken konklusjon som ønskes i analyser. Det har dreid seg om store corporateoppdrag for kjente selskaper hvor gigantiske summer har stått på spill, både for selskapene og meglerforetaket for eksempel børsintroduksjoner og offentlige emisjoner. I flere tilfeller har analytikerne blitt tildelt billige aksjer i forkant av emisjonen. Det har også fremkommet at analytikere har skrevet kjøpsanbefalinger på selskaper analytikerne selv ikke har trodd på.

Det er åpenbart at det kan stilles spørsmålstegn ved "objektiviteten" til en analyse skrevet av en analytiker som de facto er engasjert av corporateavdelingen. Selv om analytikeren hardnakket hevder at analysen er upåvirket av engasjementet for corporateavdelingen – og selv tror på det – vil det utad ikke fremstå slik. De eksemplene som er kjent fra USA fører unektelig til en mistanke om at analytikere over tid har skrevet kjøpsanbefalinger på selskaper med det for øye å tilføre meglerforetaket corporateoppdrag. Analytikeren har så bidratt til å berede grunnen for en vellykket gjennomføring av oppdraget ved jevnlig å skrive kjøpsanbefalinger. Analytikeren har så fortsatt å skrive kjøpsanbefalinger etter at oppdraget er avsluttet fordi analytikeren og corporateavdelingen har hatt en egeninteresse i at aksjekursene at aksjekursen holdes oppe.

Et forhold som det ikke er særlig fokusert på i USA er at analytikere som de facto engasjeres av en corporateavdeling, kan motta kurssensitiv selskapsinformasjon dvs

informasjon som ikke er offentlig tilgjengelig og som kan ha betydning for prisingen av vedkommende selskap (aksjekursen). Dette skyldes sannsynligvis at man i USA har en helt annen type regelverk vedrørende bruk av innsideinformasjon enn det man har i andre land, for eksempel i Norge. Det vil føre for langt å gå inn på dette forhold. (I Norge er bestemmelsene om innsidehandel en vesentlig del av regelverket som regulerer forholdet mellom ulike avdelinger i meglerforetak. De norske innsidebestemmelsene ville langt på vei ha satt en stopper for at en analytiker engasjeres av corporateavdelingen i forbindelse med et oppdrag for et selskap og samtidig skrive analyse på samme selskap.)

Krav til organisering

I Norge har man forsøkt å minimalisere den interessekonflikt som kan oppstå gjennom et sett av bestemmelser som stiller krav til informasjonssperre mellom ulike avdelinger i meglerforetak, plikt til tiltak for å redusere interessekonflikter, opplysningsplikt om interessekonflikter der de antas å foreligge og bestemmelser som forbyr visse handlinger.

Skille mellom corporateavdeling og analyseavdeling – lovbestemmelsene

De sentrale lovbestemmelsene som danner utgangspunktet for regulering av forholdet mellom corporateavdeling og analyseavdeling er bestemmelsene om verdipapirforetakenes organisasjon i verdipapirhandellovens (vphl) § 9-1, bestemmelsene om god forretningsskikk i vphl § 9-2 samt bestemmelsene om taushetsplikt og rådgivningsforbud i vphl § 2-2 og § 9-8.

I henhold til vphl § 9-1 skal verdipapirforetak innrette sin virksomhet slik at foretaket er oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum. Videre skal foretaket ha interne instruksjoner for taushetsplikt, herunder for utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten.

Ved utøvelse av virksomhet skal verdipapirforetak i henhold til vphl § 9-2 påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte ved at det bestreber seg på å unngå interessekonflikter ved bl.a. å sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser, samt at enkelte kunder ikke usaklig tilgodeses på bekostning av andre kunder.

Det følger av disse bestemmelser at corporateavdelingen skal holdes adskilt fra megleravdeling og analyseavdeling. Dette innebærer at verdipapirforetak må bygge informasjonssperre, såkalte "Chinese Walls," mellom avdelinger. Kredittilsynet har i rundskriv 1995/39 definert "Chinese Walls" på følgende måte:

"Ethvert tiltak som tar sikte på å hindre at konfidensiell informasjon, særlig kurssensitiv informasjon, som er kjent hos personer i en del av foretaket kan tilflyte personer i en annen del av foretaket."

Dersom en ansatt i en corporateavdeling mottar innsideinformasjon, jfr vphl § 2-1, i forbindelse med et oppdrag, har vedkommende taushetsplikt ovenfor uvedkommende. Dette følger av vphl § 2-2 første ledd. I relasjon til corporateoppdrag vil andre ansatte i verdipapirforetaket enn ansatte i corporateavdelingen, normalt være uvedkommende. Ansatte i verdipapirforetak som har innsideinformasjon er uansett un-

derlagt rådgivningsforbud. Dette følger av vphl § 2-2 annet ledd. For alle ansatte i verdipapirforetak gjelder dessuten en generell taushetsplikt knyttet til det den ansatte under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold, jfr vphl § 9-8.

Skille mellom corporateavdeling og analyseavdeling – Norges Fondsmeglerforbunds anbefalinger

Det offentlig fastsatte regelverk er neppe tilstrekkelig til å regulere i detalj forholdet mellom corporateavdeling og analyseavdeling. Norges Fondsmeglerforbund har nylig vedtatt en ny anbefaling på dette felt som utdyper og supplerer det offentlig fastsatte regelverk. Den trer i kraft 1. mars 2003. Anbefalingen er dels en revisjon av tidligere anbefalinger og dels en oppfølging av nye internasjonale standarder. I fremstillingen nedenfor går jeg ikke nærmere inn på hvilke bestemmelser som er nye og hvilke som er gamle.

Formålet med anbefaling er å bidra til at

- verdipapirforetakene organiserer virksomheten og etablerer rutiner på en måte som reduserer potensielle interessekonflikter så langt mulig og at
- verdipapirforetakene etablerer interne kontrolltiltak for å håndtere interessekonflikter som måtte oppstå

I anbefalingen er visse personer tillagt et betydelig ansvar for overvåkning av at regelverk blir fulgt. Disse personene er meglerforetakets øverste leder, leder av corporateavdelingen og Compliance Offiser. (Compliance Offiser er den eller de som er ansvarlige innen foretaket for å overvåke at gjeldende lovgivning, annen regulering og interne regler blir overholdt.)

I anbefalingen er det flere bestemmelser som tar sikte på å forhindre at corporateavdelingens oppdrag blir kjent for andre enn de som arbeider i corporateavdelingen. Alle oppdrag skal føres på en observasjonsliste som i sin helhet kun skal være kjent for foretakets faktiske leder, foretakets Compliance Officer og faktiske leder av corporateavdelingen. Observasjonslisten er et viktig redskap for at Compliance Officer skal kunne overvåke foretakets og dets ansattes transaksjoner i de finansielle instrumenter knyttet til selskapene på listen.

Dersom det er grunn til å tro at informasjon har lekket fra corporateavdelingen til andre ansatte i meglerforetaket, inntreer en plikt for Compliance Offiser eller faktisk leder til å innføre adekvate tiltak med sikte på å forhindre at informasjonen kan utnyttas av den eller de ansatte som har slik informasjon, av verdipapirforetaket selv eller av verdipapirforetakets kunder. I verste fall kan selskapet bli ført opp på en forbudsliste som i så fall innebærer at

- ingen ansatte i verdipapirforetaket kan gi råd til kunder vedrørende handel i selskapets aksjer, men kan utføre ordre inngitt av kunder
- all handel for verdipapirforetakets egen regning i selskapets aksjer skal opphøre
- all egenhandel for ansattes egen regning i selskapets aksjer skal opphøre

Beskyttelse av analytikerens selvstendighet

Som nevnt er analysene basis for meglernes rådgivning ovenfor kunder. Analyser

sendes også til kunder og publiseres gjerne på meglerforetakets web-side. Analyser blir dessuten ofte omtalt av finanspressen.

I USA er målgruppen for analysene i stor grad de private husholdninger. Private husholdninger plasserer en langt større andel av sine sparemidler i aksjer enn tilfelle er i andre land. Forskjellen til Norge er stor. De dyktigste analytikerne i USA hadde før tillitssvikten satte inn, en stjernestatus som man ikke ser maken til i andre land. Stjerneanalytikerne ble sett på som guruer som kunne lede investorene til rikdom og de ble nærmest folkehelter i den perioden IT-aksjer beveget seg mot himmelen. Ikke desto større ble skuffelsen og vreden blant folk flest da IT-boblen sprakk og det dessuten viste seg at analytikerne hadde en skjult agenda. I Norge utgjør private husholdningers sparing i aksjer (og dermed omsetning av aksjer) en liten andel av den totale omsetning i aksjemarkedet. Investorene er i hovedsak institusjonelle investorer. De analyser som utarbeides i norske meglerforetak vil derfor i stor grad ha institusjonelle investorer som målgruppe. Disse utarbeider gjerne egne analyser og mottar analyser av samme selskap fra flere analytikere. Institusjonelle investorers beslutningsgrunnlag for kjøp og salg av aksjer vil derfor være basert på en bredere og dypere innsikt enn de private husholdninger. Likevel er det selvsagt viktig at investorene, enten de er institusjonelle eller private, skal ha en sikkerhet for at analysene er basert på analytikerens beste skjønn og at investorene blir gjort oppmerksom på forhold som er av betydning for deres vurdering av de anbefalinger som gis i analysen.

Det er slått fast i anbefalingen at analyser skal reflektere analytikerens aktuelle oppfatning av vedkommende selskap eller bransje. Det vil være i strid med anbefalingen for andre ansatte i meglerforetaket forsøker å påvirke analytikerens vurderinger med annet enn rene faglige innspill. For ansatte i corporateavdelingen er det et eksplisitt forbud mot påvirkning. Det er ikke tillatt for ansatte i corporateavdelingen å gå gjennom eller godkjenne analyser før de publiseres. Det er gjort et unntak for helt spesielle situasjoner. Mener analyseavdelingen at det er helt spesielle grunner som tilsier at corporateavdelingen skal gå gjennom en analyse før publisering, skal tillatelse innhentes av Compliance Officer eller verdipapirforetakets faktiske leder. I så fall skal den som gir tillatelse dokumentere og oppbevare begrunnelsen for å gi slik tillatelse. Compliance Officer eller faktisk leder kan bestemme at corporateavdelingen skal gå gjennom en analyse dersom det anses nødvendig for å verifisere fakta gjengitt i analysen eller for å avdekke eventuelle interessekonflikter.

En analytiker som følger et selskap tett vil nødvendigvis bli lagt merke til av selskapet. Analytiker vil ha jevnlig med selskapets ledelse. Det vil normalt også være slik at investorer som fatter interesse for selskapet ut fra analytikerens vurderinger foretar kjøp og salg av selskapets aksjer gjennom det meglerforetak analytikeren er ansatt. Et meglerforetak som gjennom sine analyser viser at det har stor kunnskap om et selskap og i tillegg har en høy andel av omsetningen av selskapets aksjer, vil normalt stå høyt på listen over selskapets prioriteringer ved valg av meglerforetak som tilbys å gjennomføre corporateoppdrag. Selv om analytikeren indirekte medvirker til at meglerforetaket får corporateoppdraget er det etter anbefalingen forbudt å knytte analytikernes bonus eller annen honorering direkte til konkrete corporateoppdraget.

Wall-crossing

I visse situasjoner kan det være nødvendig for en corporateavdeling å nyttiggjøre seg av en analytikers kompetanse i forbindelse med et corporateoppdrag. Det kan for

eksempel være at corporateavdelingen ønsker å høre analytikerens syn på konkurranseforholdene i en bestemt sektor uten at corporateoppdraget som sådan er tema. Eller det kan være at analytikerens bistand ønskes ved gjennomføringen av oppdraget. I så fall oppstår en situasjon som man i bransjens terminologi benevner wall-crossing. Wall-crossing krever en god begrunnelse og analytikeren blir underlagt særlige restriksjoner. Analytikeren kan for eksempel ikke påbegynne en analyse vedrørende det eller de selskap oppdraget gjelder eller bistå andre analytikere med det samme så lenge analytikeren yter slik bistand til corporateavdelingen. Dette gjelder uavhengig av hva slags type bistand analytikeren yter. Compliance Officer eller faktisk leder skal sørge for at analytikeren i slike perioder underlegges restriksjoner som er adekvate i forhold til omfanget av den bistand analytikeren yter corporateavdelingen.

Dersom en analytiker som bistår under arbeidet med et corporateoppdrag mottar innsideinformasjon, underlegges analytikeren ytterligere restriksjoner. Analytikeren kan ikke utarbeide analyse før det har gått minst 6 måneder etter at oppdraget ble sluttført og analytikeren kan heller ikke bistå andre analytikere som utarbeider analyse vedrørende samme selskap i denne perioden. Det er selvsagt en forutsetning for utarbeidelse av analyse etter utløpet av 6 måneders fristen at den informasjon analytikeren mottok ikke lenger er å betrakte som innsideinformasjon.

Det er imidlertid et unntak dersom informasjonen som analytikeren mottok under bistand med corporateoppdraget blir offentliggjort gjennom børsmelding, prospekt, regnskapsrapportering eller annen presentasjon. I så fall kan analytikeren likevel utarbeide analyse før utløpet av 6 måneders fristen. Compliance Officer eller faktisk leder skal imidlertid klarere om analysen kan offentliggjøres og må fastsette en tidsperiode som må gå fra informasjonen blir offentliggjort og til analysen kan publiseres. Denne fristen kan ikke settes kortere enn minst to børsdager.

Dersom analytikeren har ytet bistand til corporateavdelingen i forbindelse med et corporateoppdrag og i ettertid skriver en analyse av vedkommende selskap så skal dette forhold omtales i analysen.

Analytikerens egenhandel

Lovgivningen forbyr ikke en analytiker å eie aksjer i det selskapet som analyseres. Går man noen år tilbake i tid var oppfatningen blant mange investorer at analytikeren burde eie aksjer i selskaper analytikeren anbefalte. Det ble sett på som et "bevis" på at analytikeren hadde tro på selskapet siden analytikeren selv risikerte egne sparepenger. Denne oppfatning deles i dag ikke av mange. Den allmenne oppfatning både blant meglerforetak og investorer synes å være at analytikere ikke bør ha egeninteresse i kursutviklingen i de selskaper som analyseres.

I anbefalingen er det fastsatt at en analytiker ikke kan eie aksjer i de selskaper som vedkommende analyserer.

Dersom analytikeren eier aksjer ervervet før anbefaling trer i kraft, gjelder en del restriksjoner. For det første kan analytikeren ikke handle i motsatt retning av sin siste anbefaling. Analytikeren skal ikke kunne "mistenkes" for at en analyse inneholder kjøpsanbefaling som er påvirket av at analytikeren eller foretaket selv ønsker å selge samme aksjer. For det andre kan analytikeren ikke handle før det har gått minst en uke etter at analysen er offentliggjort. Dessuten skal analytikeren gi informasjon i analysen om sitt og nærstående direkte eller indirekte eie av de finansielle instru-

menter analysen omfatter.

Analyseforbud i visse situasjoner

Ved de store corporateoppdrag så som børsintroduksjoner eller offentlige emisjoner gjelder særlige restriksjoner på analyseproduksjon. Meglerforetak som har oppdrag for selskapet som tilrettelegger av emisjonen kan ikke utarbeide analyse senere enn 7 dager før prospektet offentliggjøres og tidligst 30 dager etter tildeling. Ved private plasseringer skal det ikke utarbeides analyse før tidligst 30 dager etter tildeling.

Opplysningsplikt i analyser mv

Formålet med de reglene som er beskrevet i pkt 3 er å sikre at analytikerne opptrer uavhengig av corporateavdelingene i meglerforetak. Formålet med de reglene som gjennomgås nedenfor er å sikre at investorene blir bedre i stand til selv å bedømme analysens "objektivitet" gjennom krav til informasjon i analysen om mulige interessekonflikter. Begrepet "objektivitet" er satt i anførselstegn fordi det er en umulighet at en analyse fullt ut kan være objektiv. Anbefalingen vil være basert på analytikerens subjektive oppfatning av fremtidsutsikter. Begrepet "objektiv" benyttes imidlertid om analyser eller analytiker men da i betydning av at analysen eller analytikerens ikke er påvirket av utenforliggende forhold. Begrepet "objektiv" brukes da på samme måte som begrepet "habil" brukes i forvaltningen. Hvorvidt en analyse er objektiv i den forstand begrepet brukes, er ikke opp til analytikerens selv å avgjøre.

Det er viktig at all informasjon som kan gi investorene mulighet til selv å vurdere analysens objektivitet bringes frem i dagen. Derfor må opplysningsplikten gå lenger enn til informasjon om analytikerens egne forhold. Av betydning for investorene vil det for eksempel være om meglerforetaket og de øvrige ansatte i meglerforetaket har en form for relasjon til selskapet. Det er imidlertid også viktig å søke å begrense opplysningene til det som er nødvendig for at investorene skal kunne foreta en fornuftig vurdering av objektiviteten. Det bør ikke bli slik at analysen "for sikkerhets skyld" spekkes med så mange detaljer at investorene etter hvert ikke finner det interessant å lese informasjonen. I anbefalingen er det et sett av bestemmelser om hvilke forhold som skal opplyses i en analyse og disse opplysningene skal ha en fremtredende plass.

Opplysninger som foretak er pliktige til å gi i analyser, skal fortrinnsvis inntas samlet på et egnet sted i analysen. Det skal på første side i analysen inntas en erklæring om at analysen inneholder slike opplysninger og det skal opplyses hvor i analysen disse kan finnes. I analyser som omfatter seks eller flere selskaper eller en eller flere bransjer samt i rapporter (månedrapporter og lignende) kan det enten tas inn i analysen/rapporten de opplysninger som kreves inntatt etter bestemmelsene nedenfor eller tas inn en generell opplysning om muligheten for at foretaket har corporateoppdrag og/eller at foretaket/ansatte kan ha beholdning i de omtalte selskaper. I så fall skal det opplyses om hvor informasjon om de faktiske forhold kan finnes. Opplysninger kan for eksempel gis på verdipapirforetakets web-side eller ved at personer i verdipapirforetaket gir opplysninger ved henvendelse fra kunder.

Verdipapirforetakets og de ansattes egne posisjoner

Jeg har nevnt tidligere i denne artikkelen at analytikeren ikke skal kunne eie aksjer i de selskaper som analytikeren dekker i sine analyser. Dersom analytikeren eier aksjer som er ervervet før anbefalingen trer i kraft, skal det opplyses i analysen om dette aksjeinnehavet. Også verdipapirforetak selv kan eie aksjer i selskapet og dette skal det også opplyses i analysen. Det samme gjelder samlet beholdning av finansielle instrumenter som ansatte i foretaket eier i vedkommende selskap(er). Ved opplysning om slike beholdninger skal det angis på hvilket tidspunkt (dato) den aktuelle oversikt er utarbeidet. Oversikten bør utarbeides nærmest mulig tidspunktet for offentliggjøringen av analysen.

Enkelte meglerforetak driver såkalt market-making. Dette innebærer at meglerforetaket kjøper og selger for egen regning. Kundene kan da kjøpe direkte fra meglerforetakets "eget lager" eller kunden kan selge direkte til meglerforetaket. Denne virksomheten er særlig utbredt i opsjonsmarkedet hvor det handles rettigheter til aksjer. Market-making i opsjoner er basert på avtale med Oslo Børs og meglerforetakene er forpliktet til å stille priser, dvs angi hvilke priser de er forpliktet til å selge en opsjon til og motsvarende å kjøpe en opsjon for. Market-making fører til at meglerforetakets beholdning varierer sterkt i løpet av en dag. Derfor er opplysningsplikten om foretakets beholdning som følge av egenhandel som ledd i market-making unntatt fra opplysningsplikten. Det skal imidlertid opplyses i analysen at foretaket kan ha beholdning i selskapets aksjer som følge av egenhandel som ledd i denne virksomheten. Unntaket fra opplysningsplikt om slike posisjoner gjelder ikke dersom den aktuelle beholdning er av ikke ubetydelig størrelse sett i relasjon til verdipapirforetakets egenkapital og/eller øvrige beholdninger av finansielle instrumenter.

Opplysning om tidligere oppdrag

Det er viktig at investorene blir klar over at meglerforetaket har en relasjon til det selskapet som analysen gjelder. Meglerforetak har taushetsplikt om kundeforhold og kan selvsagt ikke opplyse om selskapet har et "alminnelig" kundeforhold hos meglerforetaket. Normalt vil det heller ikke dette være en informasjon av interesse for investorer som vurderer analysens objektivitet. Gjennomførte corporateoppdrag er imidlertid normalt kjent og viser dessuten at relasjonen mellom meglerforetaket og selskapet strekker seg ut over et normalt kundeforhold. Derfor er det fastsatt plikt i anbefalingen å gi informasjon om verdipapirforetaket har vært tilrettelegger eller medtilrettelegger for utsteder i en offentlig eller privat emisjon eller et videresalg i løpet av de siste 12 måneder før analysen offentliggjøres. Det er ikke nødvendig å gi slik opplysning dersom verdipapirforetakets oppdrag kun har vært å være tegningssted (motta bestillinger).

Foretakene skal videre gi opplysninger om eventuelle andre corporateoppdrag foretaket har hatt for det selskap analysen gjelder i løpet av de siste 12 måneder med mindre foretaket som følge av reglene om taushetsplikt er forhindret fra å gi slike opplysninger.

Avslutning

Meningen med denne artikkelen har ikke vært å gi en fullstendig gjennomgang og

drøftelse av de regler og normer som regulerer forholdet mellom analyseavdeling og corporateavdeling i meglerforetak, men å gi en oversikt over en del sentrale bestemmelser og normer. Bestemmelser og normer er viktige verktøy for sikre analytikernes integritet slik at investorene kan ha tillit til at analytikeren ikke styres av utenforliggende hensyn. Analytikerne kan selvsagt ta feil i sin vurdering av et selskap og dets fremtidsutsikter. Det er tilgivelig dersom analytikeren baserer sin anbefaling på sitt beste faglige skjønn.