



# Årsberetning 2008

## Innhold

<b>1</b>	<b>Innledning</b> .....	<b>3</b>
1.1	Formannen har ordet.....	3
1.2	Forbundets tillitsvalgte og ansatte.....	4
1.3	Medlemmer .....	5
<b>2</b>	<b>Verdipapirmarkedet i perioden</b> .....	<b>6</b>
2.1	Rentemarkedet .....	6
2.2	Aksjemarkedet.....	8
<b>3</b>	<b>Forbundets arbeid med rammebetingelser</b> .....	<b>10</b>
3.1.1	Strukturendringer .....	Feil! Bokmerke er ikke definert.
3.2	Implementering av EU-direktiver .....	11
3.3	Enkeltspørsmål .....	12
3.3.1	Førstehåndsmarkedet.....	12
3.3.2.	Kundeklassifisering .....	13
3.3.3.	God forretningskikk .....	14
3.4.1	<b>Annen regulering</b> .....	<b>16</b>
3.4.1	Egenhandel for ansatte .....	16
3.4.2	Mobilbruk.....	18
3.4.3	Shortsalg.....	19
3.4.4	Nye bransjeanbefalinger.....	21
<b>4</b>	<b>Internasjonalt samarbeid</b> .....	<b>21</b>
4.1	Nordisk samarbeid .....	21
4.2	Europeisk samarbeid .....	22
<b>5.</b>	<b>Organisatoriske forhold</b> .....	<b>22</b>
<b>6.</b>	<b>FinansNettNorge</b> .....	<b>24</b>
<b>7.</b>	<b>Autorisasjonsordningen</b> .....	<b>24</b>
<b>8.</b>	<b>Seminarer</b> .....	<b>25</b>
<b>9.</b>	<b>Etisk Råd</b> .....	<b>25</b>
<b>10</b>	<b>Fondsmeglernes Informasjonstjeneste AS (FINFO)</b> .....	<b>26</b>
<b>11</b>	<b>Komitéeer</b> .....	<b>29</b>
<b>12.</b>	<b>Medlemsliste pr. 31. desember 2008</b> .....	<b>31</b>

# 1 Innledning

## 1.1 Formannen har ordet

2008 har vært et bemerkelsesverdig år. For investorene har året vært et rent mareritt; aksjekursene på Oslo Børs falt med 54 pst. hvilket er det største kursfallet på Oslo Børs i løpet av ett år i moderne tid. Markedsverdien på de børsnoterte selskaper ble redusert med mer enn 1100 milliarder kroner i løpet av året. Verdireduksjonen er større enn verdien av alle børsnoterte selskaper ved utgangen av 2004. For investorer i børsnoterte eiendomsselskaper ble marerittet ekstra ille. Disse selskapene falt om lag 90 pst. i 2008. Det voldsomme kursfallet i eiendomsselskaper reflekterer kollapsen i boligmarkedet i USA. Det begynte med at fallende boligpriser i USA ga mislighold av verdipapiriserte lånepakker hvor boliglån utgjorde en stor andel. Slike lånepakker var blitt solgt i stor skala til banker over hele verden. De amerikanske investeringsbankene eksponerte seg sterkt i slike lånepakker. Den femte største investeringsbanken i USA, Bear Sterns, fikk problemer i mars og måtte reddes av myndighetene gjennom en redningspakke på 30 milliarder USD. Dette ga tillit til at også de fire største investeringsbankene ville bli reddet, dersom de kom i problemer. Myndighetene lot derimot den fjerde største, Lehman Brothers, gå konkurs. Dette skapte sjokkbølger i markedene over hele verden. Heldigvis var norske banker og verdipapirforetak lite eksponert mot Lehman Brothers og tapte lite eller intet på Lehman Brothers-konkursen. Samme dag som Lehman Brothers gikk konkurs (15. september) ble Merrill Lynch overtatt av Bank of America. En uke senere omdannes Goldman Sachs og Morgan Stanley til ordinære banker og startet et stortilt salg av finansielle instrumenter for å redusere utlånsbalansen. Etter Lehman-konkursen brøt interbankmarkedet i dollar sammen, og dette ble innledningen til en verdensomspennende kredittkrise. Kredittkrisen kjennetegnes ved at interbankmarkedet stoppet nesten helt opp fordi bankene mistet tillit til hverandre. Pengemarkedsrenten steg kraftig over hele verden, og i alle land med moderne økonomi måtte myndighetene iverksette tiltak for å få kredittmarkedene til å fungere igjen.

I kjølvannet av finans- og kredittkrisen har det blitt mer og mer åpenbart at realøkonomien verden over står foran en kraftig nedtur. Myndighetene i de fleste land med moderne økonomi har lansert krisepakker for å stimulere aktiviteten i økonomien. Selv med de kraftige stimulanser som er planlagt eller lansert, er det lite optimisme å spore i markedene og "ingen" tør spå hvor dyp og langvarig krisen blir.

De fleste av våre medlemsbedrifter har opplevd sterkt fallende inntjening som følge av redusert omsetning av finansielle instrumenter, liten aktivitet i corporate-markedet og i markedene for alternative investeringer. Det er grunn til å tro at mange verdipapirforetak vil redusere bemanningen i året som kommer. Forhåpentligvis skjer dette på en ryddig og ordentlig måte.

På Oslo Børs sank omsetningen av aksjer med ca. 23 pst. og endte på ca. NOK 2 489 mrd., mot NOK 3 214 mrd. i 2007. Omsetningsreduksjonen var særlig sterk etter at finanskrisen slo ut for fullt i høst. Omsetningen ble halvert i fjerde kvartal sammenlignet med tilsvarende periode i 2007. Antall transaksjoner på børsen økte med ca. 40 pst. og endte på ca. 16,8 mill., mot ca. 12 mill. året før. Denne økningen skyldes økt programhandel og økt aktivitet fra småsparernes side. Emisjonsvolumet sank også svært kraftig i 2008 og beløp seg til ca. NOK 13 mrd. mot NOK 53,7 mrd. året før.

Omsetningen av obligasjoner, eksklusiv repo-forretninger, viste en liten fremgang. Omsetningen økte fra NOK 617 mrd. i 2007 til NOK 677 mrd. i 2008. Inklusiv repo-forretninger ble omsetningen kraftig redusert fra NOK 7 177 mrd. i 2007 til NOK 5 782 mrd. året før.

Det finnes ikke sikre tall for omsetning (nytegning) av finansielle instrumenter innen markedssegmentet alternative investeringer (AIO'er, warrants, eiendomsprosjekter mv.). Det er uansett nokså åpenbart at nytegningen er kraftig redusert. Flere foretak innen dette markedet kom i søkelyset våren 2008. Det ble påstått at foretakene i sin rådgivning ikke tok hensyn til hvilket produkt som var best egnet for kundene, men hvilket produkt som ga høyest fortjeneste for foretaket ved salg. Tre foretak, hvorav to av våre medlemmer, mistet konsesjonen og flere fikk kritiske merknader fra Kredittilsynet. Dessverre er det slik at uheldig praksis i et fåtall foretak ødelegger for de foretak som driver virksomheten på en forsvarlig måte. Tillitssvikten som oppstår i kjølvannet av slike saker rammer alle foretakene, og det tar lang tid å bygge opp tilliten igjen.

Forbundets virksomhet de siste årene har i stor grad vært knyttet til implementeringen av MiFID-regelverket. I tiden fremover vil en av konsekvensene av MiFID-regelverket, nemlig økt konkurranse mellom børser og nye handelsplasser bli mer synlig. Det er kommet i drift en rekke MTF'er, og på flere av disse vil det være mulig å handle norske aksjer til svært lave avgifter. For børsen er det neppe noen annen måte å møte denne konkurransen på enn å senke avgiftene og opprettholde et høyt servicenivå i forhold til medlemmene. Det blir svært spennende å se hvordan infrastrukturen vil utvikle seg både i Norge og internasjonalt.

## 1.2 Forbundets tillitsvalgte og ansatte

<b>Styret har i perioden etter generalforsamlingen 8. april 2008 bestått av:</b>		
Styreformann:	<b>Per-Ove Breivold</b>	(ABG Sundal Collier Norge ASA)
Visestyrer:	<b>Tom Kristoffersen</b>	(Carnegie ASA)
Styremedlem:	<b>Petter Bakken</b>	(Arctic Securities ASA)
Styremedlem:	<b>Ole Henrik Bjørge</b>	(Pareto Securities AS)
Styremedlem:	<b>Runar Meland</b>	(First Securities ASA)
Styremedlem:	<b>Hans Henrik Klouman</b>	(SEB Enskilda AS)
Styremedlem:	<b>Paal E. Karstensen</b>	(DnB NOR Markets)
1. Varamedlem:	<b>Halvor Z. Olsen</b>	(Verdispar Securities AS)
2. Varamedlem:	<b>Arne Lien</b>	(Fondsfinans ASA)

### **Administrasjonen har i beretningsperioden bestått av:**

Adm. dir.: **Per Broch Mathisen**  
Juridisk dir.: **Gro Opsanger Rebbestad \***  
Markedskordinator: **Heidi Helliesen**  
Adm. Sekretær: **Karin Haugen**  
Ekstern revisor: **KPMG AS**

\* Gro Opsanger Rebbestad har hatt svangerskapspermisjon. I perioden har Forbundet benyttet adv. fullmektig Anne-Lene Åvangen og adv. Audun Bondkall fra advokatfirmaet Schjødt AS på timebasis.

### 1.3 Medlemmer

Forbundet har ved utløpet av beretningsperioden 41 medlemmer; hvorav 38 er ordinære og 3 assosierte medlemmer.

#### **Følgende nye medlemmer ble tatt opp i 2008:**

- Acta Holding ASA
- Argo Securities AS
- Norne Securities AS
- Pareto Online AS
- Venturelab AS
- Cosmos Markets AS (assosiert medlem)

#### **Følgende medlemmer ble strøket fra medlemslisten:**

- BB Rådgivning ASA
- CAR ASA
- Caveo ASA
- Glitnir Privatøkonomi ASA
- Kaupthing ASA
- Landsbanki Norge

#### **Følgende andre endringer:**

- ABN AMRO Bank N.V, Oslo Branch har skiftet navn til The Royal Bank Of Scotland Plc Norwegian Branch
- Færder Securities AS har skiftet navn til Agilis Færder Securities ASA
- Glitnir Securities AS har skiftet navn til RS Platou Markets AS

## 2 Verdipapirmarkedet i perioden

### 2.1 Rentemarkedet

Flere år på rad med sterk vekst i verdensøkonomien ble i 2008 avløst med en kraftig nedgangskonjunktur i mange land. Årsaken til omslaget var flere år med kraftig oppgang i gjeld og boligpriser i mange land som ikke var bærekraftig. Avmattingen i verdensøkonomien startet egentlig mot slutten av 2007 da det oppstod turbulens i de internasjonale finansmarkedene og tilstramming av kreditt. Denne turbulensen gikk inn i en ny og verre fase etter at Lehman Brothers kollapset i september 2008. Panikken som oppstod i finansmarkedene i kjølevannet av denne kollapsen utløste en global finanskriser, som i sin tur førte til at konjunkturedgangen globalt tiltok dramatisk i styrke gjennom 2. halvår. Statene i de fleste land har blitt tvunget til å tilføre bankene likviditet, garantere for deres innlån og etter hvert tilføre frisk egenkapital i en skala vi aldri før har sett på globalt nivå.

Mange land opplever nå et av de kraftigste tilbakeslagene i produksjon og etterspørsel siden 2. verdenskrig. Nedturen kom først til syne blant industrilandene, hvor nedgangen nå er uvanlig synkron og bratt. I USA startet resesjonen offisielt i desember 2007, og vi kan allerede slå fast at resesjonen blir den lengste og kraftigste på minst 26 år. Det kraftige fallet i produksjon og etterspørsel har ført til en dramatisk økning i arbeidsledigheten; over 5 mill. amerikanere mottar nå ledighetstrygd. De fleste indikatorene tyder på at den økonomiske nedturen fortsatte med uforminsket styrke inn i 2009.

Den økonomiske nedturen spredde seg raskt rundt om i verden. Nedgangen i industriproduksjonen i både euroområdet, Storbritannia og Sverige var faktisk enda kraftigere enn i USA i fjor. Etterspørselen har sviktet både fra eksportmarkedet og hjemmemarkedet. Arbeidsledigheten er stigende, dog ikke like raskt som i USA. Av de store industrilandene i verden har det gått verst ut over Japan med et fall i industriproduksjonen på over 30 pst. det siste året.

I løpet av 2008 ble det etter hvert klart at også framvoksende økonomier møtte veggen, og i likhet med industrilandene har nedturen tiltatt svært raskt i styrke mot slutten av fjoråret. For det første rammes mange land med en høy eksportandel av en akutt nedgang i eksporten, særlig asiatiske framvoksende økonomier, herunder Kina. For det andre ble det umulig for land som baserte ekspansjonen på rask vekst i gjeld, finansiert av utenlandske banker, å kjøre det løpet videre. Islands bankvesen og økonomi kollapset høsten 2008, og nå sliter flere land i Øst-Europa, særlig i Baltikum.

Veksten i norsk økonomi stoppet opp i løpet av 2008 etter rekordhøy vekst i 2007. Omslaget må først og fremst sees i sammenheng med den kraftige oppturen de foregående årene, som etter hvert ga opphav i svært høy ressursutnyttelse og et betydelig innenlandsk inflasjonspress. Den internasjonale finanskrisen og nedgangen i veksten hos våre handelspartnere forsterket avmattingen i norsk økonomi helt mot slutten av fjoråret.

Vareforbruket falt raskt gjennom 2. halvår 2008, særlig med bidrag fra en markert nedgang i bilsalget. Etter å ha steget for mye under oppturen falt boliginvesteringene i fjor i takt med bratt nedgang i etterspørselen etter nye boliger, og investeringer i andre nye bygg er også fallende. Veksten i investeringene fra andre fastlandsbedrifter stoppet opp.

Omslaget i norsk økonomi samlet har imidlertid ikke vært like kraftig som i andre land. En viktig årsak til det er at oljeinvesteringene fortsatte å stige gjennom andre halvår i fjor, og det er vekst i etterspørselen fra offentlig sektor.

Til tross for svakere økonomisk vekst i verdensøkonomien steg oljeprisen og andre råvarepriser kraftig gjennom første halvår i fjor og førte til høy konsumprisvekst over hele verden. Dette var nok også en medvirkende årsak til at nedgangen i husholdningenes etterspørsel i mange land falt i andre halvår i fjor. Da den internasjonale konjunkturedgangen tiltok i styrke, falt oljeprisen kraftig, fra nesten 150 \$/fat i fjor sommer til rundt 45 \$/fat ved utgangen av året. Matprisene og prisene på andre råvarer stupte også. Nedgangen i prispresset i råvaremarkedene i kombinasjon med lavere kapasitetsutnyttelse bidro til en markert nedgang i konsumprisveksten over hele verden i andre halvår i fjor.

Inflasjonspresset fra råvaremarkedene i første halvår i fjor førte til at enkelte sentralbanker satte opp renten, før finanskrisen tvang fram en serie med uvanlig kraftige rentekutt mot slutten av fjoråret. Sentralbanken i Australia satte opp renten fra 6,75 pst. til 7,25 pst. i første halvår, men satte ned renten til 4,25 pst. innen utgangen av året og har satt den ytterligere ned i år til 3,5 pst. Den europeiske sentralbanken (ECB) økte renten til 4,25 pst. i juli i fjor, kuttet renten kraftig i fjerde kvartal og fortsetter å kutte renten i år. Riksbanken satte opp renten så sent som i september til 4,75 pst. Rentenivået er nå på 1 pst. og skal trolig videre ned. Norges Bank satte opp renten to ganger i fjor, men i likhet med andre land ble renten kraftig kuttet mot slutten av fjoråret. Sentralbankene i Japan og USA satte renten helt ned til 0 pst. mot slutten av fjoråret.

Den amerikanske dollaren var om lag uendret gjennom fjoråret, handelsveid. Kursen steg mot EUR, men falt mot JPY. Den japanske yen steg hele 30 pst. handelsveid gjennom 2008. Kursen på den norske kronen falt rundt 17 pst. mot våre handelspartnere i snitt gjennom fjoråret (men den har deretter tatt igjen over halvparten av tapet).

De langsiktige statsobligasjonsrentene steg i de fleste land i 1. halvår i fjor, hovedsaklig på grunn av økt konsumprisvekst. I 2. halvår falt obligasjonsrentene igjen på grunn av svakere vekstutsikter for verdensøkonomien og lavere inflasjon. Nedgangen mot slutten av året var størst i USA; renten på et tiårlig statspapir falt fra rundt 4 pst. i oktober til like over 2 pst. ved utgangen av året. Norske og europeiske obligasjonsrenter falt ikke like mye, men var likevel lavere ved utgangen av året enn de var i januar i fjor. Forskjellen mellom rentene på statsobligasjoner og swaprenter steg de tre første kvartalene av fjoråret, men falt nokså kraftig i årets siste kvartal. Kredittpåslagene i markedet for privat kreditt steg usedvanlig kraftig i fjor, og selv om litt av oppgangen ble reversert i årets siste måned er nivåene fortsatt svært høye.

I løpet av året (2008) ble det omsatt (eks. repo) for 411 796 mill. kroner i obligasjoner og 265 347 mill. i sertifikater, sammenlignet med hhv. 418 402 mill. og 198 988 mill. året før. Omsetning i statsobligasjoner var 319 405 mill. mot 293 045 mill. i 2007.

Det ble lagt ut nye obligasjonslån for 209 735 mill. fordelt på 99 lån i 2008 mot 174 235 mill. fordelt på 103 lån i 2007.



## 2.2 Aksjemarkedet

Etter fem år med kursoppgang kom et år vi helst vil glemme, men som dessverre har gått over i historiebøkene som et år som vil bli husket lenge, fordi det ble et av de verste noensinne. Oslo Børs hovedindeks falt 54 pst. Utviklingen var den samme verden over. Fallet i USA var det kraftigste siden 1931, og i Japan var 2008 det svakeste året man har opplevd. I sum klarte verden seg likevel noe bedre enn Oslo Børs, det globale aksjemarkedet falt om lag 40 pst. Dette stemmer med det vi er vant til; i fremvoksende økonomier og i Norge er kursutslagene større enn i industrialiserte land generelt.

Samlet verdi av alle børsnoterte selskaper på Oslo Børs var NOK 953 mrd. ved årets utgang. Dette er en nedgang på omlag NOK 1.265 mrd. i løpet av året. Gjennom året ble ca. 140 selskaper mer enn halvert i verdi.

Fondsindexen viste nedgang i syv av årets tolv måneder. Året begynte med et kraftig fall i januar på litt over 20 pst., mens februar, april og mai ble positive måneder. For det norske aksjemarkedet ble første halvår ikke så galt, ved utløpet av juni hadde fondsindexen en nedgang på 7 pst. siden årets begynnelse. En viktig grunn til dette var nok at oljeprisen viste en fast utvikling og steg fra i underkant av 90 USD/fat ved årets begynnelse til 150 USD/fat i juli.

På høsten slo imidlertid finanskrisen til for fullt. Problemene som begynte i subprimemarkedet i USA i 2007 tårnet seg opp utover i 2008. Det som begynte som lokale problemer i USA ble til en global finanskriser med store realøkonomiske konsekvenser. I mars 2008 måtte den amerikanske investeringsbanken Bear Sterns reddes av JP Morgan med bistand fra Federal Reserve. Etter hvert fikk flere finansinstitusjoner i USA betydelige problemer. I juli ble de to amerikanske boligutlånsgigantene Fanny Mae og Freddie Mac insolvente, og begge ble etter hvert overtatt av staten. 15. september gikk den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers konkurs. Dette fikk betydelige ringvirkninger. Tilliten i pengemarkedet og særlig interbankmarkedet forsvant, mens pengemarkedsrentene og kredittpremiene skjøt i været. Flere amerikanske finansinstitusjoner fikk problemer. Bank of America overtok Merrill Lynch, og den amerikanske forsikringskjempen AIG ble overtatt av staten. Etter hvert kom redningsaksjoner i Europa; britiske, tyske, belgiske og franske banker ble reddet. Med erkjennelsen om at verden nå sto oppe i en mer generell kredittkrise som rammet næringslivet, ble det utover høsten vedtatt generelle redningspakker for å tilføre likviditet og soliditet til finansinstitusjonene i USA, Europa og Asia. Dessuten ble det vedtatt krisepakker for å demme opp for de realøkonomiske konsekvensene av kredittkrisen.

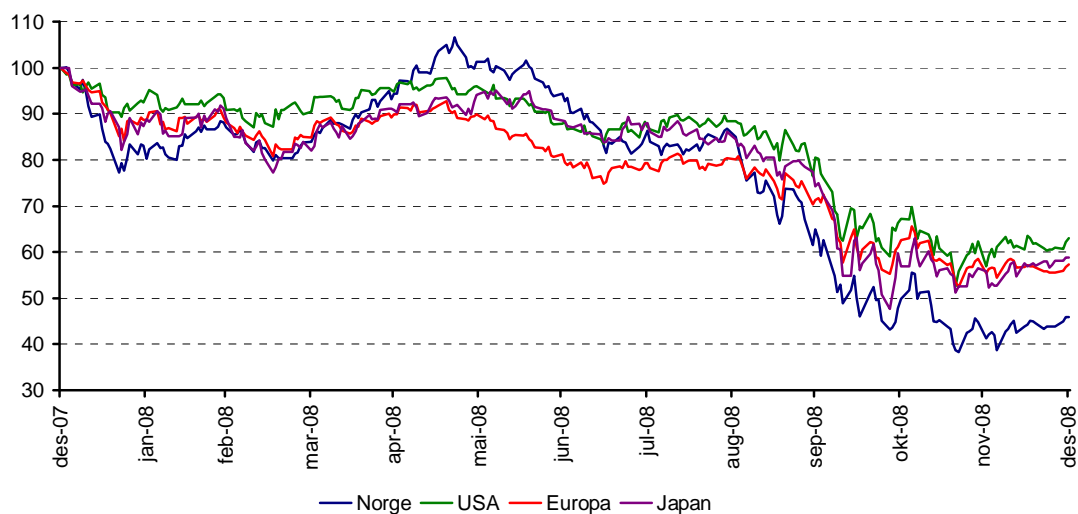
Også styringsrenten ble brukt aktivt i 2008 for å stimulere økonomiene. I løpet av 2008 ble den amerikanske styringsrenten satt ned fra 3 pst. til 0,25 pst. Den norske styringsrenten som ble satt opp i første halvår fra 5,25 pst. til 5,75 pst. ble satt ned til 3 pst. innen årets slutt.

Finanskrisen gjorde at høsten 2008 ble dramatisk dårlig. Både i september og oktober ble fallet nesten 30 pst. Slike kursfall blir dessverre selvforsterkende. En grunn er at en rekke investorer og institusjonelle investorer har kapitaldekningskrav som gjør at de må redusere aksje-eksponeringen når kursene faller. Dette gjelder store investorer som livselskaper og pensjonskasser. Samtidig får mange aksjefond innløsninger når børsene er svake. De må derfor selge aksjer i et fallende marked. Belånte porteføljer blir tvangssolgt fordi sikkerheten forsvinner i takt med kursfallet.

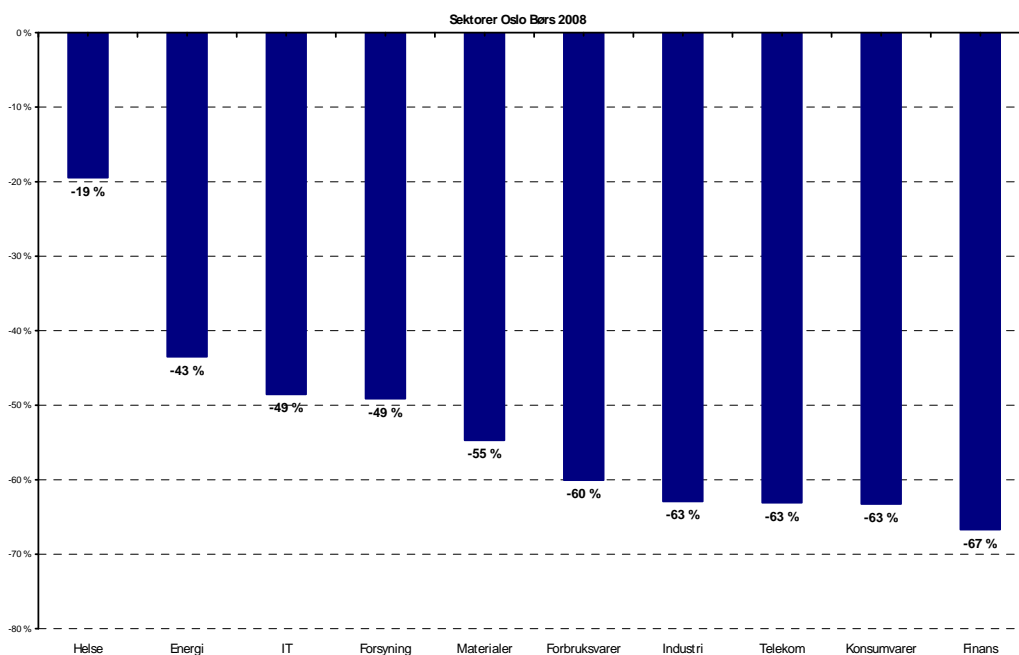


## Utvikling verdens aksjemarkeder 2008

Lokal valuta



Alle delindeksene for Oslo Børs falt i 2008. Hele fem delindekser sank med 60 pst. eller mer. Den dårligste delindeksen var finans med minus 67 pst., deretter fulgte konsumvarer, telekommunikasjon, industri og forbruksvarer. Den klart beste sektoren var helse som "bare" falt 19 pst.



Det var ikke mange selskaper som viste kursstigning i 2008. Den klart beste aksjen var det canadiske olje- og gasselskapet Questerre, som meldte om flere funn gjennom året. Questerre steg 178 pst. De neste på listen var Powel (+41 pst.) og Opera Software (+38 pst.).

En rekke selskaper mistet mer enn 90 pst. av verdien. Dårligst var Tandberg Storage og Tandberg Data som begge falt mer enn 96 pst. Noe av forklaringen på disse selskapenes svake utvikling var likviditetsproblemer. Det hadde også Eltek (-95 pst.), Crew (-95 pst.), EMGS (-93 pst.), Kongsberg Automotive (-93 pst.), Canargo (-93 pst.) og Hurtigruten (-93 pst.). Blant

de andre selskapene som falt mer enn 90 pst. finner vi mange selskaper knyttet til eiendom; Faktor Eiendom, Norwegian Property, Scandinavian Property og BWG Homes.

Også de store selskapene falt mye: REC mistet 75 pst. av verdien, Hydro og Telenor over 60 pst. og Orkla litt under 60 pst. Norske Skog, som var mye ned også i 2007, falt 70 pst.

Naturlig nok gikk omsetningen ned i 2008. Gjennomsnittlig dagsomsetning ble NOK 9,9 mrd. sammenlignet med NOK 12,9 mrd. i 2007. I fjerde kvartal sank dagsomsetningen til NOK 6,5 mrd. Antall transaksjoner steg imidlertid til ca. 67.000 pr. dag sammenlignet med 48.500 pr. dag i 2007. Den utenlandske eierandelen falt fra 40,8 pst. ved årets begynnelse til 32,8 pst. ved årets utgang. Emisjonsaktiviteten falt betydelig; ikke mer enn NOK 13 mrd. ble hentet i markedet sammenlignet med NOK 54 mrd. i 2007. Kun fem nye selskaper ble tatt opp til notering på den ordinære listen, mens det i 2007 var 30 nye. 22 selskaper ble strøket i 2008.

På Oslo Axess ble ti selskaper tatt opp til notering og tre strøket. I gjennomsnitt ble det omsatt aksjer for NOK 24 mill. pr. dag mot NOK 57 mill. pr. dag året før.

### 3 Forbundets arbeid med rammebetingelser

Forbundet har de seneste årene vært sterkt engasjert i arbeidet med endrede rammebetingelser for medlemsbedriftene som følge av implementering av nye EU-regler for finansmarkedene. Det er først og fremst de såkalte MiFID-reglene som har opptatt Forbundet. I forbindelse med prosessene innen EU, har Forbundet deltatt i arbeidet med utforming av felles høringsuttalelser sammen med 15 andre søsterorganisasjoner i Europa. Dette har dels vært høringsuttalelser overfor den europeiske tilsynsorganisasjonen, The Committee of European Securities Regulators (CECR) og dels direkte til EU-kommisjonen under forberedelse av direktiver på ulike nivåer. De fleste av disse høringsuttalelsene er lagt ut på Forbundets web-side. Etter at MiFID-regelverket ble implementert i de fleste EU-land fra 1. november 2007, har det først og fremst vært såkalte "level 3" reguleringer høringsuttalelser har vært knyttet til.

#### 3.1 Strukturendringer

På det europeiske plan har MiFID-reguleringen ledet til store endringer i infrastrukturen. Avviklingen av de såkalte "børstvangsreglene" som har vært vanlige i søreuropeiske land har sammen med "best resultat – reglene" ført til fremvekst av nye "Multilateral Trading Facilities" (MTF'er) og clearinghus (CCP'er), utvikling av nye ordretyper og signifikant reduksjon av avgifter hos de tradisjonelle børser og clearingsentraler. Imidlertid er målet om økt konkurranse hemmet av andre utviklingstrekk i infrastrukturen samt det er fortsatt land som opprettholder børstvangsreglene til en viss grad, for eksempel Polen, Hellas og Spania. En problemstilling er at noen markedsplasser har tatt kontroll over CCP-er og tvinger medlemmene til å cleare gjennom den CCP som markedsplassen eier helt eller delvis, eller på annen måte samarbeider med. Eksempelvis må medlemmene på Chi-X cleare gjennom European Multilateral Clearing Facility (EMCF) eller SIX X-Clear. Medlemmene på Nasdaq OMX må cleare handler foretatt på Nasdaq OMX gjennom EMCF fra halvårsskiftet 2009. Nasdaq OMX har kjøpt 22 pst. av aksjene i EMCF. Slike ordninger reduserer konkurransen på handelsnivå fordi fordelene med netting forsvinner når markedsplassene tvinger

medlemmene til å klare hos bestemte CCP'er. Dette gjør også markedene mindre effektive fordi arbitrasjemuligheter reduseres. Det er bred enighet mellom meglerorganisasjonene i Europa at det er nødvendig å få til linker mellom CCP'er eller andre løsninger slik at problemene på clearingnivå ikke reduserer konkurransen på handelsnivå.

Blant de store europeiske investeringsbankene er det en felles oppfatning at MiFID-reguleringen har påført dem store kostnader. Dette har først og fremst vært knyttet til nye rapporteringssystemer og linker til nye markedsplasser (MTF'er), men også til revisjon av interne retningslinjer og prosedyrer samt til overvåking av kvaliteten på ordreutførelse. Det er også en felles oppfatning at fragmenteringen av post-trade informasjon har gjort det vanskeligere og mer ressurskrevende å innhente slik informasjon, hvilket betyr at det er blitt høyere kostnader forbundet med støttefunksjoner til handelsaktiviteter.

Det europeiske aksjemarkedet har utvilsomt blitt mer fragmentert som følge av MiFID. Det er spesielt i de store europeiske aksjene at MTF'er har tatt store markedsandeler. Det har tilsvarende vært liten økningen i fragmenteringen i små- og mellomstore aksjer. Chi-X er i løpet av kort tid blitt Europas fjerde største markedsplass for aksjer, målt i antall transaksjoner. Det er grunn til å regne med at fragmenteringen vil fortsette ved at etablerte og nye MTF'er tar markedsandeler. Etter hvert som teknologien utvikler "smartorder-routing" systemer vil det bli enklere og billigere å handle på flere børser og MTF'er. Da vil det bli nødvendig for verdipapirforetakene å inkludere flere markedsplasser i ordreutførelsespolitikken, og dette vil også forsterke fragmenteringen.

På det nasjonale plan har man foreløpig ikke sett samme markante endringer i handelsmønsteret som i de store europeiske markedene. Det er handel i norske aksjer på Chi-X og på andre MTF'er, men markedsandelen er foreløpig beskjeden. Vi har derfor ikke sett tilsvarende trekk som i andre land, for eksempel i England og Tyskland, hvor verdipapirforetakene "tvinges" til medlemskap på ulike MTF'er. Men det er åpenbart at en utvikling i retning av større handel i de store norske aksjene på MTF'er er sannsynlig og at våre medlemmer før eller siden må ta stilling til medlemskap på slike markedsplasser, alternativt inngå avtaler med aktører som tilbyr ordreutførelse på slike markedsplasser.

Forbundet har ikke sett det som sin oppgave å vurdere de enkelte MTF'er eller CCP'er. Derimot er Forbundet opptatt av at medlemmene skal være à jour med de tilbud som finnes. Det er derfor lagt ut bearbeidet informasjon på medlemsnettet om MTF'er. Informasjonen inneholder linker til statistikk, priser, medlemsbetingelser, avtaler mv. Det vil også bli lagt ut tilsvarende informasjon om CCP'er. Forbundet vil også, i samarbeid med medlemmene, vurdere nødvendigheten av eventuelle endringer i ordreutførelsespolitikken.

### 3.2 Implementering av EU-direktiver

I løpet av 2007 skjedde det omfattende endringer i verdipapirhandelloven og børsløven. Lovendringene gjennomførte EØS-regler som svarer til:

- direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (forkortet MiFID),
- direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikter (rapporteringsdirektivet), og
- direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud.

MiFID reglene trådte i kraft 1. november 2007, mens reglene om utsteders informasjonsplikter og bestemmelsene om overtakelsestilbud trådte i kraft 1. januar 2008.

Fra 1. november 2007 ble det gitt detaljerte forskrifter knyttet til lovbestemmelsene. Nær sagt alle forskrifter som er gitt på ulike tidspunkter med hjemmel i verdipapirhandelloven ble samlet i en felles forskrift hvor man også finner forskriftene knyttet til MiFID-reguleringen. Forskriftene har samme kapitelinndeling som verdipapirhandelloven og er således blitt mye mer brukervennlig enn det fragmentariske system man har hatt tidligere med en lang rekke forskrifter.

Et av kravene i MiFID-reguleringen som ikke ble gjennomført fra 1. november 2007, er transaksjonsrapporteringsreglene. I følge MiFID-reguleringen skal verdipapirforetakene rapportere alle transaksjoner i børssnoterte finansielle instrumenter til vedkommendes tilsynsmyndighet, i Norge - Kredittilsynet. Bestemmelsene om transaksjonsrapportering (TRS) ble ikke satt i kraft i Norge før 1. november 2008.

Det transaksjonsrapporteringsystem (TRS) som Kredittilsynet benytter er utviklet av Finansinspektionen i Sverige i samarbeid med de øvrige nordiske landene og Litauen. Kredittilsynet har gitt VPS i oppdrag å forestå drift av dette systemet på vegne av Kredittilsynet etter en anbudsrunde som grunnlag for valg av driftsleverandør. Full drift av nytt TRS vil derfor tidligst være gjennomført i løpet av andre kvartal 2009.

I korthet pålegger bestemmelsene verdipapirforetak å rapportere til Kredittilsynet alle kjøps- og salgstransaksjoner foretatt i finansielle instrumenter notert på en regulert markeds plass. Rapporteringsplikten gjelder både transaksjoner foretatt for kunder og transaksjoner for egen regning. Rapporteringsplikten gjelder uavhengig av om transaksjonen er foretatt på eller utenfor et regulert marked. Dersom transaksjonen er foretatt for kunde, skal kunden identifiseres ved fødselsnummer eller organisasjonsnummer. Når verdipapirforetaket slår sammen ordre fra flere kunder til en transaksjon på det regulerte markedet, må foretaket splitte transaksjonen i riktige deltransaksjoner ved rapporteringen. Foreløpig gjelder bare rapporteringsplikten for finansielle instrumenter som kan identifiseres med ISIN.

Transaksjonsmeldingen kan utveksles mellom tilsynsmyndigheter innen EU/EØS. Hensikten har vært å lette muligheten til å avdekke innsidehandel og markedsmanipulasjon. Kredittilsynet i Norge har uttalt at det også har til hensikt å benytte TRS til å vurdere om verdipapirforetakene gir sine kunder best utførelse i tråd med bestemmelsene i norsk lovgivning.

### 3.3 Enkeltspørsmål

Etter at MiFID-reguleringen trådte i kraft har det naturlig nok oppstått en god del tolkningsspørsmål knyttet til ulike bestemmelser. En del av disse spørsmålene er omtalt i MiFID Q & A som Forbundet har utarbeidet, og er publisert på medlemsnettet.

#### 3.3.1 Førstehåndsmarkedet

Et hovedspørsmål som fortsatt står noe uavklart er MiFID reglens anvendelse i førstehåndsmarkedet. Det er en viss uenighet mellom tilsynsmyndighetene og markedsaktørene om MiFID prosedyren (kunde klassifisering, kundetesting, kundeavtale) må gjennomføres fullt ut når et verdipapirforetak henvender seg til potensielle tegnere i en

emisjon eller mottar tegninger. På dette området er det heller ikke samsvar mellom landene innen EU/EØS ved praktiseringen av regelverket. For eksempel antar noen land at mottak av tegningsblanketter og videreeksperdering til utsteder bare er en administrativ kontorforretning som ikke er regulert av MiFID-regelene. I andre land antas at mottak og videreformidling av tegningsblanketter er mottak og formidling av ordre, altså utførelse av en investeringstjeneste som krever at MiFID prosedyren blir fulgt. Problemstillingen har ikke kommet på spissen i Norge, bl.a. fordi det har blitt gjennomført få offentlige emisjoner etter at MiFID-reglene ble implementert.

### 3.3.2. Kundeklassifisering

Andre hovedspørsmål som har vært diskutert etter at MiFID-reguleringen trådte i kraft, er klassifisering av kommuner og investeringsselskaper.

Verdipapirhandelloven inneholder ingen vilkår som fastlegger grensen mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder. Imidlertid inneholder loven bestemmelser om hvilke kunder som skal anses som kvalifiserte motparter og dermed altså profesjonelle. Det fremkommer av verdipapirhandelloven at blant andre offentlige myndigheter er å anse som kvalifiserte motparter. Imidlertid foreligger det i lovens forarbeider uttalelser som søker å begrense omfanget av lovens definisjon av kvalifisert motpart, da det i lovens forarbeider uttales uttrykkelig at kommuner ikke skal regnes som kvalifiserte motparter. En tilsvarende forståelse følger også av uttalelser fra EU-kommisjonen.

Verdipapirforskriften inneholder utfyllende regler om kundeklassifisering. Forskriften inneholder visse kriterier om hva som skal til for å bli ansett som en profesjonell kunde.

I likhet med loven inneholder forskriften ingen særbestemmelser om hvordan kommuner skal klassifiseres. Dette må forstås slik at det ikke gjelder en automatisk klassifisering av kommunene som enten profesjonelle eller ikke-profesjonelle, men at de generelle kriteriene i verdipapirforskriften kommer til anvendelse ovenfor kommunene på lik linje med andre juridiske personer.

Juridiske personer som oppfyller kravene i bestemmelsene om profesjonelle kunder vil pr. definisjon være å anse som kvalifiserte motparter i henhold til verdipapirforskriften.

Kommuners profesjonalitet var et tema i Kredittilsynets forhåndsvarsel vedrørende tilbakekall av konsesjonen til Terra Securities ASA. Følgende ble uttalt av Kredittilsynet:

*”Som kvalifiserte motparter skal bl.a. offentlige myndigheter regnes, jf. bestemmelsens annet ledd nr. 8. Kredittilsynet presiserer at kommunene i denne saken ikke er å anse som kvalifisert motpart. Kommunene er heller ikke å anse som profesjonelle kunder, jf. § 10-2 i forskrift 29. juni nr. 826 2007 til verdipapirhandelloven. Kredittilsynet viser til at kravene til omfanget av virksomheten under bestemmelsens punkt (b) er begrenset til kommunenes forretningsvirksomhet. Således er det i henhold til den nye verdipapirhandellovgivningen ikke gjort noen lemping i verdipapirforetakets plikter overfor kundene som har relevans i denne saken.”*

Kredittilsynet oppstiller her et tilleggskrav i forhold til hva som fremgår av verdipapirforskriften. Kredittilsynet har innfortolket et vilkår om at beløpsgrensene i verdipapirforskriften kun skal relatere seg til en kommunes forretningsdrift og ikke kommunens drift i sin helhet slik det gjøres ovenfor andre store virksomheter.

Forbundet er ikke enig i en slik fortolkning. Kredittilsynet har ikke angitt noen rettskilder som understøtter uttalelsene om at det utelukkende ved vurderingen skal ses hen til en kommunes forretningsvirksomhet, og vi kan heller ikke se at slike foreligger. Videre antas det å ville være svært vanskelig å lese ut av et kommuneregnskap hvilke poster og beløp som er tilknyttet en kommunes forretningsvirksomhet.

Ved vurderingen av om det er nødvendig å klassifisere kommunene som ikke-profesjonelle kunder, må det samlede regelverket som henholdsvis verdipapirforetaket og kommunene er underlagt ses under ett. Forbundet er av den oppfatning at det eksisterende regelverket gir kommuner tilstrekkelig investorbeskyttelse selv om det klassifiseres som profesjonelle. Den økte beskyttelse som eventuelt vil følge av å klassifisere kommuner som ikke-profesjonelle anses ikke å ha nevneverdig praktisk betydning. Forbundet valgte å redegjøre for sitt syn i et skriv til medlemmene og anbefalte at kommuner som oppfyller beløpsgrensene klassifiseres som profesjonelle.

Flere av våre medlemmer valgte å klassifisere alle investeringsselskaper som profesjonelle kunder. For eksempel ble en rekke investeringsselskaper som privatpersoner opprettet høsten 2007 for å bli omfattet av den såkalte fritaksmodellen for aksjegevinster, klassifisert som profesjonelle. Forbundet omtalte dette spørsmålet i den nevnte MiFID Q & A og mente at man ikke automatisk definerer slike selskaper som profesjonelle kunder. Mange av de private investeringsselskapene er gjerne etablert av skattemessige hensyn og kan ofte drives i relativt liten omfang og med en relativ lav egenkapital. Det er imidlertid store variasjoner mellom de private investeringsselskaper, og bestemmelsen er nok ment å omfatte større investeringsselskaper som driver i et helt annet omfang, både mht. virksomhet, egenkapital og portefølje, altså selskaper som utad fremstår som profesjonelle i ordets mer direkte betydning. Dette syn er senere stadfestet gjennom en tolkningsuttalelse fra Finansdepartementet.

### 3.3.3. God forretningsskikk

I løpet av våren og forsommeren 2008 ble tre verdipapirforetak som drev investeringsrådgivning og salg av såkalte sammensatte spareprodukter fratatt sin konsesjon. Forbundet har som policy å ikke blande seg inn i konkrete tilsynssaker. I de enkeltsaker hvor Kredittilsynet baserer seg på tolkning av lovbestemmelser eller forskrifter som vil få konsekvenser for bransjen som sådan, vil situasjonen være annerledes. Forbundet er opptatt av at myndighetene ikke skal drive såkalt "gold plating" dvs. enten gi bestemmelser eller tolke bestemmelser slik at norske verdipapirforetak får strengere rammebetingelser enn utenlandske konkurrenter.

I Kredittilsynets brev til et av foretakene vedrørende påstått overtredelse av verdipapirhandellovens regler om god forretningsskikk, kom Kredittilsynet med visse generelle uttalelser vedrørende kravet til god forretningsskikk anvendt på verdipapirforetakets investeringsrådgivning. Disse uttalelsene ble konkretisert i hva Kredittilsynet kalte "normer". Kredittilsynet kom blant annet med uttalelser som kan tolkes slik at verdipapirforetakene ved sin investeringsrådgivning vil være underlagt en plikt til å foreta en sammenligning av alle tilgjengelige og sammenlignbare investeringsprodukter i markedet, og at det i den forbindelse foreligger en undersøkelsesplikt for det enkelte verdipapirforetak. Videre uttalte Kredittilsynet at de marginkrav et verdipapirforetak tar, ikke kan være uforholdsmessig høye og at verdipapirforetak således ikke kan ta en urimelig pris ved salg av investeringsprodukter.



De ovennevnte uttalelser, og særlig uttalelsen om undersøkelsesplikt, skapte debatt og førte til en betydelig usikkerhet blant flere verdipapirforetak som driver investeringsrådgivning. I sin ytterste konsekvens kunne uttalelsen tolkes dit hen at det var forbudt for investeringsrådgivere å spesialisere seg på visse typer investeringsprodukter, og at investeringsrådgivere også måtte tilby, eller i det minste anbefale kjøp av konkurrenters produkter. Forbundet skrev et omfattende notat til medlemmene hvor det ble reist tvil om de normer Kredittilsynet mente kunne utledes av den generelle normen om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven.

Slik Forbundet ser det, er det tvilsomt om en eventuell undersøkelses- og sammenligningsplikt kan medføre noe mer enn det som i og for seg ikke er særlig kontroversielt, nemlig at et verdipapirforetak må ha oversikt over hvilke produkter som finnes i markedet, og ikke anbefale en kunde å tegne et produkt som for denne må anses uegnet når man vurderer hvilke andre kjente investeringsmuligheter som finnes. Det kan neppe kreves at et verdipapirforetak plikter å innhente informasjon om alle ulike investeringsalternativer og produkter som finnes.

Slik Forbundet ser det, kan plikten til å rådgi kunden om det beste investeringsalternativet, ikke strekke seg lenger enn at verdipapirforetaket i de tilfeller der det finnes grunn til det (og basert på en viss aktsomhetsnorm) informerer kunden om at en annen gitt investeringsmåte/produkttype antakelig vil være mer egnet for denne kunden, men uten at det kan være noen plikt til å identifisere navngitte produkter. Dersom verdipapirforetaket på den annen side kan tilby et produkt som må anses som egnet for den aktuelle kunden, også hensyntatt hvilke andre kjente investeringsalternativer som finnes, må foretaket kunne tilby dette uten å være forpliktet til å foreta detaljerte undersøkelser og sammenligninger av konkrete produkter som tilbys av andre aktører i markedet.

En aktsomhetsnorm som lagt til grunn ovenfor vil kunne innbære at verdipapirforetaket må foreta visse sonderinger i markedet i forhold til hvilke andre produkter som tilbys innenfor samme segment. Det antas imidlertid at dette er noe de fleste verdipapirforetak løpende vil gjøre som ledd i sin virksomhet og for å få oversikt over markedet.

Klage til Finansdepartementet fra et av foretakene som ble fratatt sin konsesjon, ble avgjort i januar 2009. Vedtaket til Kredittilsynet blir opprettholdt, men den ovennevnte sammenligningsplikten blir modifisert.

Kredittilsynet la til grunn i den første saken vedrørende tilbakekall av konsesjon at en ikke-profesjonell kunde normalt ikke vil ha nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen ved sammensatte produkter, slik at det i praksis ikke skal være lov å selge sammensatte produkter til ikke-profesjonelle kunder. I media ble det skapt et inntrykk av at salg av sammensatte produkter til ikke-profesjonelle kunder er forbudt. Selv om Kredittilsynet har avvist at uttalelsen i konsesjonssaken kunne trekkes så langt, festet dette inntrykket seg i markedet.

Forbundet utarbeidet derfor et notat om dette spørsmålet som ble sendt medlemmene.

Egnethestesten og hensiktsmessighetstesten forutsetter en konkret vurdering av den enkelte kunde i forhold til produktet eller tjenesten, og vurderingen skal fange opp hvorvidt produktet er egnet eller hensiktsmessig for kunden. Det vil være store individuelle forskjeller innen gruppen ikke-profesjonelle kunder. Klassifiseringen av kunder som ikke-profesjonelle er foretatt etter formalkrav, og denne gruppen er langt fra homogen. Videre er utvalget av sammensatte produkter stort, og mange av produktene er enkle å forstå for kunder med en viss innsikt i prisingen i spot- og derivatmarkedene. Forbundet er ikke enig i at det på generelt grunnlag kan konkluderes med at det i praksis gjelder et forbud mot salg av sammensatte



produkter til uprofesjonelle kunder. Regelverket legger opp til at det skal foretas en konkret vurdering av det enkelte tilfelle, og dette kan ikke erstattes med et generelt forbud.

### 3.4.1 Annen regulering

#### 3.4.1 Egenhandel for ansatte

Ved implementeringen av MiFID-reguleringen ble det ikke foretatt vesentlige materielle endringer i bestemmelsene om egenhandel for ansatte. To begrensinger ble fjernet; den såkalte vikepliktbestemmelsen og bestemmelsen om at ansatte ikke kan få tildeling i overtegnede emisjoner som arbeidsgiverforetaket er tilrettelegger for. Selv om bestemmelsene ble fjernet, vil likevel bestemmelsen om god forretningsskikk i mange tilfeller gi samme resultat som de avviklede bestemmelsene. Forbundet endret anbefalingen om ansattes egenhandel (Anbefaling nr. 5) og gir i denne retningslinjer for behandling av ordre fra ansatte slik at disse ikke kommer i konflikt med kundeordre.

En problemstilling som oppsto ved implementeringen var at finansielle produkter som ansatte har hatt anledning til å handle, ble forbudte som en konsekvens av endringer i definisjonen av finansielle instrumenter. I tillegg ble langt flere ansatte omfattet som følge av utvidelsen av konsesjonsplikt for tjenesteytere i finansmarkedene.

Finansdepartementet sendte i mai 2008 på høring forslag til forskrifter om ansattes egenhandel som dels tar sikte på å kodifisere dispensasjonspraksis hos Kredittilsynet og dels foreslår visse unntak fra handleforbudet i visse typer finansielle instrumenter.

Forbundet er positive til at de unntak som har festnet seg i dispensasjonspraksis hos Kredittilsynet nå kodifiseres i en forskriftsbestemmelse, da dette vil føre til økt forutsigbarhet og tilgjengelighet for brukerne av reglene.

Kredittilsynet legger i forskriftsutkastet opp til at valutaderivater handlet i sikringsøyemed skal unntas fra handleforbudet. Forbundet støtter et slikt unntak og er videre enig med Kredittilsynet i at slike derivater ikke skal være omfattet av bindingstiden på 12 måneder.

Kredittilsynet foreslår i forskriftsutkastet at det skal gjøres unntak for tegningsretter til aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven § 10-4. Forbundet støtter et slikt unntak og er enig i at det bør gjøres unntak fra bindingstiden på ett år, slik at den ansatte også får anledning til å avhende tegningsretten. Videre støtter Forbundet Kredittilsynets konklusjon om at det ikke bør stilles som vilkår at tegningsrettene avhendes eller utøves innen en bestemt frist.

Kredittilsynet konkluderer i høringsbrevet med at det foreløpig ikke skal gis et generelt unntak for konvertible obligasjoner, men at søknader om unntak fra handleforbudet vurderes på individuell basis i medhold av kompetansen til å fatte enkeltvedtak som følger av verdipapirhandelloven § 8-2 (3).

Forbundet er av den oppfatning at konvertible obligasjoner bør unntas fra handleforbudet. Det vises til at konvertible obligasjoner ikke tidligere var omfattet av handleforbudet. Handleforbudet er et resultat av en endring av definisjonen av finansielle instrumenter i forbindelse med innføringen av MiFID-regelverket; det ligger med andre ord ingen vurdering bak det nylig innførte handleforbudet.

Kredittilsynet har lagt til grunn at obligasjoner med aksjeavkastning (AIO) ikke kan kjøpes av ansatte i verdipapirforetak fordi dette finansielle instrumentet inneholder et derivatelement. AIO'er er et relativt nytt finansielt instrument og er følgelig ikke diskutert ved utviklingen av egenhandelbestemmelsene i verdipapirhandelloven. Det har aldri vært noen vurdering av om de hensyn som ligger bak handleforbudet mot derivater er gyldig når det gjelder AIO'er. Det er rene formalbetraktninger som ligger bak Kredittilsynets standpunkt.

AIO'ene kjennetegnes også ved at det er langsiktige spareprodukter som vanskelig kan realiseres før ved utgangen av obligasjonens løpetid. Ansatte i verdipapirforetak har ikke muligheter til å påvirke avkastningen, eller på annen måte utnytte sin posisjon på kunders bekostning.

Den alt vesentlige investering ved kjøp av en AIO er kjøp av obligasjonen. Det er obligasjonen kjøperen får rådighet over, og eieren har ingen mulighet til å forvalte/påvirke derivatelementet knyttet til obligasjonen gjennom obligasjonens løpetid. Det er utstederen som kjøper derivater i markedet og som forvalter derivatelementet gjennom hele obligasjonens løpetid. Obligasjonseieren eier ikke derivatelementet.

Forbundet mener at Kredittilsynets forbud mot at ansatte kjøper AIO'er ikke er hjemlet i egenhandelbestemmelsene i vphl., og det finnes heller ikke reelle hensyn som burde tilsi et slikt forbud. Vi må derfor be om at departementet enten klargjør at det ikke er et handleforbud for sammensatte produkter gitt at hovedaktivaet er et finansielt instrument ansatte lovlig kan eie. Alternativt bør slike sammensatte produkter føres opp på listen over unntak fra handelsforbudet.

Forbundet er enig med Kredittilsynet i at det skal gjøres unntak fra bindingstiden ved avhendelse av aksjer som følge av aksept av oppkjøpstilbud som fremsettes til samtlige aksjonærer på like vilkår.

Det har tidligere vært reist spørsmål om hvordan ansatte i et verdipapirforetak skal forholde seg til egenhandelsregler dersom de inngår mandat om aktiv forvaltning. Det følger av gjennomføringsdirektivet at egenhandelsbegrensningene nedfelt i gjennomføringsdirektivet ikke skal gjelde der egenhandelen skjer ved bruk av aktiv forvaltning. Dette unntaket har ikke kommet til uttrykk i de norske reglene. Slik Forbundet ser det, kan ikke de strenge vilkårene for nasjonal særregulering anvendes for å gjøre noe unntak her, og Forbundet kan heller ikke se at hensynene bak egenhandelsbegrensningene slår til i et tilfelle hvor det er inngått aktiv forvaltningsavtale. Det bør derfor inntas et unntak i forskriften for tilfeller der egenhandelen skjer som ledd i utførelsen av en aktiv forvaltningsavtale.

Så vidt vites er det ingen land som praktiserer en lovbestemt bindingstid på 12 måneder. MiFID bestemmelsene om egenhandel omhandler ikke bindingstid, og vår erfaring er at verdipapirforetak regulerer eventuell bindingstid i interne instruksjoner basert på anbefalinger av bransjeorganisasjoner. Vi er ikke kjent med at noen verdipapirforetak i andre land praktiserer lengre bindingstid enn 3 måneder. I Sverige praktiseres en bindingstid på 1 måned. Et vanlig unntak fra bestemmelser om bindingstid er å gjøre unntak dersom prisen på de finansielle instrumentene faller under kostpris. Et slikt unntak er naturlig nok mest praktisk for aksjer hvor det er en offisiell kursfastsettelse, for eksempel aksjer som handles på én markeds plass. Grunnen for et slikt unntak er nokså åpenbar. Ved å gi ansatte mulighet til å komme ut av tapsposisjoner før bindingstidens utløp, reduseres risikoen for at ansatte handler i strid med foretakets og kundenes interesser for å unngå eget tap. Vi vil sterkt anmode departementet om

å vurdere en slik unntaksbestemmelse som altså er helt vanlig i andre land hvor det er selvpålagt bindingstid.

### 3.4.2 Mobilbruk

Kredittilsynet kom i høringsnotat i august med forslag til endringer i verdipapirforskriftens regler om lydopptak. De foreslåtte endringene medfører omfattende utvidelser med hensyn til hvilke samtaler det er plikt til å foreta lydopptak av. Videre innebærer forslaget at regler om lydopptak også vil gjelde for verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og filialer av kredittinstitusjoner med begrenset tjenestespekter.

Norske verdipapirforetak har jevnt over gode erfaringer med lydopptak av ordre og indikasjoner på ordre. Det er uten tvil i verdipapirforetakenes interesse å kunne dokumentere hvilke avtaler som er inngått, samtidig som Kredittilsynet antas å ha nytte av lydopptak ved utredning av enkeltsaker. Det er mulig at regelverket for lydopptak ikke fullt ut fungerer etter sine intensjoner, og at det kan være behov for visse korreksjoner. Forbundet er imidlertid ikke enig med Kredittilsynet at det er behov for en så omfattende utvidelse av plikten til å foreta lydopptak som Kredittilsynet foreslår. I praksis innebærer Kredittilsynets forslag at lydopptak av alle inngående og utgående telefonsamtaler til et verdipapirforetak skal tapes. I tillegg vil i praksis alle samtaler som ansatte i verdipapirforetak foretar på mobiltelefon bli tapet.

Lydopptak av samtaler med etterfølgende mulighet for avspilling for en utenforstående tredjepart, er uten tvil et sterkt og markant inngrep mot de som deltar i samtalen. De fleste vil føle ubehag ved tanken på at telefonsamtaler kan avspilles for en tredjepart, uavhengig av om tredjeparten er en offentlig myndighet med taushetsplikt og uavhengig av om samtalen som avspilles er rent forretningsmessig, privat eller begge deler.

Derimot er Forbundet enig i at megleren ikke bør benytte mobiltelefonen til samtaler av forretningsmessig art når megleren befinner seg i meglerrommet. Dette er også nedfelt i Forbundets standard som er beskrevet i Kredittilsynets høringsnotat. Kredittilsynet hevder i høringsnotatet at standarden ikke blir fulgt. Undersøkelsen det refereres til er minst 2-3 år gammel. Etter vår erfaring praktiserer meglerforetakene forbud mot bruk av mobiltelefoner til forretningsmessige samtaler med kunder i *meglerrommet*. Vi antar derfor at Kredittilsynet har formulert spørsmålet mer generelt om bruk av mobiltelefoner i verdipapirforetakets lokaler, og ikke spesifikt om bruk i meglerrommet.

Kredittilsynet foreslår at det skal foretas lydopptak av alle telefonsamtaler i tilknytning til ytelse av nærmere angitte investeringstjenester, uavhengig av hvilken type telefon som benyttes. Det er således ikke foreslått noe skille mellom samtaler foretatt på fasttelefon og samtaler foretatt på mobiltelefon, slik at det også må foretas lydopptak av mobiltelefonsamtaler dersom de øvrige vilkårene i forskriftsforslaget er oppfylt.

Uten at Kredittilsynets hjemmel for å kreve utlevert lydopptak er omfattet av forslaget i Kredittilsynets høringsnotat, påpekte Forbundet at det i utgangspunktet anses som noe problematisk at Kredittilsynet skal kunne kreve utlevert lydopptak uten å måtte vise til noen form for mistanke eller følge bestemte prosedyrer. Særlig vil en slik adgang til uten videre å kreve utlevert lydopptak naturlig nok blir enda mer problematisk når en stor andel av de samtaler verdipapirforetakene plikter å gjøre gjenstand for lydopptak vil være samtaler som har liten eller ingen relevans for de forhold Kredittilsynet skal utøve tilsyn over, men som vil kunne være knyttet til helt andre og tidvis også rent private forhold. Det vises i denne

sammenheng til at utlevering av slike opplysninger i andre rettslige sammenhenger er underlagt strenge begrensninger. Det oppstilles blant annet i etterforskningsammenheng strenge krav til i det hele tatt å tillate lydbåndopptak, blant annet fordi innholdsdata fra mobiltelefoner normalt er av svært personlig karakter.

### 3.4.3 Shortsalg

I oktober 2008 kom Kredittilsynet med et uventet forbud mot shortsalg i finansaksjer. Forbudet ble etter noen dager utvidet til å gjelde grunnfondsbevis. Kredittilsynet uttalte at i den situasjonen markedet nå befinner seg med særskilt store kursutslag for aksjer utstedt av finansinstitusjoner, vil verdipapirforetak og investorer opptre i strid med verdipapirhandellovens forbud mot urimelige forretningsmetoder dersom de gjennomfører shortsalg, dekket eller udekket, i slike finansaksjer. Forbudet kom etter at lignende forbud ble innført i en rekke andre land for om mulig å redusere en meget sterk kursnedgang i finansaksjer. Blant de nordiske landene unnlot Sverige å følge andre lands eksempler på tross av at store svenske finansinstitusjoner argumenterte for et slikt forbud. Finanstilsynet argumenterte med at det ikke var blitt påvist noen effekt av forbudet i de land som hadde innført slikt forbud, og at det heller ikke var hjemmel i svensk rett for å innføre et slikt forbud. Etter Forbundets oppfatning burde norske myndigheter foretatt lignende vurderinger som svenske myndigheter. Forbudet mot shortsalg i finansaksjer og grunnfondsbevis ble opprettholdt inn i 2009.

Det er forbudt for verdipapirforetak å medvirke til udekket shortsalg. Shortsalg skal være dekket på det tidspunkt kunden inngir ordre om salg. Det er kundens plikt å opplyse foretaket at hun/han selger short. Kundene er imidlertid ikke underlagt en lovpålagt plikt å gi slik opplysning, og kan heller ikke rammes av forbudet mot udekket shortsalg som altså bare er rettet mot verdipapirforetak. Dessverre er det investorer som ikke opplyser verdipapirforetaket at vedkommende ikke har dekning ved et salg, og ved mislykket eller unnlatt inndekning i form av lån eller kjøp er det verdipapirforetaket som sitter igjen med problemene. Kredittilsynet har gjennom enkeltvedtak statuert at det gjelder en aktsomhetsnorm for verdipapirforetakene. Dersom det oppstår spesielle markedssituasjoner, må megleren vurdere kundens leveringsdyktighet, og dersom det foreligger indikasjoner på shortsalg, skal megleren sørge for at kunden har tilgang til de finansielle instrumentene før ordren effektueres. I 2006 hadde man den såkalte Opticom-saken hvor flere medlemmer ble kritisert for ikke å ha vært aktsomme nok i forbindelse med storstilt shortsalg i Opticom-aksjer forut for en ekstraordinær generalforsamling i selskapet. I 2008 oppstod den såkalte TAD-saken (Tandberg Data), hvor også flere medlemmer fikk kritikk av Kredittilsynet for ikke ha vært aktsomme nok da det oppsto en, etter Kredittilsynets oppfatning ekstraordinær markedssituasjon i kjølvannet av at selskapet kom i økonomiske problemer og annonserte en kriseemisjon med en tegningskurs som ville føre til sterk utvanning.

Forbundet har som nevnt ovenfor i pkt. 3.3.3 som policy å ikke blande seg inn i konkrete tilsynssaker. I de tilfeller hvor Kredittilsynet i slike enkeltsaker baserer seg på tolkning av lovbestemmelser eller forskrifter som vil få konsekvenser for bransjen som sådan, vil situasjonen være annerledes.

I foreløpige rapporter til flere meglerforetak vedrørende (short)salg av Tandberg Data aksjer drøfter Kredittilsynet begrepet "eier" i relasjon til shortsalgbestemmelsen. Kredittilsynet konkluderer med at investor ikke er "eier" før innkjøpte aksjer står på vedkommendes VPS konto. Kredittilsynet legger til grunn samme forståelse vedrørende nyemitterte aksjer, hvilket

Kredittilsynet omtaler som et endret standpunkt i forhold til hva Kredittilsynet selv har hevdet tidligere.

Norges Fondsmeglerforbund så TAD-saken som en bransjesak fordi Kredittilsynet legger til grunn en tolkning av shortsalg bestemmelsen i vphl § 10-4 som ikke er i samsvar med alminnelig rettsoppfatning blant markedets aktører og som dessuten ikke tidligere har vært kommunisert fra Kredittilsynets side. Med Kredittilsynets tolkning oppstår mange uavklarte spørsmål knyttet til alminnelig omsetningspraksis i både første- og annenhåndsmarkedet. I tillegg oppstår problemstillinger knyttet til mulig ulik praksis mellom norske børsmedlemmer og utenlandske fjermedlemmer.

Kredittilsynet uttaler i de foreløpige tilsynsrapportene at det ved tolkning av eierbegrepet er naturlig å se hen til hvilket tidspunkt overføringen av sentrale eierbeføyelser fra selger til kjøper finner sted. Gitt dette utgangspunkt, mener vi at Kredittilsynet lander på en konklusjon som er svært diskutabel.

Det er en allmenn akseptert rettsoppfatning blant markedets aktører at aksjekjøper blir eier av aksjene fra kjøpstidspunktet, men at eieren ikke har fullt *rettsvern* før aksjene er registrert på VPS konto. Fra kjøpstidspunktet overtar kjøperen den økonomiske risiko, samt rettighetene og pliktene knyttet til aksjeeiet. Fra kjøpstidspunktet har eieren rett til utbytte, og skjer det splitt eller spleis, er det kjøpstidspunktet som legges til grunn. Kjøpstidspunktet er skjæringspunktet for alle pliktene (flagging, meldeplikt), med unntak av tilbudsplikt. Fra kjøpstidspunktet inntreer de skattemessige virkninger av å være aksjeeier (gevinst, formue). Det har selvsagt også vært slik at aksjene kan selges igjen umiddelbart. Kredittilsynets henvisning til ASA- lovens bestemmelse om stemmerett på generalforsamlingen er lite relevant. Det er en bestemmelse om hvordan en aksjeeier skal dokumentere sitt aksjeeie og åpner for at en aksjonær kan selv stemme om vedkommende ikke er innført i aksjeeierregisteret.

Det følger av det ovennevnte at vi mener at verken doktrinen ”overførsel av sentrale eierbeføyelser”, juridisk teori eller forvaltningspraksis gir holdepunkter for Kredittilsynets lovtolkning.

Ved emisjoner har det hittil blitt lagt til grunn at investorer kan selge tildelte aksjer når kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret, altså før verdipapirene er registrert på investors VPS konto. I praksis ordnes dette slik at investor kan selge 4 dager (T+3) før aksjene er registrert på investors VPS konto. Denne praksis har Kredittilsynet tidligere akseptert.

Det er ikke forbudt for investorer å selge udekket short. Konsekvensene av et udekket short salg fra investors side, er i verste fall for investoren at verdipapirforetaket må foreta dekningskjøp for investors regning og risiko. Verdipapirforetakene (den enkelte megler) har begrensede muligheter til å foreta kontroll om kunden eier verdipapirene bak salgsordrene. Mange kunder bruker flere verdipapirforetak, men bare én kontofører. Mange kunder representeres dessuten av en forvalterbank. Det utførende verdipapirforetak må ha spørrefullmakt utstedt av kunden, dersom verdipapirforetaket skal kunne hente opplysninger fra kontofører eller forvalterbank.

Vi antar at lignende situasjoner som man har sett i Opticom (2006) og Tandberg Data også vil kunne oppstå i fremtiden, fordi det ikke er mulig å slå fast rent objektivt om en



markedssituasjon er ”ekstraordinær” eller ikke, og fordi Kredittilsynets forventning til verdipapirforetakenes undersøkelsesplikt ikke fullt ut kan gjennomføres i praksis. Det er imidlertid mulig å redusere risikoen for slike situasjoner betydelig gjennom trussel om at sanksjoner også kan rettes mot kunder som selger udekket short. Forbundet har derfor foreslått at Kredittilsynet vurderer om også investorer bør være omfattet av forbudet mot udekket shortsalg. Etter vår oppfatning er det lite rimelig at shortselgeren ikke risikerer noen form for sanksjon selv i de tilfeller hvor shortselgeren bevisst forleder verdipapirforetaket (megleren) gjennom feilaktig informasjon til å tro at selgeren eier aksjene eller har tilgang til aksjene, mens verdipapirforetaket (megleren) risikerer sanksjon for uaktsom medvirkning til overtredelse av verdipapirhandelloven fordi verdipapirforetaket (megleren) tror på informasjonen shortselgeren har gitt.

#### 3.4.4 Nye bransjeanbefalinger

Et viktig arbeidsfelt for Norges Fondsmeglerforbund er selvregulering innenfor de rammer som lovgivningen setter. Formålet med selvreguleringen er å fremme en ordnet og trygg handel med aksjer og andre finansielle instrumenter i Norge.

Forbundet fastsetter to typer bransjenormer; anbefalinger og standarder. Bransjestandarder vedtas av styret etter forutgående høring hos medlemsforetakene, og det enkelte medlemsforetak forutsettes å etterleve disse. Bransjeanbefalinger vedtas av Forbundets styre, og det enkelte medlem oppfordres sterkt til å følge disse.

Styret i Norges Fondsmeglerforbund fastsatte i perioden to nye anbefalinger. Den ene gjelder ”Fremstilling av honorarer og gebyrer kundemateriell”. Verdipapirhandelloven krever at verdipapirforetak gir ”kunder og potensielle kunder relevante opplysninger i en forståelig form om omkostninger og gebyrer”. Disse reglene medfører visse krav til hvordan gebyrer og honorarer angis i kundemateriell. Anbefalingen gir veiledning til hvorledes kravene kan oppfylles.

Den andre gjelder anbefalte retningslinjer ved salg av warrants. Anbefalingen inneholder retningslinjer for ”salgssituasjonen” (som er basert på MiFID-reglene) og innholds krav i dokumentasjon om produktet som gis til kunder. Vi er kjent med at det finnes et stort antall varianter av warrants, og at det dermed kan være behov for tilpasninger når det gjelder de innholds krav som stilles. I retningslinjene er lånefinansiering av warrants omtalt. Det betyr på ingen måte at Forbundet går god for at lånefinansiering generelt sett kan anbefales.

## 4 Internasjonalt samarbeid

### 4.1 Nordisk samarbeid

I slutten av 2008 ble Nordic Securities Association (NSA) dannet. Bak dannelsen står Norges Fondsmeglerforbund sammen med sine søsterorganisasjoner i Sverige, Finland og Danmark.

Det har i alle år vært et nært og godt samarbeid mellom de nordiske fondsmeglerforbundene om rammebetingelsene for verdipapirforetakene i Norden. Samarbeidet ble styrket gjennom arbeidet med påvirkning av MiFID reguleringen hvor de nordiske fondsmeglerforbundene samlet seg om felles standpunkter. Det er fortsatt behov for harmonisering av

rammebetingelser, standarder og myndighetspraksis innen Norden, noe den nye foreningen vil fokusere på i sin virksomhet.

De store endringene i infrastrukturen i verdipapirmarkedene har skapt et behov for at de nordiske verdipapirforetakene kan tale med en felles røst ovenfor børser, MTF'er, oppgjørs- og clearinginstitusjoner m.fl. For Forbundets søsterorganisasjoner har fusjonen mellom OMX og Nasdaq (nå Nasdaq OMX), endret det naturlige samarbeidet mellom børser og meglerorganisasjoner i negativ retning. Muligheten til innflytelse på handelsregler, systemutvikling, produktutvikling, avgifter m.m. innen Nasdaq OMX vil ventelig øke når de nordiske verdipapirforetakene kan tale med en felles røst. Flere av Norges Fondsmeglerforbunds medlemmer vil fortsatt være medlemmer av Nasdaq OMX, selv etter at Oslo Børs har inngått strategisk samarbeid med London Stock Exchange.

Utvikling og endring av reglene for handel på de nordiske børsene har også bidratt til tettere bånd mellom de nordiske foreningene. I henhold til NOREX Member Rules (NMR) skal de nordiske meglerforbundene konsulteres i forbindelse med foreslåtte endringer i NMR. I 2008 ble det ikke foretatt noen vesentlige endringer i NMR regelverket som tilsa formell konsultasjon mellom børsen og de nordiske meglerforbundene. På den annen side har det vært flere møter mellom representanter for børsene og verdipapirforetak i Norden om endringer av regelverk og handelsmetoder. Knut Edvardsen i SEB Enskilda har representert Forbundet i flere slike møter i løpet av 2008.

## 4.2 Europeisk samarbeid

I løpet av de siste årene har Forbundet deltatt i et bredt europeisk samarbeid med andre nasjonale og internasjonale meglerforbund. I startfasen var det hovedsakelig meglerforbund i Storbritannia og i resten av Norden som deltok. Denne gruppen er nå utvidet og omfatter 15 forskjellige meglerforbund i en rekke europeiske land.

Gruppen har i løpet av de siste årene avgitt en lang rekke uttalelser til de utfyllende reglene og retningslinjene til MiFID som utarbeides innen EU. Aktiviteten har avtatt noe i 2008, men det er avgitt noen uttalelser til såkalt "level 3" regulering, og foreningene har avgitt felles svar på spørsmål fra CESR. Det er også utvekslet informasjon mellom foreningene om erfaringer med implementeringen av MiFID.

## 5. Organisatoriske forhold

Fra september 2006 ble den del av NOS som clearer derivater i verdipapirmarkedet fusjonert med VPS. Virksomheten ble da drevet videre i VPS Clearing ASA. I løpet av 2007 fusjonerte Oslo Børs og VPS til Oslo Børs VPS Holding ASA. Oslo Børs VPS Holding ASA er nå morselskap til selskapene Oslo Børs, VPS og VPS Clearing.

Før fusjonen var både Oslo Børs og VPS faktiske monopoler innen sine respektive virksomhetsområder. Selv om det er to ulike virksomhetsområder som fusjonerer, er det en fare for at fusjonen leder til mindre konkurranse i det norske markedet. Dette kan skje dersom potensielle tilbydere av f.eks. en markeds plass anser etableringsterskelen som hevet fordi konkurrenten, Oslo Børs VPS Holding, kan tilby medlemmene tjenester innen hele verdikjeden (handel, clearing og oppgjør).



Norges Fondsmeglerforbund har hatt som utgangspunkt at Oslo Børs bør 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. Forbundet vil følge utviklingen nøye og vil selvsagt gjøre hva som er mulig for å sikre at kostnadene knyttet til handel og oppgjør holdes på et konkurransedyktig nivå i Norge. Norges Fondsmeglerforbund og dets medlemmer har jevnlig og god kontakt med Oslo Børs hvor ulike problemstillinger tas opp. Samarbeidet fungerer godt.

I 2008 bestemte Nasdaq OMX at Saxess-systemet skal erstattes av det amerikanske Inet, samt at Nasdaq OMX skal etablere en MTF hvor også norske børsnoterte aksjer kan handles. En ny strategisk problemstilling oppstod for Oslo Børs. Børsens avtale med Nasdaq OMX om bruk av Saxess utgår i 2010, og børsen må derfor vurdere ny leverandør til handelssystem og strategisk samarbeidspartner. Oslo Børs besluttet i desember 2008 å innlede kontraktsforhandlinger med London Stock Exchange om kjøp av handelssystemet, Trade Elect. Dersom avtale om kjøp av dette handelssystemet inngås, vil ventelig Oslo Børs og LSE inngå i en strategisk allianse som konkurrerer med Nasdaq OMX. Under prosessen med valg av handelssystem har Oslo Børs holdt Forbundet orientert og har også konsultert en del av våre medlemmer. Det vil ventelig bli et formalisert samarbeid mellom Oslo Børs og Forbundet når handelssystemet og sannsynligvis endrede handelsregler introduseres i løpet av året.

Fra 2. september 2008 ble åpningstiden på Oslo Børs forlenget med 1 time. Begrunnelsen fra Oslo Børs var blant annet at børsen har behov for å harmonisere åpningstiden med andre børser, og frykten for at handel av norske aksjer kan flyttes til konkurrerende markedsplasser med lenger åpningstid. Utvidelsen av åpningstiden var og er fortsatt et omstridt tema. Oslo Børs har uttalt at det vil bli foretatt en vurdering etter 6 – 8 måneder.

I forhold til VPS har det gjennom året vært diskutert en rekke problemstillinger. VPS har startet en utredning av fremtidens verdipapiroppgjør (VPO). Forbundet har vært representert i en arbeidsgruppe som har vurdert ulike forslag til forbedringer. Arbeidsgruppen har foreslått løsninger som kan iverksettes raskt, og det arbeides fortsatt med de langsiktige behovene. Av de kortsiktige løsninger kan nevnes endringer i systemet for bunn- og tilleggsгарantier overfor Norges Bank.

VPS har startet en revisjon av sine standardvilkår og sitt reglement. I løpet av våren ble det etablert en høringsgruppe som hadde hyppige møter med VPS for å gjennomgå endringsforslagene. Gjennom dette arbeidet ble det oppnådd enighet om de fleste endringer, med unntak av forslaget om ansvarsbegrensninger som VPS vil ha inn i regelverket. Det er Forbundets syn at VPS ønsker en for omfattende klausul om ansvarsbegrensning. Klausulen om ansvarsbegrensning er fortsatt et stridstema og førte til at revisjonen ikke ble gjennomført i 2008 som planlagt.

Videre har VPS innført et gebyrsystem ved manglende levering. Bakgrunnen er at utenlandske fjernmedlemmer på Oslo Børs har motsatt seg deltagelse i den automatiske

låneordningen. Alternative løsninger for å øke oppgjørsggraden i VPS-systemet har vært diskutert, og som en prøveordningen ble gebyrsystemet innført med støtte fra Forbundet.

VPS har også iverksatt en utredning av en norsk CCP-løsning. En modell ble presentert for meglerforetakene ved utgangen av 2008. Styret i VPS har gitt ”grønt lys” for å gå videre med den modellen som er presentert for meglerforetakene. Dersom denne modellen blir realisert, må alle handler som matches på Oslo Børs cleares gjennom den clearingløsning VPS skal tilby. Innføring av CCP i Norge har vært et diskusjonstema de siste årene, slik det også har vært i våre nordiske naboland. Som beskrevet overfor i pkt. 3.1.1 har Nasdaq OMX besluttet at handel på OMX børsene skal cleares i den nederlandske CCP’en (ECMF). Blant de norske og nordiske meglerforetakene har det vært en samstemt oppfatning at CCP-løsninger er unødvendige, fordi oppgjørssystemene fungerer utmerket uten den ekstra garantifunksjonen som CCP’er representerer. Det har imidlertid vært et skifte av oppfatning det siste året, dels som følge av at motpartsrisiko på andre meglerforetak ble mer synlig da finanskrisen begynte å seile opp, og dels fordi CCP løsninger er blitt ”standard” i de store internasjonale markeder. Mange mener at markeder uten CCP løsning kan tape handel fordi de internasjonale aktørene ikke vil ta motpartsrisiko på de lokale aktørene. Forbundet støtter i utgangspunktet at det etableres en norsk CCP løsning, men vil foretrekke at den får en eierstruktur uten dominerende eiere. Dessuten er det sterkt ønskelig at en eventuell norsk CCP blir linket til andre CCP’er slik at meglerforetakenes posisjoner på ulike markedsplasser med forskjellige CCP’er kan nettes.

## 6. FinansNettNorge

FinansNettNorge AS ble stiftet 18. juni 2004. Norges Fondsmeglerforbund og Verdipapirsentralen tegnet seg for alle A-aksjene – 5 hver - og har dermed stemmekontroll. Forbundet er representert i styret ved Per Broch Mathisen. Verdipapirsentralen og 8 av Forbundets medlemmer tegnet seg for B-aksjene. Av 312 B-aksjer tegnet Verdipapirsentralen seg for halvparten, mens den resterende halvpart ble nokså likt fordelt på de 8 medlemmene.

Tilgangen til nettverket er ikke forbeholdt de aktørene som er med på eiersiden. Det er et åpent tilbud til aktørene i finansmarkedet. 13 av Forbundets medlemmer benytter nettverket.

Nettverket fungerer meget bra. Nettverket er mer sofistikert enn opprinnelig planlagt, men dette øker også muligheten for å koble på tjenesteleverandører og dermed levere lønnsomme nettverkstjenester.

Nettverket fikk flere nye medlemmer i 2008, både på leverandørsiden og meglersiden. Totalt har nettverket 25 medlemmer. Nettverket har ikke hatt nevneverdig nedetid i 2008.

## 7. Autorisasjonsordningen

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

organisert et omfattende undervisnings- og eksamensprogram for ansatte i medlemsforetakene.

Da BPS innførte det såkalte Secure systemet for clearing av derivatkontrakter i 2007, ble det etablert en egen autorisasjonsordning for oppgjørspersonell innen derivathandel. VPS Clearing har det faglige ansvaret for denne ordningen, mens Forbundet står for den administrative oppfølging. I løpet av 2008 besto 18 oppgjørsmedarbeidere eksamen under denne ordningen.

Siden faktisk oppstart høsten 1996 er det totalt autorisert ca. 4 350 personer. I løpet av året ble det avholdt 25 kurs og 7 eksamener. Totalt var det 530 som besto eksamen i 2008, og dette er et rekordhøyt antall. I tillegg til dette har Forbundet bidratt med foredrag for ansatte i banker og forvaltningsselskaper. Det samme gjelder også i relasjon til Finansanalytikerforeningens renteanalytikerkurs og AFA-studiet, noe som medfører at avlagt og bestått eksamen ved disse to studier, kvalifiserer til autorisasjon.

Ved nyutstedelse av autorisasjon 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.

I 2008 var det to meglere som ikke fikk fornyet autorisasjon ved jobbskifte. Den ene for uaktsom medvirkning til innsidehandel og den andre for en rekke tilfeller av udokumentert handel i en kundes navn.

## 8. Seminarer

Forbundet avholdt bransjeseminar for medlemmer og andre aktører i finansmarkedet i juni med tema ”Trender og utvikling i sparemarkedet – som følge av markedssvingninger og nye reguleringer av markedene og produktene”. I tillegg ble det satt opp ministands for bl.a. leverandører av drifts- og CRM systemer til bransjen. Seminaret var vellykket med ca. 200 deltakere.

I tillegg til ovennevnte kurs avholdt Forbundet sitt årlige høstseminar for ca. 70 ansatte i medlemsforetakene i september. Seminaret fokuserte på endringer i infrastrukturen for å møte økt konkurranse i markedet, samt erfaringer knyttet til MiFID implementeringen.

## 9. Etisk Råd

I 1987 vedtok Forbundet sine første etiske normer, og det ble etablert et Etisk Råd. Siden 1990/91 har det sentrale i arbeidet til Etisk Råd vært behandling av klagesaker fra kunder mot medlemmer og klagesaker mellom medlemmer. Medlemmene er forpliktet til å gi kunder informasjon om klagemuligheten til Etisk Råd. Etisk Råds klagebehandling er basert på

skriftlig dokumentasjon fra klager og innklaget. Denne klagebehandling er et rimelig alternativ for både klager og innklaget, i hvert fall sammenlignet med domstolsbehandling.

I løpet av 2008 kom det inn 29 klagesaker. Dette er det høyeste antall klagesaker fra kunder siden Etisk Råd ble opprettet. En del av disse klagesakene ble avsluttet før de var ferdigbehandlet fordi innklagedes medlemskap hos Forbundet opphørte da innklagede mistet konsesjonen. Det har vært en tendens til at antall klagesaker øker i perioder hvor markedsforholdene gir kundene dårlig avkastning eller tap. Uansett må man kunne konkludere med at antall klagesaker mot medlemsforetakene har et lite omfang sett hen til at det årlig gjøres millioner av transaksjoner i finansielle instrumenter på vegne av en svært sammensatt kundegruppe.

Mens tidligere klager ofte gjaldt enkeltransaksjoner for eksempel håndtering av ordre slik som manglende eller uriktig utførelse, er det nå mer vanlig med klager som gjelder resultatet av en rekke handler som er utført over tid. Behandlingen av disse sakene er ofte mer kompliserte og ressurskrevende enn saker som gjelder enkeltransaksjoner, eller bare noen få transaksjoner.

Samtlige avgjørelser fattet av Etisk Råd er å finne på Forbundets hjemmeside; [www.nfmf.no](http://www.nfmf.no).

## 10 Fondsmeglernes Informasjonstjeneste AS (FINFO)

Informasjonssystemet for handel med unoterte aksjer ble satt i drift 16. august 1999. Etter ca. 9 års drift er det grunn til å anse systemet og driften av OTC-systemet som vellykket. FINFO fikk bevis som Gasellebedrift i 2008. FINFO eies 50 pst. hver av Forbundet og Oslo Børs. Den tekniske driften av systemet forestås av Oslo Market Solutions AS (endret navn fra Manamind AS), mens administrasjonen vis-à-vis medlemmer og selskaper når det gjelder brukere og vedlikehold av listen forestås av Forbundet.

### **Oversikt over selskaper registrert på OTC-listen i 2008**

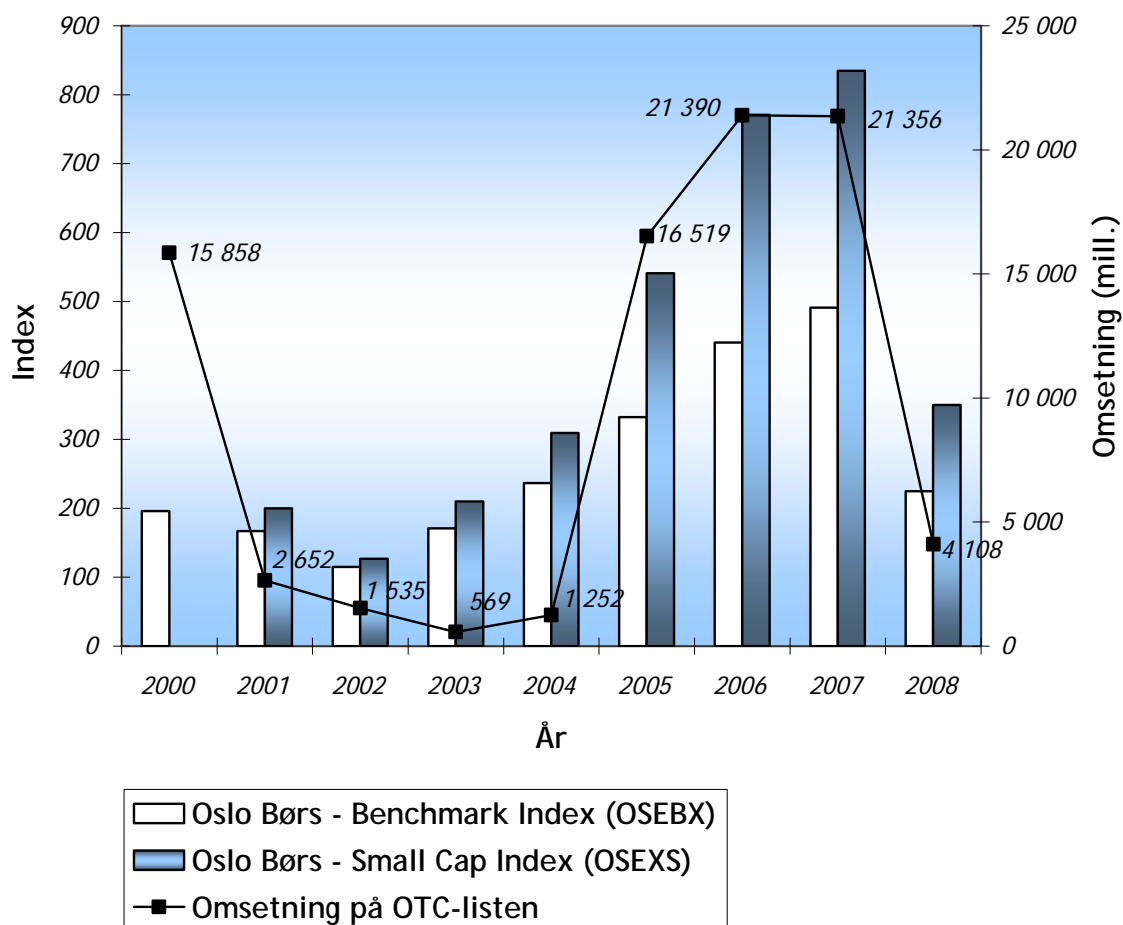
Kun 4 nye selskaper ble registrert på OTC-listen i løpet av 2008, mens 25 selskaper ble avregistrert. Av disse 25 ble 8 notert på Oslo Børs eller Oslo Axess.

Ved årsskiftet var det registrert 116 aksjer i OTC-systemet, hvorav 85 notert på A-listen og 31 notert på B-listen. Selskapene hadde en samlet markedsverdi på ca. NOK 39 milliarder.

### **Omsetning i 2008**

Omsetningen av unoterte aksjer i 2008 endte på ca. NOK 4,1 mrd. Omsetningen i både 2006 og 2007 var på ca. NOK 21,4 mrd. Statistikken viser at omsetningen av aksjer på OTC-listen i stor grad påvirkes av verdiutviklingen av aksjer notert på Oslo Børs, jfr. tabellen nedenfor.

## Omsetning på OTC-listen og Oslo Børs indekser (2000-2008):



### De 5 mest omsatte selskap i 2008:

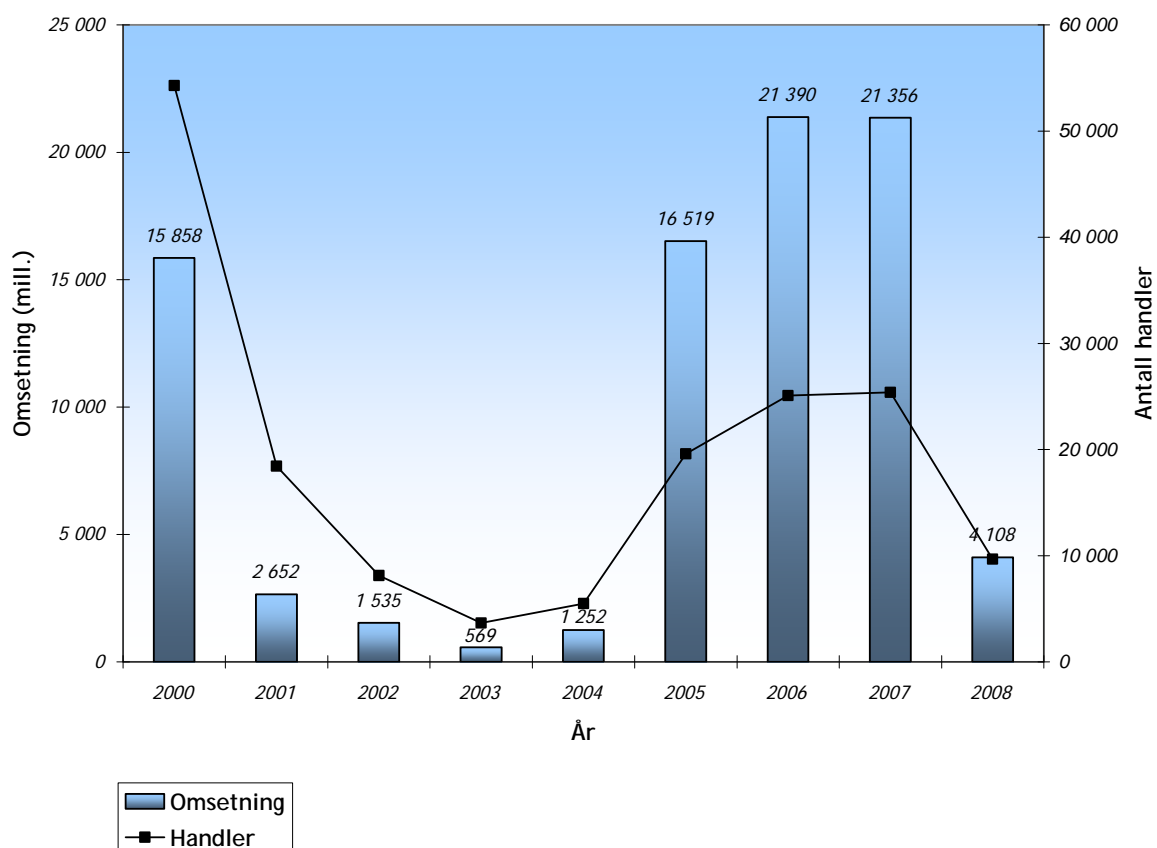
1. Flex LNG Limited (FLNG)	899 240 944
2. Seawell Ltd. (SEAW)	384 744 307
3. Yantai Raffles Shipyard Ltd. (YRSL)	384 058 662
4. Skeie Drilling & Production ASA (SKDP)	321 657 605
5. Sea Production Ltd. (SEAP)	253 074 893

### Omsetning:

899 240 944  
384 744 307  
384 058 662  
321 657 605  
253 074 893

Etter noen ”toppår” med omsetning i OTC-markedet (2005-2007) har imidlertid omsetningen i 2008 vært lav. Den totale omsetningen i 2008 var omtrent på tilsvarende omsetningsnivå som på ett kvartal i 2007. Allikevel var omsetningen i 2008 høyere enn omsetningsnivået fra 2001 til 2004 (jfr. tabellen nedenfor). Som følge av en lav omsetning i OTC-markedet i 2008 ble det kun innhentet ca. NOK 5 mrd. i egenkapital til selskapene på OTC-listen mot ca. NOK 20,4 mrd i 2007.

### Omsetning og handler på OTC-listen (2000-2008):



### Oppgradering av OTC-systemet

OTC-systemet fikk en oppgradering mot slutten av 2008 med to nye funksjoner i menyvalget; historikk og statistikk. Historikkfunksjonen gjør det mulig for brukerne av OTC-systemet å søke på historiske kurser både i aktive og passiviserte selskaper. Statistikkfunksjonen gir en oversikt over handler i de enkelte selskapene, samt en oversikt over omsetning, volum og antall handler i et enkelt foretak som igjen kan sammenliknes med det totale tallet i et selskap.

### Meldingssystemet

Selskapene på A-listen benytter seg av et meldingssystem for distribusjon av selskapsinformasjon til markedet. Ved utløpet av 2008 var som nevnt tidligere 85 selskaper tilsluttet dette meldingssystemet. 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. Selskapsinformasjonen er tilgjengelig i realtid i meglernes handelsstøttesystem (OTC-systemet). I tillegg kan man på Forbundets hjemmeside få tilgang til alle meldinger som legges ut. Kurs- og selskapsinformasjon sendes ut til informasjonsdistributører hvert 2. minutt i systemets åpningstid (kl. 09.00 – 16.30).

## 11 Komitéer

Forbundets komiteer behandler faglige spørsmål vedrørende de forskjellige markedene samt back-office funksjonen. Komitéene, med unntak av Etisk Råd, skal som hovedregel bestå av 5 medlemmer med to varamedlemmer og oppnevnes for en periode av to år. Komitéene fungerer på ad hoc basis. Komitéene konsulteres når det oppstår problemstillinger knyttet til komitéens arbeidsområde.

Medlemskapet i komitéene skal være personlig i den forstand at medlemmet ikke går ut av komitéen ved skifte av arbeidsgiver innen bransjen. For perioden 2008 har Forbundets komiteer hatt følgende sammensetning:

### Etisk Råd:

<b>Prof. Dr. jur. Geir Woxholth</b> (leder)	Juridisk Fakultet, Universitetet i Oslo
<b>Martin Hagen</b>	First Securities ASA
<b>Randi Nordstrøm</b>	SEB Enskilda AS
<b>Gunnar Laksesvela</b>	DnB NOR Markets
<b>Asbjørn Wangerud</b>	Global Fondsformidling AS
<b>Jan Pollestad</b>	Nordea Markets
<b>Tom Kristoffersen</b>	Carnegie ASA
<b>Roar Hatling</b>	ABG Sundal Collier Norge ASA
<b>Geir Stenseth</b> (varamedlem)	First Securities ASA
<b>Inger Oddny Nergård</b> (varamedlem)	Fokus Bank (Filial av Danske Bank A/S)

### Aksjemarkedskomitéen:

<b>Geir Stenseth</b>	First Securities ASA
<b>Paal Karstensen</b>	DnB NOR Markets
<b>Hans Petter Michelsen</b>	ABG Sundal Collier Norge ASA
<b>Morten Torgersen</b>	SEB Enskilda AS
<b>Knut Thomesen</b>	Carnegie ASA
<b>Ståle Schmidt</b>	Fondsfinans ASA

### Rente- og valutakomitéen:

<b>Olav Hofstad Gunnes</b>	DnB NOR Markets
<b>Thorodd Bakken</b>	SEB Enskilda AS
<b>Ole Christian Schjørn</b>	Nordea Markets
<b>Inge Edvardsen</b>	Pareto Securities AS
<b>Per Olav Glendrange</b>	Fokus Bank (Filial av Danske Bank A/S)
<b>Einar Lyche</b>	Fondsfinans ASA

### Aksjederivatkomitéen:

<b>Arne Lien</b>	Fondsfinans ASA
<b>Ørjan Stokkeland</b>	SEB Enskilda AS
<b>Janicke Førde</b>	Nordea Markets
<b>Thor Gunnar Olsen</b>	DnB NOR Markets
<b>Andre Ødegaard</b>	Carnegie ASA



**Systemteknisk komité:**

**Knut Erik Robertsen**  
**Per Tharaldsen**  
**Gunnar Guldal**  
**Hans Martin Johansen**  
**Olav Skjervheim**  
**Steinar Grande**  
**Arild Tømmerås**

SEB Enskilda AS  
ABG Sundal Collier Norge ASA  
DnB NOR Markets  
Nordea Markets  
First Securities ASA  
Carnegie ASA  
Argo Securities AS

**Oppgjørskomiteén (VPS):**

**Janicke B. Skaret**  
**Randi Amb Dyrdal**  
**Harald Tesaker**  
**Line Ødegård**  
**Marit Landmark**  
**Bente Bonafede**  
**Marius Høvik**  
**Sven Kruth**  
**Morten Jakobsen**

SEB Enskilda AS  
Handelsbanken Markets  
First Securities ASA  
SEB Enskilda AS  
Arctic Securities ASA  
ABG Sundal Collier Norge ASA  
DnB NOR Markets  
Nordnet Bank NUF  
DnB NOR Markets

**Compliancekomiteén:**

**Lars Gjørvad**  
**Bjørn Haakon Steive**  
**Vibeke Wang**  
**Frede Aas Rognlien**  
**William Jensen**  
**Hanne Leirbukt Pedersen**  
**Mette Eriksen**  
**Roar Hatling**

Carnegie ASA  
First Securities ASA  
Nordea Markets  
SEB Enskilda AS  
Verdispar Securities AS  
DnB NOR Markets  
Pareto Securities AS  
ABG Sundal Collier Norge ASA

**Verdipapirjuridisk forum:**

**Frede Aas Rognlien**  
**Jan Bjørnsen**  
**Håvard Vikse**  
**Audun Moen**  
**Jørgen Ulvness**

SEB Enskilda AS  
Nordea  
Argo Securities AS  
DnB NOR Markets  
First Securities ASA

**MiFID komitéén:**

**Morten Brundtland**  
**Sten Inge Lippert**  
**Morten Ingar Hansen**  
**Bjørn Håkon Steive**  
**Thorbjørn Sætre**  
**Frede Aas Rognlien**  
**Rune Ruud**  
**Hanne Pedersen**  
**Lars Gjørvad**  
**Inger Oddny Nergård**  
**William Jensen**

Carnegie ASA  
First Securities ASA  
First Securities ASA  
First Securities ASA  
Nordea Markets  
SEB Enskilda AS  
ABG Sundal Collier ASA  
DnB NOR Markets  
Carnegie ASA  
Fokus Bank (Filial av Danske Bank A/S)  
Verdispar Securities AS

**Valgkomitéen:**

**Martin Hagen (leder)**

**Anders Onarheim**

**Jan-Tore Aschim**

First Securities ASA

Carnegie ASA

SEB Enskilda AS

## 12. Medlemsliste pr. 31. desember 2008

**Ordinære medlemmer (38):**

- ABG Sundal Collier Norge ASA
- Acta Holding ASA
- Agilis Færder Securities ASA
- Arctic Securities ASA
- Argo Securities AS
- Axir ASA
- Carnegie ASA
- Christiania Securities AS
- DnB NOR Markets
- Fearnley Fonds ASA
- First Securities ASA
- Fokus Bank (Filial av Danske Bank A/S)
- Fondsinans ASA
- Handelsbanken Markets
- Medici Corporate ASA
- Netfonds Bank ASA
- Nordea Markets
- Nordnet Bank NUF
- Norne Securities AS
- NRP Securities ASA
- Orion Securities AS
- Orkla Finans Kapitalforvaltning AS
- Pareto Online AS
- Pareto Private Equity AS
- Pareto Securities AS
- Pareto Universal Fonds AS
- RS Platou Markets AS
- SEB Enskilda AS
- Skandinaviska Enskilda Banken
- Sparebank 1 Nord-Norge Securities ASA
- Sparebanken Møre
- Sparebanken Sogn og Fjordane
- Sparebank 1 SR-Markets
- Sparebanken Vest
- Storebrand Bank ASA
- The Royal Bank of Scotland Plc  
Norwegian Branch
- VentureLab AS
- Verdispar Securities AS

**Assosierte medlemmer (3):**

- Cosmos Markets ASA
- Norden Fondsmeglerforretning ASA
- WarrenWicklund Asset Management AS