

Årsberetning 2010



OKSEN OG BJØRNEN representerer optimisme og pessimisme. Markedet i 2010 var preget av begge

Innhold

1.	Innledning	3
1.1	Styreleder har ordet	3
1.2	Tillitsvalgte og ansatte	5
1.3	Medlemmer	5
2.	Verdipapirmarkedet i perioden	6
2.1	Rentemarkedet	6
2.2	Aksjemarkedet.....	8
3.	Arbeid med rammebetingelser	11
3.1	Internasjonale reguleringer - bakteppet	11
3.1.1	Finanskrisen.....	11
3.1.2	Endringer i infrastrukturen	12
3.1.3	Flash-krasjet den 6. mai 2010.....	12
3.1.4	Erfaringene med MiFID	14
3.2	Direktivforslag	14
3.2.1	Shortsalg.....	14
3.2.2	OTC derivater	15
3.2.4	MiFID revisjon - hovedpunkter	16
3.2.4.1	Infrastruktur/aksjemarked.....	17
3.2.4.2	Transaksjonsrapportering	18
3.2.4.3	Investorbeskyttelse	18
3.2.4.4	Organisatoriske bestemmelser	19
3.2.4.5	Annet.....	20
3.2.4.6	Prospektreglene	20
3.2.4.7	Markedsmisbruksreglene	20
3.3	Ny europeisk tilsynsstruktur	21
3.4	Nasjonale reguleringer	22
3.4.1	Egenhandel for ansatte	22
3.4.2	Tilknyttede agenter	23
3.4.3	Lydopptak	23
3.4.4	Bonusregulering	24
3.4.5	Bransjenormer	25
4.	Nordisk samarbeid	25
5.	Organisatoriske forhold.....	26
5.1.1	Oslo Børs	26
5.1.2	Oslo Clearing	27
5.1.3	Verdipapirsentralen (VPS).....	28
6.	FinansNettNorge.....	28
7.	Autorisasjonsordningen.....	29
8.	Seminarer	30
9.	Fondsmeglernes Informasjonstjeneste AS (FINFO)	30
9.1	Informasjonssystemet (OTC-systemet)	30
9.2	Meldingssystemet	31
9.3	Oversikt over selskaper	31
9.4	Omsetning	31
10.	Komiteer.....	34
11.	Medlemsliste pr. 31. desember 2010	37

1. Innledning

1.1 Styreleder har ordet

I årsberetningen i fjor beskrev jeg 2008 og 2009 som to bemerkelsesverdige år; aksjekursene på Oslo Børs falt med 54 pst. i 2008 for så stige med 64,9 pst. i 2009. Begge årene var rekordår på henholdsvis den negative siden og den positive siden. 2010 ble et mer normalt år med en kursstigning på 18,3 pst. Aksjeomsetningen på Oslo Børs steg med drøyt 18 pst, fra 1 528 milliarder til 1 813 milliarder. Antall transaksjoner var rundt 4 million høyere enn i 2009. Emisjonsnivået var i likhet med 2009 svært høyt. Hele 60 milliarder ble hentet inn i frisk egenkapital til norske selskaper, og det ble hentet inn rundt 633 milliarder i fremmedkapital gjennom emisjoner og utvidelser av eksisterende av obligasjonslån. Aksjonærene i de børsnoterte selskapene kunne glede seg over et høyere utbyttensnivå enn i 2009 (50 milliarder mot 35 milliarder)

Omsetningen av obligasjoner og sertifikater (eks repo) økte fra 1 332 milliarder i 2009 til 1 163 milliarder i 2010. Omsetningen av obligasjoner alene var noe høyere i 2010 enn i 2009 (424 milliarder mot 394 milliarder).

Våre medlemmer vil ventelig få noe bedre driftsinntekter enn i 2009. Tall som ble publisert av Finanstilsynet for de to første kvartalene i 2010 tyder på at det er forbedrede inntekter for de fleste forretningsområder, og at totaltallene trekkes ned som følge av svikt i inntektene fra bankenes handel med rente- og valutainstrumenter. Inntektene fra området ”investeringsrådgivning” ser ut til å øke ganske kraftig fra 2009 til 2010. Det kan tyde på at skepsisen til alternative investeringer etter år med negativ publisitet og advarsler fra myndighetene, er i ferd med å avta.

I forrige årsberetning hadde vi en bred omtale av strukturendringene som skjer innen verdipapirhandel i Europa. I denne årsberetningen har vi viet kommende endringer i regulering av verdipapirforetak og markedene bred omtale. Finanskrisen har skapt et politisk behov for mer omfattende regulering av finansmarkedene og dets aktører. Bakgrunnen for reguleringen er å finne i politiske beslutninger i internasjonale organer som G20 og EU-kommisjonen. Disse institusjonene har vært drivkreftene bak en bølge av nye reguleringer som iverksettes i USA, Europa og Asia. I Europa har også fragmenteringen av markedene for aksjehandel ført til behov for regulering.

På det nasjonale plan har regulering av bonusordningene i verdipapirforetak og banker vakt betydelig oppmerksomhet og diskusjon gjennom fjoråret.

Vi har ikke problemer med å støtte til det overordnede mål for regulering av bonuser i finanssektoren, nemlig at slike ordninger også skal bidra til å fremme og gi incentiver til god styring av og kontroll med foretakets risiko, motvirke høy risikotaking og bidra til å unngå interessekonflikter slik det er uttrykt i forskriften om bonusordninger. Men vi måtte protestere da det så ut til at Finansdepartementet ville fastsette strengere regulering av bonusordninger enn kravene fra EU. Norske finansforetak bidro på ingen måte til finanskrisen som begynte i 2007. Det er godt mulig at usunne bonusordninger i de store internasjonale bankene og investeringsbankene kan ha vært ett av elementene som bidro til at disse bankene tok uansvarlig høy risiko ved utlån, kjøp av finansielle instrumenter, egenhandel og lignende. Det er imidlertid ikke påvist tilsvarende problemer i Norge. Det ville klart svekke norske verdipapirforetaks konkurransevne mot de utenlandske verdipapirforetakene, dersom vi

Norge skulle innføre strengere reguleringer enn EU-reglene. De endelige forskriftene ble heldigvis endret i forhold til utkastet, og fikk et innhold som samsvarer ganske godt med EU-reglene.

På det internasjonale plan har aktiviteten til såkalte High Frequency Tradere vært diskutert. High Frequency Tradere betegnelse på aktører som spesialiserer seg på høyhastighetshandel og programmerer algoritmer for å oppnå et høyt volum på børsene. De bruker kraftige datamaskiner som kan prosessere opptil 30 000 ordre i sekundet. Denne virksomheten har økt betydelig i omfang de siste årene. Det er anslått at mellom 60-70 pst av det totale handelsvolumet i USA i 2010 er utført av High Frequency Trading strategier. I Europa utgjør dette tallet ca. 35 pst, og Nasdaq OMX Nordic har anslått at High Frequency Trading utgjør ca. 13 pst av deres volum.

En vanlig strategi som benyttes av slike tradere, er å sende tusenvis av ordre til markedsplassene, for så å kansellere en stor andel av ordrene innen brøkdelen av et sekund. Gjennom denne strategien får traderene mulighet til å "se" det totale ordrevolumet til andre foretak, og kan dermed handle på informasjon som i praksis ikke er tilgjengelig for andre medlemmer av markedsplassen. Dette fører til at mer langsiktige investorer flytter handelen til Dark Pools hvor ordre kan plasseres uten å bli synlige i markedet. Også mange daytraderer har trukket seg ut av markedet som følge av denne aktiviteten. Mange mener at denne aktiviteten er en form for front running, og bør rammes av bestemmelsene som forbyr markedsmisbruk. Søkelyset på High Frequency Tradere fra myndighetenes side har også økt etter Flash Crash'et i USA 6. mai 2010. Både i USA og Europa forsøker myndighetene å finne egnet regulering av denne aktiviteten. Problemet er at det er vanskelig å finne reguleringsmekanismer som ikke samtidig rammer verdipapirforetaks algoritmehandel som for eksempel brukes for å oppfylle kravene til best execution.

Senere i denne årsberetningen har vi omtalt nordisk og internasjonalt samarbeid. Fordelen med slikt samarbeid er dels at Forbundet får bedre innsikt i endringer i rammebetingelser og handelsmønstre internasjonalt, og dels at Forbundet kan øke sin innflytelse ved å stå sammen med andre organisasjoner i virksomhet rettet mot internasjonale organisasjoner, markedsplasser, ccp'er m.fl. De nordiske meglerorganisasjonene dannet Nordic Securities Association (NSA) blant annet for å styrke de nordiske meglerforetaks innflytelse mot Nasdaq OMX og for å ha en nordisk stemme mot EU-myndighetene. Aktiviteten i NSA har vært høy i 2010, og det er avgitt en rekke høringsuttalelser til forslag fra CESR og EU-kommisjonen. NSA har i sin strategiplan for virksomheten bestemt at hovedfokus bør være aksjemarkedsspørsmål og kommende regulering av OTC-derivater. Etter at LIBA fusjonerte med den europeiske filialen av den amerikanske organisasjonen SIFMA og ble til AFME, har det gode samarbeidet som Forbundet og NSA har hatt med tidligere LIBA de siste årene mer eller mindre opphørt. AFME domineres av de store internasjonale investeringsbankene, og det viser seg at det på mange områder er store forskjeller i synspunkter på reguleringsforslagene fra EU-kommisjonen. Derfor har NSA satset mer på samarbeidet med den European Banking Federation (EBF). Denne organisasjonen har mer sammenfallende synspunkter med de nordiske aktørene.

1.2 Tillitsvalgte og ansatte

Styret har i perioden etter generalforsamlingen 22. april 2010 bestått av:

Styreleder:	Per-Ove Breivold	(ABG Sundal Collier ASA)
Nestleder:	Tom Kristoffersen	(Carnegie ASA)
Styremedlem:	Petter Bakken	(Arctic Securities ASA)
Styremedlem:	Ole Henrik Bjørge	(Pareto Securities AS)
Styremedlem:	Jørgen Pleym Ulvness	(First Securities AS)
Styremedlem:	Hans Henrik Klouman	(SEB Enskilda AS)
Styremedlem:	Paal Karstensen	(DnB NOR Markets)
1. Varamedlem:	Arne Lien	(Fondsfinans ASA)
2. Varamedlem:	Mark Carey	(Argo Securities AS)

Administrasjonen har i beretningsperioden bestått av:

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

Gro Opsanger Rebbestad fratradte sin stilling i Norges Fondsmeglerforbund ved utløpet av 2010.

1.3 Medlemmer

Forbundet har ved utløpet av beretningsperioden 43 medlemmer; hvorav 39 er ordinære og 4 assosierte medlemmer.

Følgende nye medlemmer ble tatt opp i 2010:

- Norsk Finansmegling AS (assosiert)
- Sparebank 1 SMN Markets
- Norsk Fondsrådgivning AS (assosiert)
- CMC Markets UK Plc. Oslo
- Finanssenteret AS
- Nordic Securities AS
- Skandiabanken AB (NUF) (medlem f.o.m. 1. januar 2011)

Følgende medlemmer ble strøket fra medlemslisten:

- Pareto Online AS
- Axir ASA
- NRP Securities ASA
- Norden Fondsmeglerforretning ASA

Øvrige endringer:

- Pareto Private Equity AS har endret navn til Pareto Project Finance AS
- Warren Capital AS har endret navn til Warren Bank AS
- Handelsbanken har endret navn til Handelsbanken Capital Markets

- Orion Securities AS har endret navn til Terra Markets AS
- Pareto Universal Fonds AS har endret navn til Pareto Wealth Management AS
- Orkla Finans Kapitalmegling AS har endret navn til Vilfredo Kapitalforvaltning AS

2. Verdipapirmarkedet i perioden

2.1 Rentemarkedet

Det globale konjunkturoppsvinget ble sterkere enn ventet i 2010, med gode bidrag både fra industrilandene og fra fremvoksende økonomier. IMF anslår veksten i globalt BNP til 5%, på linje med veksten i årene før finanskrisen. Men ettersom veksten var lav i 2008 og BNP falt for første gang siden 2. verdenskrig i 2009 er aktivitetsnivået samlet sett fortsatt lavt og ganske sikkert langt lavere enn normalt, i det minste i rike land. Arbeidsledigheten i rike land har begynt å falle, men den er fortsatt høy. Eftervirkningene av finanskrisen er fortsatt merkbare for mange millioner arbeidstakere – og boligeiere i mange land. Bedriftenes inntjening har imidlertid tatt seg kraftig opp og er i mange land nå nesten tilbake til toppnivåene før krisen. Prognosene for 2011 har blitt oppjustert de siste månedene og ved utgangen av 2010 var veksten igjen trolig tiltakende. Noen rike land har begynt en forsiktig normalisering av de kortsiktige rentene, mens flere fremvoksende økonomier går raskere fram fordi de ligger lenger frem i sykelen. Men alt gikk ikke på skinner i 2010.

Store budsjettunderskudd og høy statsgjeld i mange rike land og ekstra utfordringer i Hellas utløste den første bølgen med oppgang i statsobligasjonsrentene for flere land i Europa, særlig for PIGS (Portugal, Irland, Hellas og Spania). Alle disse landene måtte vedta store, ekstra innstramminger på statsbudsjettene – og de har fortsatt med det gjennom hele 2010. I mai opprettet EMU-landene sammen med IMF en langt større låneordning enn noen hadde sett for seg for å kunne yte lån til medlemsland som ikke kunne klare å finansiere seg i markedet. Lånebetingelsene er ikke spesielt gunstige (3 prosentpoeng påslag til tyske renter), men likevel lavere enn markedsrentene. I november ble det klart at også Irland måtte søke bistand fra det europeiske stabilitetsfondet. Her var ikke svake statsfinanser før krisen problemet, men at staten valgte å sikre alle långiverne og innskyterne i bankene fullt ut. Den voldsomme ekspansjonen i bankene i årene før den irske bygge- og låneboblen sprakk, førte til like voldsomme tap i bankene. Staten har påtatt seg ansvaret for tapene og finansierer ved å låne penger hos velvillige naboer. Det var også stor usikkerhet knyttet til spanske bankers situasjon, etter den kraftige bygge- og gjeldsoppgangen også her.

EMU-landene diskuterte gjennom 2010 endringer i regelverket for restrukturering av medlemsstaters gjeld og hvilket ansvar private långivere til bankene skal ha. Samtidig forsterkers nødhjelpsapparatet for land som havnet i problemer, slik at de kan klare å bringe orden i sine økonomier. I 2011 vil vi nok få testet disse mekanismene.

Andre land har like store eller til dels langt større utfordringer med større budsjettunderskudd og statsgjeld enn PIGS-landene, men de har stort sett gått fri for markedenes mistro. USA vedtok nye skatteuttak for 2011 og i Japan gjøres lite for å få underskuddene ned over tid. Storbritannia vedtok i 2010 kraftige budsjettuttak og skatte- og avgiftsøkninger. Konsekvensene for veksten på kort sikt er usikre.

I fremvoksende økonomier tiltok inflasjonen raskere enn ventet i 2010. Mye forklares med oppgangen i råvareprisene, både metaller, mat og olje har steget kraftig i pris. Noe av dette skyldes lavere produksjon på grunn av midlertidige forhold, men også sterk vekst i etterspørselen på grunn av veksten i fremvoksende økonomier, med Kina i spissen. Deler av økningen i prisveksten skyldes imidlertid også økt lønnsvekst og sterk vekst i etterspørselen også etter andre varer og tjenester. Myndighetene i flere fremvoksende økonomier har derfor strammet inn penge- og kredittpolitikken med renteøkninger, økninger i reservekrav og andre direkte tiltak for å bremse kredittveksten og veksten i økonomien.

Rentene på statsobligasjoner i rike land, særlig i USA, falt frem til utpå høstparten. I USA annonserte sentralbanksjef Bernake i august at Federal Reserve kunne øke kjøpene av statsobligasjoner for å få ned de langsiktige rentene. Senere på høsten ble "QE 2", kvantitativ lettelse nr. 2 vedtatt av FOMC. Da hadde lange renter allerede falt mye – men før året var omme hadde de steget kraftig igjen. Det var neppe frykt for inflasjonen som bidro mest, men troen på at Feds tiltak, sammen med nye skattekutt, kunne få fart på amerikansk økonomi. Samtidig tiltok veksten i amerikansk økonomi igjen mot slutten av året. Men for året under ett, endte lange statsrenter 30 – 50 basispunkter ned i rike land og dermed ble avkastningen tilfredsstillende, selv om renten ved inngangen til året var lav, historisk sett.

Europeiske og norske statsobligasjonsrenter fulgte delvis med rentene i USA ned, og deretter opp. Verken i USA, EMU eller i UK ble styringsrentene endret i 2010.

Under finanskrisen i 2008 og starten på 2009 fungerte ikke markedet for private kredittobligasjoner. Utover i 2009 og gjennom 2010 kom obligasjonsmarkedet for bedrifter kraftig tilbake. Kredittpåslagene falt svært raskt og emisjonsvolumene steg kraftig. Den bakenforliggende årsaken er at antallet konkurser har falt svært raskt. Konkursraten globalt har kommet tilbake til et svært lavt nivå, allerede to år etter finanskrisen. Tilgangen til kreditt over obligasjonsmarkedet har bidratt til oppgangen i økonomien også; bedriftenes investeringer bidro bra til veksten i 2010.

Aksjemarkedene steg 10 – 20% i fjor, drevet av økt inntjening i bedriftene og styrket forventninger til vekst i verdensøkonomien de neste årene.

Dollaren falt både mot euro og japanske yen i fjor, mest mot yen. EUR/USD svingte mye med frykten for statsfinansene i PIGS-landene. Etter et sterkt press fra mange land, særlig USA, lot kinesiske myndigheter sin yuan begynne å appresiere igjen i juni, etter to års pause med fast kurs mot en synkende dollar.

Selv om innenlandsk etterspørsel også i Fastlands-Norge falt kraftig under denne nedturen, førte en kraftig reduksjon i importen til at konsekvensene for produksjonen i Norge ble langt mindre enn i andre rike land. Oljeinvesteringene holdt seg også oppe inntil nedgangen i Fastlandsetterspørselen var unnagjort. Veksten i 2010 ble noe lavere enn ventet ved inngangen av året, men BNP akselererte noe gjennom året. Økt privat forbruk bidro mest til veksten, men også offentlig etterspørsel bidro. Oljeinvesteringene falt, som Fastlands-bedriftenes investeringer, men falltakten for begge ble dempet gjennom året.

Arbeidsledigheten ble stabilisert rundt 3,5%, men det var ingen vekst i sysselsettingen gjennom året. Bedriftene var forsiktige med redusere bemanningen under nedturen og er trolig tilsvarende forsiktige med å øke bemanningen i første del av oppturen.

Bedriftsundersøkelsene indikerer imidlertid økt sysselsetting i 2011. Lønnsveksten var rundt 3¼ % i 2010 og prisveksten ble 2,4% samlet og 1,4% utenom energi og avgifter. Boligprisene bunnet i slutten av 2008, og etter en periode med moderat vekst, tiltok prisoppgangen i slutten av 2010. Kredittveksten tiltok også moderat gjennom året. Husholdningene har fortsatt å øke gjelden noe raskere enn inntektene. Bedriftenes gjeldsgrad falt under nedturen og gjelden stiger fortsatt lavere enn selskapenes inntekter.

Norges Bank hevet signalrenten en gang i 2010, til 2%. Ved inngangen til året ventet både Norges Bank og markedet noe mer enn det. Likevel steg de langsiktige statsobligasjonsrentene med 50 basispunkter og 10 år stat endte på 3,68%, et svært lavt nivå historisk sett.

Kronekursen steg marginalt gjennom 2010, selv om oljeprisen og andre råvarepriser steg kraftig og den globale risikoappetitten tiltok.

I løpet av 2010 ble det omsatt (eks. repo) for 423 milliarder. kroner i obligasjoner og 1.229 milliarder i sertifikater, sammenlignet med hhv. 394 milliarder og 938 milliarder. året før. Omsetning i statsobligasjoner var 333 milliarder mot 294 milliarder i 2009. Den utestående beholdningen av obligasjoner steg 10% til 559 milliarder, hvorav statsobligasjonene utgjorde 237 milliarder. Sertifikatgjelden falt 4% til 295 milliarder, hvorav nesten alt er statssertifikater.

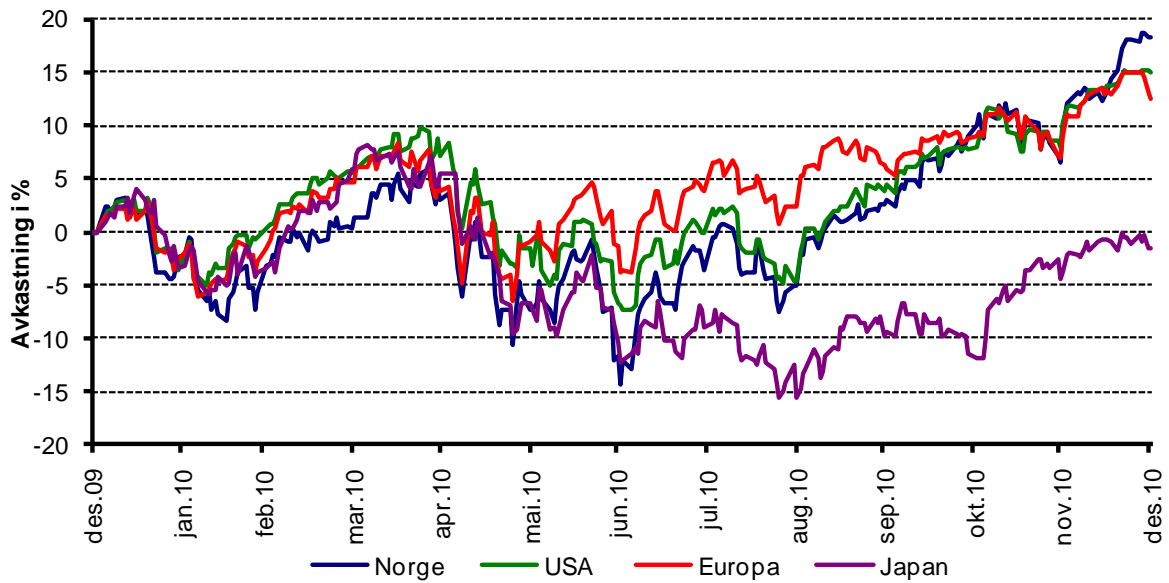
Det ble lagt ut nye obligasjonslån for ca 633 mrd. mot ca 671 mrd i 2009.

2.2 Aksjemarkedet

Etter et katastrofalt år (hovedindeksen ned 54% i 2008) og et fantastisk år (hovedindeksen opp 65% i 2009) er det kanskje ikke overraskende at 2010 ble et år med mer moderat utvikling på Oslo Børs. Hovedindeksen steg 18,4% i 2010, noe som er meget tilfredsstillende sammenlignet med bankinnskudd.

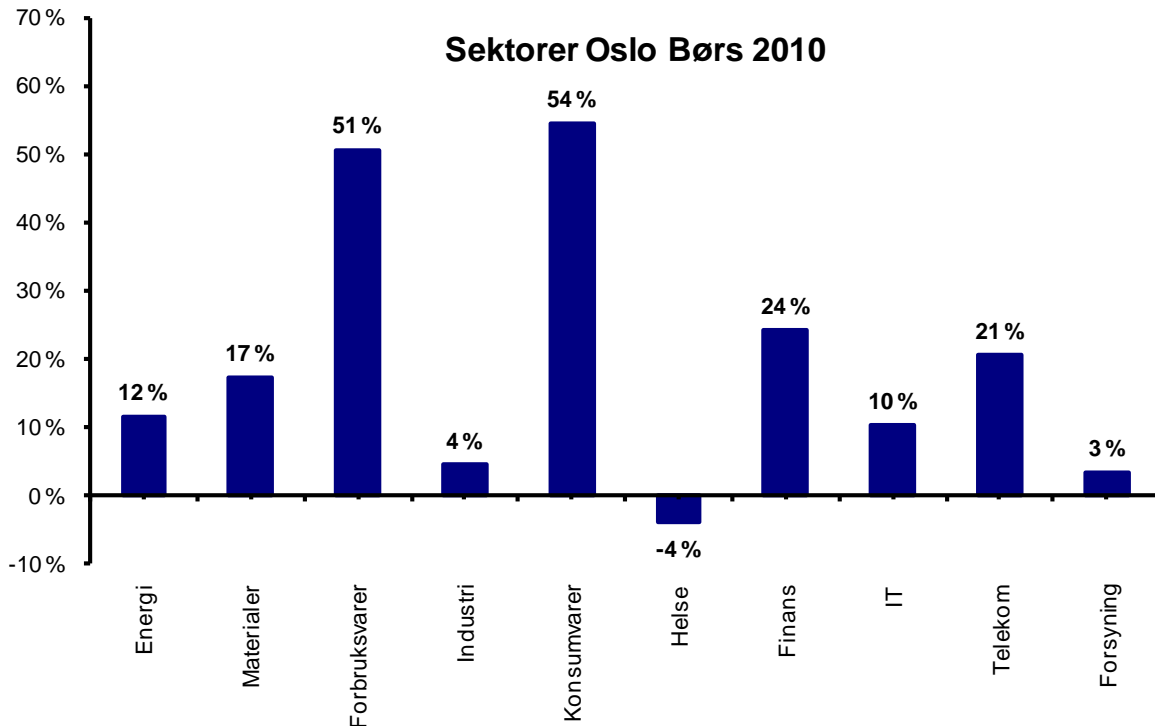
Både den svenske og den danske børsen var bedre enn den norske i 2010 med en oppgang på hhv 24,9% og 32,8%. Men det norske aksjemarkedet var bedre enn de største, således steg det amerikanske 15,1% (Standard & Poor 500) og det europeiske 12,6% (Bloomberg 500), mens det japanske falt 1,56% (Nikkei 225). Alle avkastningstallene i dette avsnittet er i lokal valuta.

Utvikling verdens aksjemarkeder 2010 Lokal valuta



Oslo Børs viste betydelige svingninger gjennom året. Børsen var negativ i syv måneder, mens det var oppgang i fem. I enkelte måneder var kursutslagene store, over 10%. I mai falt hovedindeksen 10,1%, mens oppgangen i juli og desember var hhv 10,3% og hele 11,5%.

De fleste sektorene på Oslo Børs viste oppgang året sett under ett. De to beste sektorene var de to forbruksvare-sektorene (Consumer Staples og Consumer Discretionary) som begge steg over 50%. Financials steg 24%. Dårligste sektorer var Industrials (+4%), Utilities (+3%) og Health care (-4%).



Den svake begynnelsen på 2010 forklares med frykt for ”double dip”, altså nok en betydelig økonomisk nedgang kort tid etter finanskrisen i 2008. Fra årets begynnelse ble frykten forsterket av at Kina innførte tiltak for å begrense veksten i landet, f.eks økte man bankenes reservekrav. Utover vinteren kom det gode makrotall fra USA og frykten for ”double dip” avtok. Men så kom det en ny usikkerhet inn i markedene. De greske statsfinansene var betydelig svakere enn man trodde, og etterhvert kom det frem at flere europeiske land hadde svake statsfinanser. I tillegg til Hellas gjaldt dette særlig Spania, Italia, Irland og Portugal. Euro-samarbeidet ble satt på en betydelig prøve, men ved hjelp av ulike tiltak fikk man i markedene etterhvert tillit til man klarte å håndtere problemene. I september kom optimismen tilbake til markedet for fullt, og hovedindeksen steg 9%.

Mot slutten av 2010 ble det klart at veksten i verdensøkonomien var sterkere enn de fleste hadde forventet. Kina og India er svært viktige bidragyttere til den økonomiske veksten, men en rekke andre land viser også god vekst, f.eks land som Korea, Mexico, Tyrkia og Indonesia. Dette viste at veksten er bredt fundert. På denne bakgrunn gikk man ut av 2010 med forventninger om god vekst i verdensøkonomien også i 2011.

En rekke råvarer steg betydelig i 2010. Rogers råvareindeks steg hele 17% i 2010 (i USD). Det er særlig energi- og matvareprisene som dro prisene opp. Oljeprisen svingte mellom 70 og 95 USD pr fat i 2010 og endte året på godt over 90 dollar pr fat. Det er en oppgang på 20% (i USD) fra årets begynnelse. Kullprisen steg omtrent 50%. Det samme gjorde mais og hvete, mens kaffe steg hele 77% (i USD). Økningen i matvarepriser gir grunnlag for frykt for sosial uro i en del fattige land.

Samlet verdi av alle børsnoterte selskapene (aksjer og egenkapitalbevis) på Oslo Børs var NOK 1.737 mrd ved årets utgang. Dette er en økning på omlag NOK 224 mrd (+15%) i løpet av året. De 25 selskapene som er med i OBX-indeksen utgjør omlag 78% verdiene.

Omtrent to tredjedeler av selskapene notert på Oslo Børs og Oslo Axess viste positiv verdiutvikling i 2010. Åtte selskaper mer enn doblet verdien. Best var Oslo Axess-selskapet PCI Biotech som steg hele 380%. Best av selskapene på Oslo Børs var Nordic Semiconductor med en verdistigning på 140%. I den andre enden finner vi Hjellegjerde, Green Reefers og Reservoir Exploration Technology som begge opplevde et verdifall over 90%. Blant børsens største selskaper var DnB, Yara og Telenor best med en verdistigning på hhv 34%, 31% og 20%. Statoil var tilnærmet uendret, og Norsk Hydro falt 4%.

Omsetningen økte ca 20% i 2010 sammenlignet med 2009. Gjennomsnittlig dagsomsetning ble NOK 7,2 mrd sammenlignet med NOK 6,1 mrd i 2009 (NOK 9,9 mrd s i 2008). Antall transaksjoner økte til ca 76.000 pr dag sammenlignet med 63.000 pr dag i 2009. Den utenlandske eierandelen økte fra 34,0% ved årets begynnelse til 34,9% ved årets slutt. Emisjonsaktiviteten var høy. Selskapene på Oslo Børs og Oslo Axess hentet tilsammen NOK 61,9 mrd. Dette inkluderer betydelige nedsalg i Statoil Fuel & Retail og Gjensidige. Den største emisjonen ble gjort av Norsk Hydro som hentet NOK 10 mrd i forbindelse med oppkjøpet av aluminiumsvirksomheten i brasilianske Vale. SAS og REC gjennomførte også store emisjoner (NOK 4 mrd hver).

20 selskaper ble tatt opp til notering på Oslo Børs og Oslo Axess i 2010. Av disse var 13 norske og syv utenlandske. De tre største nye selskapene var Statoil Fuel & Retail, Gjensidige og Seawell. De to første selskapene er blant børsens 25 største selskaper. 13 selskaper ble strøket fra listene.

3. Arbeid med rammebetingelser

En av Forbundets viktigste oppgaver er å arbeide for gode og konkurransedyktige rammebetingelsene for medlemmene. Dette gjelder både i forhold til offentlige reguleringer og i forhold til vilkår som fastsettes av infrastrukturbedrifter.

Etter Finanskrisen har man sett en økende tendens til internasjonal bestemt ”top down” regulering. Tidligere startet gjerne en lovgivningsprosess med at det ble nedsatt et offentlig utvalg hvor behovet for regulering ble diskutert, og hvor innholdet av reguleringen ble foreslått ut fra et nasjonalt behov. Situasjonen er nå snudd på hodet ved at internasjonale politiske organer som for eksempel G20 setter i gang lovgivningsprosesser gjennom å avgi ”erklæringer”. Et typisk eksempel er Pittsburgh-erklæringen fra 25. september 2009 hvor det blant annet stilles krav til innholdet av regulering av shortsalg, OTC-derivatmarkedene og bonussystemene i finansinstitusjoner. Disse kravene følges så opp av nasjonale eller internasjonale myndigheter som for eksempel EU-kommisjonen. Siden retningen på reguleringen er politisk bestemt, er det krevende for markedsaktørene å påvirke annet enn detaljene. Som det fremgår senere i denne årsberetning, kan påvirkningsarbeid best gjøres gjennom samarbeid med andre organisasjoner som Nordic Securities Association (NSA) og European Banking Federation (EBF)

3.1 Internasjonale reguleringer - bakteppet

Da MiFID ble implementert i EU/EØS-landene i 2007, var ”løftet” fra EU-myndighetene at det ville gå lang tid før man måtte gjennom en tilsvarende prosess med ny regulering. EU-myndighetene uttalte den gangen at de heller ville sette inn ressurser på tilsyn med at MiFID ble implementert og praktisert likt i medlemslandene slik at EU’s mål om harmonisering av finansmarkedene i Europa blir realisert. Det ble erkjent fra EU-myndigheter at MiFID var blitt et unødig detaljert og komplisert regelverk. Det ble signalisert at fremtidens revisjon snarere ville være forenkling av regelverket enn påfyll av ny regulering. Det skulle imidlertid vise seg at det ikke tok lang tid før EU igjen begynte å produsere forslag til nytt regelverk, eller endringer av eksisterende regelverk. Det er flere årsaker til dette:

3.1.1 Finanskrisen

Finanskrisen som inntrådte for fullt i 2008 trigget et politisk behov for tiltak rettet mot finansmarkedene og dets aktører. Ikke minst i de landene hvor staten måtte redde konkurstruede banker med store kapitalinnsprøytinger, oppsto en politisk stemning som krevde at politikerne handlet.



En drivende kraft ble G20 som i flere erklæringer krevde nye reguleringer som skulle forhindre at nye kriser skulle kunne oppstå. Det ble pekt på markedspraksis som det – hvertfall ut fra et politisk ståsted – var påkrevet å regulere nærmere; bonusordninger i finansinstitusjoner, otc derivater og shortselling. Det ble sagt rett ut av Michel Barnier, Commissioner for Internal Markets & Services, at skjerpet regulering av finansmarkedene og finansinstitusjonene er nødvendig for å demme opp mot populistiske strømninger i Europa.

3.1.2 Endringer i infrastrukturen

Endringer i infrastrukturen for aksjemarkedet har gitt økt fragmentering og mindre oversikt både for kunder og for tilsynsmyndighetene. I årsberetningen for 2009 er disse strukturelle endringene gitt en bred omtale. Et av målene med MiFID var å fremtvinge økt konkurranse mot de tradisjonelle verdipapirbørser gjennom å åpne for drift av alternative markedsplasser og andre handelssystemer. MiFID beredte grunnen for fremveksten av en rekke nye markedsplasser for aksjehandelen i Europa. De tradisjonelle børsene har redusert avgiftene, modernisert handelssystemer, åpnet for nye handelsmetoder mv., men det har ikke kunnet demme opp for at en økende andel av børsnoterte aksjer handles på alternative markedsplasser eller handelssystemer. Det europeiske aksjemarkedet har blitt mer fragmentert og dermed mindre oversiktlig for investorene. Videre har økt innslag av såkalt High Frequency Trading skapt nye utfordringer for markedsplassene og tilsynsmyndighetene.

3.1.3 Flash-krasjet den 6. mai 2010

6. mai 2010 stupte kursene i flere amerikanske aksjer drastisk. Aksjer som allerede hadde sunket over 4 % fra sluttkurs dagen før, sank ytterligere 5-6 % i løpet av få minutter utover ettermiddagen, for så å stige igjen til tilsvarende nivå i løpet av få minutter. Flere av de nærmere 8 000 instrumentene som ble handlet denne dagen gjennomgikk liknende kursendringer, hvor kursene falt mellom 5 % og 15 %, før kursnivået ble gjenopprettet. Enkelte instrumenter gjennomgikk enda større prissvingninger. Over 20 000 handler i mer enn 300 instrumenter ble handlet på priser mer enn 60 % unna ”normale” verdier. Flere aksjer ble handlet så lavt som en penny, eller så høyt som \$100 000, før prisene stabiliserte seg på ”pre-crash” nivå.

Etter grundige undersøkelser publiserte den amerikanske Securities and Exchange Commission (SEC) og Commodity Futures Trading Commission (CFTC) en rapport om hendelsene som førte til flash-krasjet. Rapporten beskriver hvordan én stor handel i future-markedet påvirket all handel av finansielle instrumenter på markedsplassene i USA.

Et stort hedgefond initierte en salgsalgoritme på 75 000 E-Mini S&P futures kontrakter verdsatt til ca. \$4,1 mrd., som sikring av en eksisterende aksjeposisjon. Algoritmen ble programmert til å sende salgordre til "June 2010 E-Mini market" og å oppnå en execution-rate på 9 pst av omsetningen det foregående minutt uten å ta hensyn til pris eller tid. Normalt foregår et salg av denne størrelsen over lang tid, men da markedet allerede var under stress handlet salgsalgoritmen usedvanlig raskt, og utførte salgene i løpet av kun 20 minutter. High Frequency Tradere kjøpte initielt en stor andel av volumet og bygget dermed opp store longposisjoner. Disse traderne solgte så ut sine posisjoner i raskt tempo. Ettersom det var liten kjøpsinteresse blant mer langsiktige investorer, var det andre High Frequency Tradere som kjøpte posisjonene, for så å selge seg ut umiddelbart. Dermed ble de samme posisjonene kjøpt og solgt i høyt tempo mellom High Frequency Tradere. Nærmest simultant besluttet High Frequency Trading å trekke seg ut av markedet. Dette resulterte i mangel på likviditet og prisen falt ble dermed stort. Handel stoppet helt opp da Chicago Mercantile Exchange (CME) "Stop Logic Functionality" ble utløst for å hindre ytterligere prisfall. I løpet av kort tid opphørte salgspresset i E-Mini og kjøpsinteressen økte. Da handelen ble gjenopptatt stabiliserte prisene seg.

Rapporten viser at automatisk utførelse av ordre (programmerte algoritmer) kan føre til ekstreme prisendringer under stressende markedssituasjoner, spesielt dersom algoritmen ikke tar hensyn til pris. Videre kan samhandling mellom flere automatiske algoritmer raskt fjerne likviditet i markedet og føre til uro i markedet.

I etterkant av denne hendelsen har SEC fremmet forslag om å innføre "Circuit Breakers" på alle markedsplassene i USA, dvs. pause i handelen dersom det oppstår en prisendring på 10 % eller mer i en aksje i løpet av fem minutter.

Oversikt over kursbilde 6. mai 2010 da Dow Jones Industrial Average (DJIA) stupte 998,5 poeng, og utgjorde det største kursfallet på en intradagsbasis i DJIA's historie:



Kilde: WIKIPEDIA. The Free Encyclopedia

3.1.4 Erfaringene med MiFID

Erfaringene med MiFID bestemmelsene om investorbeskyttelse har også medført behov for revisjon. Det er dels et behov for å presisere uklarheter i regelverket og dels et behov for ytterligere å styrke investorbeskyttelsen.

Nedenfor vil det bli gitt en oversikt over ny og endret regulering som vil ha betydning for det norske markedet i de nærmeste årene:

3.2 Direktivforslag

3.2.1 Shortsalg

EU kommisjonen fremmet 15. september 2010 fremmet forslag til ny regulering (forordning) av shortsalg. Det gjenstår endelig vedtak i Europaparlamentet og Rådet. Ikrafttredelse av reguleringen er planlagt 1. juli 2012.

Reguleringen innebærer hovedsakelig:

- økt gjennomsiktighet (rapporteringsforpliktelser)
- forbud mot udekket shortsalg
- hjemmel for forbud mot shortsalg i de enkelte medlemsland under uvanlige markedsforhold (jfr. finanskrisen)
- visse unntaksregler

Rapporteringsforpliktelser

Det er foreslått en todelt modell for gjennomlysning (transparency) av såkalte betydelige short-posisjoner. Rapportering til myndighetene skal foretas når shortposisjonen tilsvarende 0,2 % av utestående aksjekapital og deretter ved hver økning på 0,1 %. Dersom shortposisjonen overstiger 0,5 % av utestående aksjekapital skal innehavet offentliggjøres, og deretter ved hver økning på 0,1 %.

Rapportering til myndighetene har som formål å gi myndighetene mulighet til å kontrollere risiko og eventuell misbruk relatert til shortsalg. Offentlig informasjon til markedet skal gi andre markedsaktører informasjon om ”større” shortsalg posisjoner i enkelte aksjer. Reglene for beregning av shortposisjoner er kompliserte.

Utover dette innføres det et krav om at enhver shortordre som sendes til en markeds plass skal være merket, og markeds plassene skal offentliggjøre short ordrene på aggregert nivå ved utgangen av påfølgende dag.

Plikten til å rapportere shortposisjoner vil ligge på investor. I forhold til merking av shortordre som sendes markeds plassene, vil det være meglerforetaket som må gjøre dette for investor. Det vil kreve at meglerforetakene har rutiner som sikrer at investor gir informasjon slik at ordre kan merkes korrekt.

Udekket shortsalg

Den foreslåtte reguleringen innebærer forbud mot udekket shortsalg, dvs ingen endring i gjeldende norsk rett på dette området. Kravet til dekning er at short-selgeren enten må ha lånt instrumentene eller gjort avtale om å låne instrumentene.

Både markedsplassene og CCP'ene blir pålagt å ha en buy-in fasilitet for å sikre levering. Markedsplassene skal også ha ordninger for bøtelegging dersom levering uteblir. I tillegg skal markedsplassene ha mulighet til å nekte en person å handle short, dersom personen ved tidligere anledninger ikke har overholdt leveringsforpliktelser. Vi antar at denne bestemmelsen først og fremst vil rette seg mot medlemmene på markedsplassen.

Unntaksregler

Shortsalg av aksjer i selskaper som i hovedsaklig er notert på markedsplasser utenfor EU er unntatt fra reguleringen. Det vil også gjelde unntaksregler for market-making.

Myndighet til å begrense eller forby short salg

The European Securities Market Authority (ESMA) har blitt tildelt nøkkelrollen for å koordinere samarbeidet mellom medlemslandene i kritiske perioder. Meningen er at eventuelle forbud mot shortsalg i utgangspunktet skal innføres likt i EU/EØS. Det er likevel de enkelte tilsynsmyndigheter i medlemslandene som skal iverksette forbud. Men dersom de ikke iverksetter forbud, kan ESMA gripe inn med tiltak overfor de enkelte medlemsland.

Et eventuelt forbud krever at det foreligger usedvanlige hendelser som kan føre til seriøs trussel mot den finansielle stabiliteten eller redusert tiltro til markedet i et enkelt medlemsland eller i EU. Men også dersom det skulle forekomme et betydelig prisfall i et instrument, kan myndighetene forby shortsalg i dette instrumentet, i en kort periode.

De enkelte lands tilsynsmyndigheter skal også ha myndighet til å iverksette forbud ved finansiell ustabilitet i "sitt" land.

Det kan også nevnes at EU-reguleringen innebærer et krav om at tilsynsmyndighetene skal ha myndighet til å foreta "on-site inspection with or without announcement" både hos meglerforetak og hos investorer.

3.2.2 OTC derivater

EU Kommisjonen fremmet den 15. september 2010 forslag til regulering av OTC-derivater. Også her dreier det seg om Regulation, dvs, forordning som medlemslandene ikke kan avvike. Kommisjonen anser regulering av OTC-derivater nødvendig for å redusere systemrisiko i finansmarkedene. Dette skal skje gjennom å øke sikkerheten, gjennomlysningen og effektiviteten i OTC-markedet. Et av målene med tiltakene er å få handelen av OTC-kontrakter over til børser eller andre elektroniske handelssystemer. Endringer i MiFID bestemmelsene (se pkt mmm) skal være driveren for å få mer handel over på markedsplasser, mens den nevnte forordningen skal sørge for at standardiserte OTC-derivater clearas ac CCP'er.

Reguleringsforslaget er tilnærmet identisk med den nye reguleringen av OTC-derivater i USA.

Forslaget innebærer blant annet:

- Obligatorisk clearing av "eligible" standardiserte OTC-kontrakter
- Obligatorisk rapportering av standardiserte OTC-kontrakter (til Trade Repositories)
- Krav om clearing i en CCP
- Krav om rapportering til Trade Repositories

Obligatorisk clearing av standardiserte OTC-kontrakter:

Kravet til clearing av standardiserte OTC-derivater bygger på en beslutning av G-20 lederne i september 2009:

“All standardised OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements”.

Kommisjonen foreslår derfor to metoder som bestemmer hvilke kontrakter som skal være underlagt obligatorisk clearing:

”Bottom-up approach”: Når en CCP blir autorisert av sitt hjemlands myndighet til å cleare en klasse av derivater, skal tilsynsmyndighetene underrette ESMA om dette, som så avgjør om obligatorisk clearing av kontraktene skal gjelde i hele EU. I reguleringen er det listet opp hvilke kriterier ESMA skal legge vekt på ved sin vurdering.

”Top-down approach”: ESMA skal sammen med European Systemic Risk Board (ESRB) identifisere klasser av derivater som bør være underlagt obligatorisk clearing, men som ikke allerede cleares av en CCP.

Alle finansielle motparter omfattes av reguleringen. Med finansielle motparter menes blant annet banker, verdipapirforetak, forsikringsselskaper, investeringsselskaper mv. Foretak som ikke er finansielle motparter, er ikke pålagt tvungen clearing forutsatt at posisjonene ikke overskrider et forhåndsbestemt nivå.

Obligatorisk rapportering av standardiserte OTC-derivat kontrakter

Finansielle motparter må rapportere detaljert informasjon om sine derivatposisjoner til en registrert trade repository (rapporteringsentral). Rapporteringsplikten omfatter også posisjoner i derivatkontrakter som ikke er omfattet av clearingplikten. Det skal også være mulig å rapportere direkte til hjemlandets tilsynsmyndigheter i tilfelle den relevante rapporteringsentralen ikke er i stand til å registrere informasjonen. Rapportering skal foretas senest arbeidsdagen etter avslutningen av handelen er gjennomført eller endring av kontrakten er foretatt. Ikke-finansielle motparter må rapportere posisjoner over et forhåndsbestemt nivå til tilsynsmyndighetene.

Informasjon om samlede posisjoner skal offentliggjøres av rapporteringsentralene.

Krav til CCP'er og rapporteringsentraler

Reguleringen innfører konsesjonsplikt for CCP'ene og blir følgelig underlagt tilsyn. Konsesjon forutsetter at omfattende og detaljerte krav til CCP'en vedrørende kapital, organisering, risikohåndtering, marginkrav osv er oppfylt.

Reguleringen stiller også krav til rapporteringsentraler vedrørende organisasjon, kontrollfunksjoner, transparency osv. Rapporteringsentraler skal registreres hos ESMA.

3.2.4 MiFID revisjon - hovedpunkter

Innholdet av MiFID revisjonen er ikke endelig avklart. Det har vært i løpet av våren ble det gjennomført høringer på en rekke forslag fra CESR. Det var forventet at EU-kommisjonen

ville publisere utkast til direktiv i løpet av høsten. I stedet ble det publisert et såkalt Consultation paper hvor EU-kommisjonen ber om tilbakemelding på foreslag til ny regulering på en rekke områder. Nedenfor har vi omtalt forslagene:

3.2.4.1 Infrastruktur/aksjemarked

Dagens EU-lovgivning opererer med tre former for markedsplasser: Regulerte markeder, MTF'er og Systematisk internalisering. Det foreslås å utvide med en ny kategori; ”**Organised trading facilities (OTF)**”. Mange av de store internasjonale bankene har interne nettverk hvor kunder og andre meglerforetak kan legge inn ordre for matching. Slike crossing networks vil under visse forutsetninger bli definert som ”OTF” og dermed underlagt krav om publisering av kursinformasjon på linje med de andre typer av markedsplasser.

Automatisert handel (algorithand) foreslås underlagt regulering og kontroll. Algorithand blir definert som dataprogram hvor datamaskinen beslutter “aspects on execution of the order such as timing, quantity and price of the order”. **High frequency trading (HST)** defineres som en undergruppe.

Foretak som er involvert i **HST** kan bli konsesjonspliktig som verdipapirforetak dersom handelen overskrider en gitt kvantitativ grense

For verdipapirforetak som er involvert i automatisert handel foreslås organisatoriske krav:

- Robust risk kontroll
- Melding til tilsynsmyndighetene om hvilke algoritmer som er i bruk, og hvordan de fungerer
- ”Sponsored access” gitt til kunder krever robust riskkontroll og filtre som kan avdekke feil og forsøk på misbruk

Det foreslås **Markedsoperatører** skal påse at HST'er som handler på markedsplassen underlegges krav om kontinuerlig likviditetstilførsel dersom tilsvarende krav er rettet mot market-makers. Markedsoperatørene skal påse at ordre skal ha gyldighet i ordreboken en gitt periode før den kan kanselleres, eller at det er en grense for hvor stor andel ordre som kan kanselleres i forhold til gjennomførte ordre.

Det nye tilsynsorganet ESMA (se pkt xxx) gis myndighet til å fastsette regler for **tick-sizes og circuit breakers** på markedsplassene.

Det tas sikte på å utviske forskjellene mellom **Regulerte markeder og MTF'er** når det gjelder organisatoriske krav og krav til markedsovervåkning. Det er også foreslått plikt for markedsplassene til å informere hverandre om suspensjoner mv.

Gjeldende unntak fra **pre-trade transparency** reglene for større ordre foreslås beholdt. **Post trade transparency** bestemmelsene foreslås skjerpet. Forsinket offentliggjøring tillates kun til enden av dagen. Intradag forsinkelse foreslås redusert fra 3 timer til 2 timer. Størrelsen på transaksjoner som kan trigge forsinket offentliggjøring foreslås hevet. Meglerforetak skal rapportere i realtid, dog senest etter 1 min.

Det foreslås at **Non equity markets** underlegges krav til pre og post transparency. Reglene vil gjelde obligasjoner og strukturerte produkter med prospekt eller som handles på

markedsplasser. Tilsvarende krav blir innført for derivater som er ”eligible for central clearing”. Dette regelverk skal tilpasses de forskjellige klassene av finansielle instrumenter og type instrument (opsjon, swap, forward).

Approved Publication Arrangement (APA) er en ny type institusjon som foreslås innført. Det kan være en markeds plass eller en informasjonsdistributør som verdipapirforetak må rapportere utførte ordre til. APA skal være godkjent av tilsynsmyndigheten. Det stilles en rekke krav for slik godkjenning og videre til virksomheten. Det stilles krav til APA om ”unbundling” av data slik at for eksempel pre-trade og post-trade info skal kunne selges uavhengig av hverandre. Post trade info eldre enn 15 min skal være gratis (gjelder også vendors). ESMA skal kunne gi retningslinjer om ”reasonable” prising ved salg av informasjon. APA skal stille informasjon til rådighet til en **European Consolidated tape**. Det drøftes ulike modeller for organisering av European Consolidated tape.

Som nevnt ovenfor under pkt 3.2.2 vil det bli innført bestemmelser om tvungen clearing av standardiserte **OTC-derivater** som egner seg for clearing. I MiFID reguleringen vil det komme bestemmelser med formål å tvinge handelen av OTC-derivater over på regulerte markedsplasser eller andre elektroniske markedsplasser.

3.2.4.2 Transaksjonsrapportering

Anvendelsesområdet foreslås utvidet til å gjelde alle finansielle instrumenter som handles på markedsplasser eller som er relatert til kredittrisiko for en utsteder hvis finansielle instrumenter handles på en markeds plass. Også finansielle instrumenter hvis pris er korrelert til prisen på et finansielt instrument som handles på en markeds plass vil bli omfattet. Alle varederivater blir inkludert uavhengig av om derivatet handles på en markeds plass eller ikke. Markedsplassene blir pålagt å lagre transaksjonsdata i 5 år. I TRS-meldingen skal det tas med ID til den individuelle traderen/megleren som har utført transaksjonen.

3.2.4.3 Investorbeskyttelse

To alternativer drøftes for **Execution only** bestemmelsen. Alternativ én er å endre definisjonen av ikke-komplekse finansielle instrumenter. For aksjer, obligasjoner, pengemarkeds-instrumenter kreves gjennomgående at de er notert på et regulert marked og ikke inneholder et derivatelement. Aksjer i investeringsselskaper kan ikke regnes som ikke-komplekst, selv om investeringsselskapet er notert på RM. Execution only bestemmelsen vil heller ikke gjelde hvis tjenesten ytes sammen med kredittgivning. UCIT skal differensieres slik at ikke alle UCIT automatisk defineres som ikke-komplekse. Alternativ to er å fjerne execution only regimet hvilket betyr at det må gjennomføres (minst) hensiktsmessighets test ved ordrettførelse av ikke-komplekse finansielle instrumenter.

Dersom foretak ved **investeringsrådgivning** opplyser til kunden at rådgivning er basert på uavhengig og ”fair” analyse, vil restriksjoner etter forslaget komme til anvendelse: Foretaket blir forpliktet til å inkludere et stort antall av finansielle instrumenter av forskjellig type og fra flere leverandører i sitt ”sortiment”. Dessuten forbys foretaket å motta honorar fra produktleverandør.

Foretak som gir investeringsråd må gi skriftlig informasjon til kunder om den underliggende begrunnelse for sitt råd, samt en forklaring på hvordan rådet ”meets the investor’s profile”.

Kommisjonen presumerer at kundene hos investeringsrådgivere vil kreve en langsiktig tjeneste og foreslår ut fra dette at foretaket må rapportere minst hver sjette måned verdiutviklingen på de finansielle instrumentene som er anbefalt (fair value for de som ikke prises i et marked). For komplekse instrumenter skal rapport gis fire ganger i året. I tillegg skal det gis informasjon til kunder ved vesentlige endringer av betydning for de finansielle instrumenter som er anbefalt til kundene.

Foretaket skal en gang i året innhente informasjon fra kunden vedrørende ”personal circumstances”. Foretaket skal minst en gang i året vurdere om instrumentet som initialt ble anbefalt fortsatt er egnet for kunden.

Det innføres skjerpede informasjonskrav ved salg av **komplekse finansielle produkter**. Kunden skal før transaksjonen få informasjon om ”risiko/gain and valuation profile ... in different market condition”. Videre innføres krav om kvartalsvis verddivurdering av komplekse produkter og kvartalsvis rapportering om utviklingen i underliggende aktiva i strukturerte produkter gjennom hele produktets levetid.

Informasjon om honorarer fra tredjepart (produktleverandør) foreslås skjerpet. Det må gis mer detaljert informasjon om honorarstruktur før salg, og det skal gis informasjon om honorar også etter salg. Her vil det komme mer detaljerte regler fra ESMA.

Bestemmelsene om **kundeklassifisering** foreslås endret. Kommuner vil ikke kunne regnes som profesjonelle/kvalifiserte motparter per se. Etter forslaget vil det være færre som kan regnes som kvalifiserte motparter og en modifisert ”god forretningsskikk standard” vil gjelde for kvalifiserte motparter. Videre foreslås endring i presumpsjonsregelen om at profesjonelle har den nødvendige erfaring og kunnskap i forhold til alle typer finansielle instrumenter. Etter forslaget vil presumpsjonen bare gjelde for ”less complex” finansielle instrumenter. Det foreslås også inntatt regler som gir kunder rett til erstatning ved brudd på spesifikke MiFID bestemmelser (informasjonsreglene, kundetestreglene, beste ordreførelse og ordrehåndtering). Ved implementering skal nasjonal sivilrett respekteres.

Bestemmelsene om **best execution** foreslås utvidet i den forstand at markedsplassene får en utvidet forpliktelse til å produsere data om ”execution quality” som skal gi meglerforetak en bedre mulighet til å sammenligne markedsplassene og dermed lettere kunne overholde reglene om best execution. Meglerforetakene på sin side blir tvunget til å gi mer detaljert informasjon til sine kunder om execution policy. Meglerforetak som bare handler på én markedsplass må forklare hvordan best execution blir oppnådd ved bare å handle på en markedsplass.

3.2.4.4 Organisatoriske bestemmelser

”**Fit and proper**” kriteriet som i dag gjelder for minst to i ledergruppen foreslås utvidet til å gjelde hele ledergruppen (board of directors). Nærmere regler skal gis av ESMA.

Rollene til **compliance, risk kontroll og interrevisjon** foreslås styrket blant annet ved direkte rapportering til ledergruppen (board of directors). Omtale av kundeklager skal tas med i de periodiske compliance rapportene.

Foretakene får etter forslaget større forpliktelse til å vurdere om nye produkter som tilbys kunder er i samsvar med kundenes karakteristika og behov. Compliance får en styrket plikt til å sikre at prosedyrer er på plass for å sikre at produkter, tjenester og ”operation” er compliant

med regelverket knyttet til introduksjon av nye produkter til kunder. Også risk kontroll skal vurdere risikoen for foretaket ved introduksjon av nye produkter. Det skal foretas periodiske vurderinger av distribusjon og ”performance” av produkter og tjenester. Foretaket skal sikre at ansatte har nødvendig erfaring til å forstå karakteristika og risiko knyttet til produkter og tjenester, og å sørge for opplæring ved lansering av nye produkter.

Kommisjonen uttaler at foretak som gjennom interne bonussystemer gir sterke insitamenter til selgere til å selge spesifikke produkter, neppe operer i samsvar med MiFID. CEBS vil gi nærmere regler om dette.

Det foreslås ytterligere krav for beskyttelse av kundemidler, spesielt de som tilhører retail kunder

Det foreslås at det gis mer detaljerte krav til prosedyrer som dekker de ulike stadiene av underwriting samt regler knyttet til tildeling.

3.2.4.5 Annet

Det innføres plikt til lydopptak, men med et begrenset virkeområde (omtrent som norske regler frem til 1. april 2011). Det innføres regler for å styrke både nasjonale tilsynsmyndigheter og CEBS rolle i overvåkningen av markeder og at foretakene følger MiFID bestemmelsene.

3.2.4.6 Prospektreglene

Finanstilsynet overtok prospektkontrollen etter Oslo Børs den 1. mai 2010. Dette er en følge bestemmelser i EU-direktivet om prospektkontroll fra 2003. Oslo Børs har gjennomført prospektkontrollen på en kompetent og effektiv måte. Finanstilsynet har rekruttert mange av de tidligere ansatte ved prospektkontrollen på Oslo Børs og ser dermed ut til å ha skaffet kvalifisert personell til denne viktige funksjonen.

24. november 2010 ble det vedtatt endringer i prospektdirektivet som EU/EØS-landene må ha implementert i nasjonal lovgivning innen 1. juli 2012. En del endringer er av teknisk karakter. På det praktiske plan kan nevnes endringene i unntaksreglene for prospektplikten. Etter dagens bestemmelser er tilbud som er rettet mot mindre enn 100 personer unntatt fra prospektplikt. I direktivet utvides antall personer til 150 per medlemsland. Videre vil beløpsgrensen for prospektpliktige tilbud/opptak til notering heves fra EUR 2,5 millioner til EUR 5 millioner (gjelder såkalte EØS-prospekt som skal kontrolleres av Finanstilsynet). Beløpsgrensen skal gjelde samlet for tilbud/opptak til notering innen EØS-området og ikke per medlemsland. Ved tilbud hvor minstetegning er under EUR 50 000, er det heller ikke prospektplikt etter dagens regelverk. Dette beløpet vil øke til EUR 100 000. Det skal åpnes for ”gjenbruk” av prospekt ved videresalg av verdipapirene gjennom finansielle mellommenn.

3.2.4.7 Markedsmisbruksreglene

I juni 2010 publiserte EU-kommisjonen et høringsnotat om endringer i markedsmisbruksbestemmelsene. Forslagene går blant annet ut på en utvidelse av virkeområde for bestemmelsene om innsidehandel og markedsmanipulasjon. Eksempel på dette er at bestemmelsene også skal gjelde for finansielle instrumenter som handles på en MTF uten at disse instrumentene er børsnotert. Videre diskuteres utvidelse av markedsmanipulasjonsreglene til å gjelde ved (mis)bruk av OTC-derivater til å influere på

prisen på finansielle instrumenter som handles på en børs eller en MTF. Det diskuteres også en utvidelse av definisjonene av innside informasjon i forhold til råvarederivathandel.

3.3 Ny europeisk tilsynsstruktur

Finanskrisen avdekket mangler ved tilsyn i en rekke europeiske land, både i forhold til enkeltsaker og i forhold til finanssystemet som sådant. Det ble nedsatt en ekspertgruppe med mandat å foreslå tiltak for å styrke europeisk tilsyn og med bakgrunn i rapporten fra ekspertgruppen har Kommisjonen foreslått omfattende strukturelle endringer innen europeisk tilsyn med finansinstitusjonene og finansmarkedene.

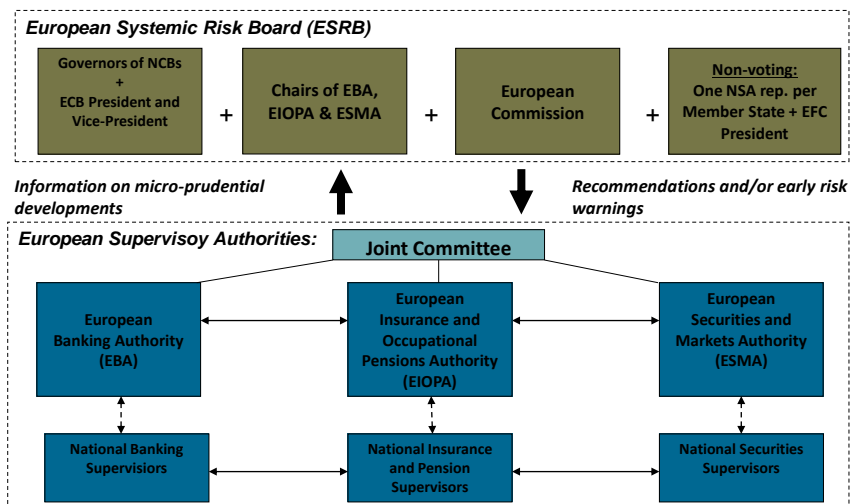
Det etableres et "European System of Financial Supervisors (ESFS) som blir et nettverk av nasjonale tilsynsmyndigheter som skal jobbe i "tospenn" med nye europeiske tilsynsorganer, såkalte ESA's (European Supervisory Authorities). CESR (Committee of European Securities Regulators) vil bli erstattet av ESMA (European Securities and Markets Authority). I motsetning til CESR som bare kunne gi ikke-bindende retningslinjer og guidelines, har ESMA myndighet til å gi bindende "technical standards". ESMA har også myndighet til å treffe tiltak for å sikre lik håndheving av en del av den europeisk lovgivningen for finansmarkedene i medlemsstatene. ESMA får ansvar for å sikre stabiliteten i finansmarkedene i krisesituasjoner, for eksempel forby shortsalg. Under gitte omstendigheter kan ESMA gripe inn direkte med pålegg og tiltak direkte mot tilsynsobjekter i medlemsstatene utenom de nasjonale tilsynsmyndighetenes medvirkning. ESMA skal føre tilsyn med ratinginstitutter og CCP'er som clearer derivatkontrakter.

ESMA vil ha en organisasjonsstruktur med lederne av de nasjonale tilsynsmyndighetene på toppen (board of supervisors). I dette fora vil også lederne av de andre ESA'en møte, men uten stemmerett. Det skal også etableres en administrasjon med utøvende myndighet.

Etableringen av ESMA er et tiltak for å koordinere og harmonisere den nasjonale tilsynsstruktur og er altså ikke et forsøk på å skape en felles sentralisert europeisk tilsynsmyndighet. Hvilken betydning omdanningen av CESR til ESMA vil få, er vanskelig å vurdere ut fra et norsk ståsted. Vi vet for eksempel ikke hvilke posisjoner vårt hjemlige Finanstilsyn vil få i det nye systemet. Det er dog grunn til å fremheve at ESMA's myndighet til å gi bindende "technical standards" vil kunne bidra til likhet i praktiseringen av EU-regelverket og at man dermed kan minimalisere konkurransevridende tilpasninger fra EU-land som opptrer avslappet i forhold til EU-reglene.

European System of Financial Supervision

FINANSTILSYNET
THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY



3

3.4 Nasjonale reguleringer

I perioden er det fastsatt enkelte nye forskrifter av betydning for verdipapirforetak. Med unntak av bonusforskriften som er omtalt nedenfor under pkt 3.4.4, er dette forskrifter basert på høring som er gjennomført i etterkant av iverksettelsen av MiFID-reguleringen høsten 2007. Forskriftsutkastene og høringen er således omtalt i tidligere årsberetninger.

3.4.1 Egenhandel for ansatte

Ved implementeringen av MiFID-reguleringen ble det ikke foretatt vesentlige materielle endringer i bestemmelsene om egenhandel for ansatte.

En problemstilling som oppsto ved denne implementeringen var at finansielle produkter som ansatte har hatt anledning til å handle, ble forbudt 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 Finanstilsynet og dels foreslår visse unntak fra handleforbudet i visse typer finansielle instrumenter, for eksempel tegningsretter.

Det skulle ta over to år før forskriftsendringen ble vedtatt. Forskriftsendringen innebærer blant annet at ansatte kan selge tildelte tegningsretter uten å måtte søke dispensasjon. Det samme gjelder når ansatte ønsker å selge aksjer til en tilbyder som har gitt et likelydende tilbud til alle aksjonærene i et selskap.

3.4.2 Tilknyttede agenter

Verdipapirforetak har adgang til å benytte tilknyttede for å markedsføre sine tjenester, skaffe oppdrag, motta og formidle ordre, plassere finansielle instrumenter og gi råd om de finansielle instrumenter og investeringstjenester som verdipapirforetaket tilbyr. Verdipapirforetakene er fullt ut ansvarlig for agentenes virksomhet som skjer på verdipapirforetakets vegne.

I slutten av juni 2010 ble det gitt forskriften som blant annet begrenser verdipapirforetakenes adgang til å benytte tilknyttede agenter. Etter forskriften kan ikke verdipapirforetakene inngå agentavtaler som omfatter flere personer enn 50 pst av antall fast ansatte i verdipapirforetaket. Det er gjort unntak dersom den tilknyttede agenten er kredittinstitusjon eller forsikringsselskap. Det er videre fastsatt bestemmelser om innholdet i agentavtalen og det er fastsatt kvalifikasjonskrav til ledelsen av agentvirksomheten.

3.4.3 Lydopptak

Finansdepartementet fastsatte i desember 2009 nye forskrifter om lydopptak basert på Finanstilsynets høringsnotat fra august 2008. Endringene omfatter utvidelser med hensyn til hvilke samtaler det er plikt til å foreta lydopptak av. Virkeområdet for lydopptaksplikten ble endret fra ”mottak av ordre og indikasjoner på ordre” til å gjelde samtaler ” i tilknytning til investeringstjenester”. En konsekvens av forskriften er at verdipapirforetak i større omfang enn tidligere, må ta opp samtaler som foregår på mobiltelefoner. Særlig gjelder dette i de store bankene, som i økende omfang erstatter faste telefoner med mobiltelefoner. Forskriften skulle etter planen tre i kraft 1. juli 2010, men er utsatt til 1. april 2011.

Forbundets systemtekniske komité har i hele 2010 hatt jevnlig møter for å diskutere tekniske løsninger for opptak av mobilsamtaler. Flere mer eller mindre seriøse leverandører presenterte såkalte ferdige løsninger for komiteen i løpet av våren. Flere av disse leverandørene hadde også presentert sine løsninger for Finanstilsynet, og Finanstilsynet hadde lagt denne informasjonen til grunn ved sitt forslag til departementet til utvidelse av lydopptaksplikten. Det ble raskt klart at leverandørene ikke kunne levere de løsningene de selv hadde markedsført. Applikasjoner var ikke ferdig utviklet, og følgelig var det ingen som kunne levere tilfredsstillende løsninger innen forskriften skulle tre i kraft. Forbundet ba derfor Finansdepartementet utsette ikrafttreden av forskriften i ett år. Finanstilsynet hadde av en eller annen grunn tiltro til leverandørenes forsikringer om å kunne levere tilfredsstillende løsninger, og foreslo utsettelse på bare tre måneder. Departementet utsatte imidlertid ikrafttredelsen i seks måneder.

Gjennom høsten var det flere leverandører som kunne fremlegge løsninger for testing. Resultatet av denne testingen var nedslående, og det ble igjen klart at verdipapirforetakene ikke kunne etterleve forskriftene fra 1. januar 2011. Forbundet holdt Finanstilsynet og Finansdepartementet fortløpende orientert om de tekniske problemene som ble avdekket gjennom testingen. Finansdepartementet har utsatt ikrafttredelsen av forskriftene til 1. april 2011.

I tillegg til de tekniske utfordringer som forskriften har skapt, har det også vært diskutert problemstillinger knyttet til personvern hensyn. Datatilsynet har uttalt at de vil gi en veiledning om hvorledes verdipapirforetakene skal håndtere lydopptatte samtaler som inneholder informasjon som ikke er opptakspiktig, for eksempel personlige samtaler. Det er ventet at Datatilsynets veiledning vil inneholde krav om at denne type samtaler skal slettes.

3.4.4 Bonusregulering

Stortinget vedtok lovreglene som gir hjemmel til å fastsette forskrift om godtgjørelse i finanssektoren i juni 2010. Lovvedtaket bygget på forslaget til det såkalte CRD III direktivet slik det lød etter første gangs behandling i EUs råd. I juli endret EU-parlamentet direktivet, og direktivet ble endelig vedtatt 30. september.

I slutten av juni 2010 sendte departementet et utkast til forskrifter om bonus på høring. Forskriftutkastet avvek fra CRD III direktivet både i forhold til hvilke kategorier av ansatte som skulle falle inn under regelverket og i forhold til hvordan bonusordningen skal innrettes. I en omfattende høringsuttalelse påpekte Forbundet alle avvikene fra EU-reguleringen.

Norges Fondsmeglerforbund ga i høringsuttalelsen sin støtte til det overordnede mål for regulering av godtgjørelse i finanssektoren, nemlig at slike ordninger også skal bidra til å fremme og gi incentiver til god styring av og kontroll med foretakets risiko, motvirke høy risikotaking og bidra til å unngå interessekonflikter slik det er uttrykt i utkast til forskrift § 1.

Norske verdipapirforetak (herunder banker) konkurrerer med filialer av utenlandske verdipapirforetak etablert i Norge, utenlandske verdipapirforetak som er fjermedlemmer av norske markedsplasser samt verdipapirforetak som driver grensekryssende virksomhet i Norge. I den sterke konkurransen som norske verdipapirforetak nå har fra utenlandske verdipapirforetak, ville det ha vært meget uheldig dersom norske verdipapirforetak skulle bli underlagt en strengere regulering enn konkurrentene. Som tjenesteytende næring er personalets kompetanse kanskje det aller viktigste konkurranseparameter. Norske verdipapirforetak har bygget opp organisasjoner som er internasjonalt ledende på finansiering, analyse og megling innen sektorer som shipping, offshore, energi og fiskeoppdrett.

Verdipapirforetakenes avlønningssystemer er helt opplagt en viktig forklaring på at norske verdipapirforetak har kunnet rekruttere og beholde et høyt kompetent personale som har gitt norske verdipapirforetak konkurransekraft i forhold til store internasjonale verdipapirforetak om en rekke større transaksjoner for norsk og internasjonalt næringsliv. Derfor er det viktig at norske regler om godtgjørelse i finanssektoren ikke avviker fra internasjonale standarder.

Departementets fastsatte forskriften i desember 2011. Den endelige forskriften er mer i samsvar med EU-reguleringen enn utkastet var. Det største avviket fra EU-reguleringen er at det såkalte proporsjonalitetsprinsippet ikke er gjennomført i forskriftene. Forskriften gjelder likt for alle verdipapirforetakene, mens EU-reglene tillater at verdipapirforetakene kan ha ulike bonusordninger avhengig av risiko og kompleksitet i virksomheten. Den norske forskriften har også en særbestemmelse om godtgjørelse til toppledelsen i bankene, som ikke gjenfinnes i EU-reguleringen.

Forskriften pålegger styret i ethvert foretak å fastsette retningslinjer og rammer for en godtgjørelsesordning som skal gjelde for hele foretaket, og som skal bidra til å fremme og gi incentiver til god styring og kontroll med foretakets risiko på lengre sikt.

Ordningen skal ha særskilte regler for ledende ansatte, for andre ansatte og tillitsvalgte med arbeidsoppgaver av vesentlig betydning for foretakets risikoeksponering, og for andre ansatte og tillitsvalgte med kontrolloppgaver. Dersom disse gruppene skal få variabel godtgjørelse, må sammensetningen av fast og variabel godtgjørelse være balansert, og slik at den faste delen av godtgjørelsen skal være tilstrekkelig høy til at foretaket kan unnlate å utbetale den

variable delen av godtgjørelsen. Foretaket skal ved avgjørelse av hvem som skal anses som å ha vesentlig betydning for foretakets risikoeksponering, vurdere å la reglene som begrenser hvordan variabel godtgjørelse kan utformes gjelde for andre ansatte og tillitsvalgte med tilsvarende godtgjørelse som ledende ansatte og andre "risikotakere".

Utover dette stilles det ikke begrensninger for nivå på variabel godtgjørelse. Det er imidlertid forbud mot å utbetale godtgjørelse gjennom indre selskap eller på annen måte som innebærer omgåelse av reglene.

Minst halvparten av variabel godtgjørelse skal utbetales i form av aksjer eller andre egenkapitalinstrumenter utstedt av foretaket, eller i form av betinget kapital som avspeiler foretakets verdiutvikling. Slik godtgjørelse kan ikke disponeres fritt av den enkelte og må fordeles jevnt over tre år.

Forskriften som trådte i kraft 1. januar 2011, får anvendelse på avtaler som inngås, forlenges eller fornyes 1. januar 2011 eller senere. Bonus opptjent i 2010 eller tidligere som utbetales i 2011 omfattes ikke av forskriften. Bonus opptjent i 2010 eller tidligere som ikke er utbetalt i løpet av 2011 må tilpasses reglene i forskriften.

3.4.5 Bransjenormer

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.

I løpet av året har Forbundet utarbeidet to utkast til nye bransjenormer. Den ene gjelder en anbefaling om avgrensning av personkretsen som omfattes av de nye bonusforskriftene. Den andre gjelder endring i standarden om lydopptak.

Den førstnevnte anbefalingen ble lagt på vent da Finansdepartementet påla Finansdepartementet å utarbeide et rundskriv om bonusreguleringen. Rundskrivet vil ventelig omhandle enkelte av de avgrensings spørsmål som Forbundet omtaler i anbefalingen.

Endring i standard om lydopptak vil bli behandlet av styret før endringene i lydopptaksforskriften trer i kraft.

Styret har også foretatt endringer i anbefalingen om egenhandel for de ansatte som følge av endringene i forskriftene om egenhandel, jfr pkt 3.4.1.

4. 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. NSA har et styre som består av styreleder og adm dir i de fire nordiske meglerorganisasjoner. Styret møtes 3 ganger i året. Sekretariatsfunksjonen går på omgang. For tiden er det Fondhandlarföreningen (Sverige) som har ansvaret for sekretariatet. Sekretariatene i de

nordiske meglerforeningene har jevnlig møter. ”Internt” er det to komiteer ”Legal” og ”Market Infrastructure”. Disse komiteene holder hverandre fortløpende orientert om endringer i rammebetingelser nasjonalt og internasjonalt. Møtevirksomheten foregår for det meste via telefon eller videokonferanser.

De store endringene i infrastrukturen i verdipapirmarkedene har skapt et behov for at de nordiske verdipapirforetakene kan samordne sine synspunkter ovenfor børser, MTF'er, oppgjørs- og clearinginstitusjoner m.fl. For Norges Fondsmeglerforbunds 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 har økt fordi de nordiske verdipapirforetakene kan tale med en felles røst. Flere av Norges Fondsmeglerforbunds medlemmer er medlemmer av Nasdaq OMX. Tilsvarende er flere av medlemmene i våre søsterorganisasjoner medlem av Oslo Børs og disse kan nå bli hørt gjennom den kommunikasjonen som NSA har med Oslo Børs.

NSA hadde i startfasen ambisjoner om å arbeide på et bredt felt, men besluttet våren 2010 å fokusere mest på aksjemarkedsspørsmål og den kommende regulering av handel med og clearing av OTC-derivater. NSA har blant annet oppnevnt en ”Nordic Equity Market Strategy Committee” med deltagere fra verdipapirforetak i Norden. Fra norsk side deltar Paal Karstensen, Knut Erik Robertsen og Thomas Joa. Komiteen har diskutert og gitt synspunkter på den foreslåtte nye reguleringen fra EU, og således aktivt bidratt til at NSA bedre kan reflektere de nordiske aktørenes synspunkter overfor EU-kommisjonen og EU-politikere. Tilsvarende har NSA en nordisk komité som behandler spørsmål knyttet til reguleringen av OTC-derivater. I denne komiteen deltar Elbjørg Sture og Snorre Roas. Komiteen har utarbeidet et policy dokument om det nordiske markedet for OTC-derivater som er sendt myndighetene i de nordiske land og til EU-kommisjonen. Komiteen har også bistått NSA ved utarbeidelsen av høringer fra CESR og EU-kommisjonen. NSA har også nedsatt en nordisk IT-gruppe som samordner nordiske synspunkter på teknologiske endringer på markedsplassene. Fra norsk side deltar Per Tharaldsen og Per Kristian Fredriksen.

NSA har i perioden skrevet i perioden flere høringsuttalelser til CESR og EU-kommisjonen vedrørende forslag til nye eller endrede reguleringer. Høringsuttalelsene er publisert på Norges Fondsmeglerforbunds WEB-side.

5. Organisatoriske forhold

5.1.1 Oslo Børs

Norges Fondsmeglerforbund har hatt som utgangspunkt at Oslo Børs bør være den foretrukne markedsplass for omsetning av norske verdipapirer. 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 følger 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.

Oslo Børs besluttet i desember 2008 å innlede kontraktsforhandlinger med London Stock Exchange om kjøp av handelssystemet, TradElect. Avtale om kjøp av dette handelssystemet

ble inngått våren 2009. TradElect ble satt i drift for aksjer og obligasjoner 12. april 2010. Dette var noen måneder etter den opprinnelige planen.

Allerede i implementeringsfasen ble det klart at London Stock Exchange ville erstatte TradElect med et annet handelssystem; Millennium. Dette handelssystemet er basert på teknologi som fungerer raskere enn TradElect. For Oslo Børs er det neppe et alternativ å beholde TradElect særlig lenge etter at London Stock Exchange har gått over til Millennium.

I løpet av høsten ble det nedsatt en referansegruppe bestående av representanter for meglerforetakene (Kristian Stenbakk, Baard Kittelsrud, Thomas Joa, Vidar Holm, Knut Erik Robertsen, Martin Andersson og Naniel Ring) og fra administrasjonen i Norges Fondsmeglerforbund (Per Broch Mathisen og Heidi Helliesen). Referansegruppen har fått en grundig presentasjon av Millennium og har hatt en rekke møter med Oslo Børs hvor man har drøftet funksjonaliteten i systemet.

Etter planen skulle Oslo Børs beslutte overgang til Millennium mot slutten av 2010, men beslutningen har blitt utsatt til primo 2011.

5.1.2 Oslo Clearing

VPS presenterte i slutten av 2008 en modell for norsk CCP-løsning. Styret i VPS ga ”grønt lys” for å gå videre med modellen, og Oslo Clearing ble valgt av Oslo Børs til å levere denne tjenesten. Gjennom 2009 diskutert Oslo Clearing forretningsmodellen og regelverket med medlemmene representert ved oppgjørskomiteen og verdipapirjuridisk forum. Det ble også avholdt flere informasjonsmøter med stor deltagelse blant medlemmene. Som følge av forsinkelsene med implementeringen av TradeElect, ble lanseringen av CCP-løsningen utsatt til begynnelsen av juni 2010.

Oslo Clearing gjennomførte en vellykket lansering av sentral motpart i oppjøret av fem utvalgte aksjer notert på Oslo Børs. Lanseringen var en ”soft launch”. Fra tidlig høst 2010 omfatter CCP-løsningen alle aksjer, egenkapitalbevis og ETFer handlet på Oslo Børs og Oslo Axess.

En problemstilling som har vært mye diskutert er interoperabilitet, forenklet sagt er dette linker mellom ulike CCP’er. Bakgrunnen er kravet fra medlemmene på ulike markeds plasser om at det må åpnes for flere enn én CCP tilknyttet hver markeds plass slik at det blir konkurranse om clearing. Men for at dette skal kunne fungere, må det være interoperabilitet mellom CCP’ene.

Med unntak av SIS X-Clear og LHCclearnet, som begge clearer SWX og LSE, er det ingen linker som er oppe og går. Det er inngått et stort antall intensjonsavtaler mellom markeds plasser og CCP’er om "competitive clearing" og "interoperabilitet" de siste årene, uten at disse ennå har materialisert seg. Dette skyldes at det er en del utfordringer knyttet til interoperabilitet, som for eksempel sikkerhetsstillelse clearinghus imellom. Sistnevnte problemstilling er en av årsakene til at engelske og nederlandske tilsynsmyndigheter ”frøs” etableringen av den planlagte linken mellom LHCclearnet og EMCF.

Oslo Børs har inngått intensjonsavtale med LHCclearnet. Det betyr at medlemmene av Oslo Børs kan velge enten Oslo CCP eller LHCclearnet som motpart i børs transaksjonene. Imidlertid vil dette først skje etter at Oslo CCP har vært i drift en periode. Fra utenlandske

fjernmedlemmer har det vært et påtrykk overfor Oslo Børs om at clearingen skal være frivillig inntil det er etablert interoperabilitet mellom Oslo CCP og en eller flere andre CCP'er.

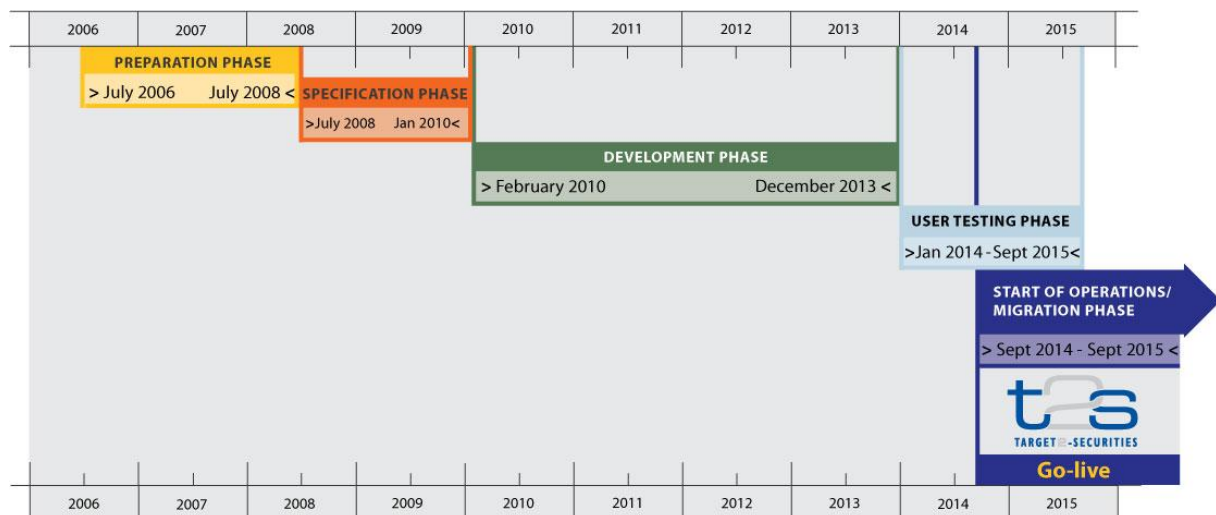
5.1.3 Verdipapirsentralen (VPS)

Gjennom året har VPO-regelverket vært gjenstand for endringer som følge av overgangen til tvungen clearing av børstransaksjoner. Blant annet ble reglene endret slik at oppgjørssentraler (CCP'er) kan bli medlem av VPO. En viktig endring er at dagens garantiordning i VPO blir avviklet når CCP-løsningen er på plass. Videre er det gitt regler om delleveringer. Det er også vedtatt endringer som ikke har sammenheng med innføringen av CCP, for eksempel RTGS-funksjon i VPO; dvs. prioritering av transaksjoner som er forskjøvet fra tidligere oppgjør.

VPS undertegnet i 2009 en MoU (intensjonsavtale) med T2S om å ta i bruk det systemet T2S vil tilby CSDene for oppgjør av de instrumentene som er registrert i CSDene. T2S er et prosjekt initiert av den europeiske sentralbank (European Central Bank (ECB)). T2S utvikler et felles europeisk oppgjørssystem for finansielle instrumenter og vil tilby deltakende CSDer å outsource sine oppgjørsfunksjoner til T2S. Prosjektet har som mål å inngå bindende avtaler med alle deltakende CSDer i løpet av Q3 2010. Systemet er planlagt lansert 2014. 30 europeiske CSD'er har inngått intensjonsavtale med ECB om deltagelse i T2S-prosjektet.

Prosjektet startet opp i 2006, men først i 2009 har VPS og Norges Bank formelt blitt involvert.

Som det fremgår av prosjektplanen nedenfor, kom Norge inn i prosjektet på et sent tidspunkt. VPS og Norges Bank har igangsatt interne utredninger og flere av de store bankene har meldt seg inn i den norske NUG'en (National User Group). Alle land som er involvert i prosjektet har opprettet en NUG hvor deltagerne blir oppdatert om prosjektets fremdrift, og får mulighet til å diskutere innspill til ulike organer innen T2S-prosjektet. Interessen for deltagelse i den norske NUG'en er økende, og da særlig fra bankenes side.



6. FinansNettNorge

FinansNettNorge AS (FNN) ble stiftet 18. juni 2004. Norges Fondsmeglerforbund og Verdipapirsentralen tegnet seg for alle A-aksjene – 5 hver - og har dermed stemmekontroll.

Norges Fondsmeglerforbund er representert i styret ved Per Broch Mathisen, som også er selskapets forretningsfører. Verdipapirsentralen og 8 av Norges Fondsmeglerforbunds medlemmer tegnet seg for B-aksjene. Av 312 B-aksjer tegnet Verdipapirsentralen seg for halvparten, mens den resterende halvpart forholdsvis likt fordelt mellom 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 er sofistikert og benytter ”state-of-the-art” teknologi. I 2009 gikk selskapet til innkjøp av nye kraftige noder som håndterer den nye multicast teknologien som benyttes av TradElect og INET for å sende informasjon til sine medlemmer.

FNN har satt opp forbindelser til Stockholm og London for å sikre medlemmene en hurtig og sikker tilkobling til markedsplasser i disse byene. 5 foretak benytter linjen til Stockholm, mens linjen til London foreløpig ikke er i bruk.

Totalt har nettverket 25 medlemmer. Nettverket fungerer meget bra.

7. Autorisasjonsordningen

Det er Norges Fondsmeglerforbunds 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 kundenes) virksomhet, har Norges Fondsmeglerforbund organisert et omfattende undervisnings- og eksamensprogram for ansatte i medlemsforetakene.

Da Oslo Clearing innførte det såkalte Secur-systemet for clearing av derivatkontrakter i 2007, ble det etablert en egen autorisasjonsordning for oppgjørspersonell innen derivathandel. Oslo Clearing har det faglige ansvaret for denne ordningen, mens Norges Fondsmeglerforbund står for den administrative oppfølging. I løpet av 2010 besto 8 oppgjørsmedarbeidere eksamen under denne ordningen.

I forbindelse med overgangen til TradElect og dermed nytt regelverk på Oslo Børs, opphører Oslo Børs sin autorisasjonsordning for børsmevlere. Bakgrunnen er at regelverket ikke lenger retter seg mot enkeltpersoner (børsmevlere), kun til børsmedlemmer som foretak. Børsmedlemmene har imidlertid en plikt etter børsregelverket til å sørge for at meglere som handler i børsystemet har den nødvendige faglige kompetanse, herunder god kunnskap om regelverket knyttet til børsandel. Norges Fondsmeglerforbund og Oslo Børs har blitt enige om at autorisasjon av børsmevlere inkorporeres i autorisasjonsordningen til Forbundet f.o.m. 2010. Styret i Norges Fondsmeglerforbund vedtok de nødvendige endringer i regelverket for autorisasjonsordningen i styremøte den 15. desember 2009 som gjelder fra årsskiftet.

Den nye bestemmelsen i autorisasjonsregelverket krever at alle meglere som skal handle aksjer, renter eller derivater på Oslo Børs eller Oslo Axess skal meldes opp til tilleggsprøve børs (aksjer, renter eller derivater) innen én måned etter at slik stilling er tiltrådt. Gjennomføring av utvidet autorisasjonskurs for børs, samt avleggelse av tilleggsprøve børs

skal foretas snarest mulig og senest innen seks måneder etter tiltredelse av slik stilling. Det kan i særlige tilfeller dispenseres fra tidsfristen.

Tilleggskurset for børsmeglere vil gå over én dag, altså en reduksjon på én dag sammenlignet med den ordningen som avvikles. De som allerede er autorisert som børsmeglere under børsens regelverk, behøver ikke å gjennomgå det nye kurset eller ta ny eksamen. Men det er selvsagt mulig også for disse å ta kurset/eksamen. I løpet av 2010 besto 118 personer tilleggskurset for børsmeglere.

Siden oppstart høsten 1996 er det totalt autorisert ca. 4 910 personer under Norges Fondsmeglerforbunds autorisasjonsordning. I løpet av året ble det avholdt 13 kurs og 4 eksamener. Totalt var det 279 som besto eksamen i 2010.

Ved nyutstedelse av autorisasjon vil Forbundet måtte vurdere hvorvidt betingelsene for utstedelse er til stede. 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 overkant av 10 personer har blitt fratatt autorisasjon (eller nektet utstedt) for kortere eller lengre periode. For flere personer har det vært så vidt usikkert om autorisasjon kan utstedes at medlemsforetak har valgt ikke å ansette enkelte personer.

8. Seminarer

Norges Fondsmeglerforbund avholdt for fjerde gang, et bransjeseminar for medlemmer og andre aktører i finansmarkedet med tema ”Trender og utvikling i sparemarkedet”. Seminaret fokuserte i hovedsak på rådgivning og regulatoriske utfordringer ved finansielle produkter, samt fremtidsutsikter sett i fra et makroøkonomisk perspektiv. Leverandører av drifts- og CRM systemer hadde også mini-stands på seminaret.

I tillegg til ovennevnte kurs avholdt Norges Fondsmeglerforbund sitt årlige høstseminar for ansatte i medlemsforetakene og i infrastrukturbedrifter. Hensikten med dette seminaret var hovedsakelig å oppdatere medlemmene på strukturelle og konkurransemessige trender i markedet nasjonalt og internasjonalt, diskutere felles utfordringer for bransjen, og samtidig bidra til styrket samhold i bransjen.

9. Fondsmeglernes Informasjonstjeneste AS (FINFO)

9.1 Informasjonssystemet (OTC-systemet)

Informasjonssystemet for handel med unoterte aksjer (OTC-systemet) ble etablert 16. august 1999. Etter over et tiår i drift må det kunne konkluderes med at etableringen har tjent næringslivets, investorenes og verdipapirforetakenes interesser. En rekke selskaper har benyttet markedet for unoterte aksjer til egenkapitalfinansiering av ekspansjon og vekst. I 2010 har selskapene på listen innhentet ca. NOK 4,7 mrd i ny egenkapital.

OTC-systemet eies og administreres av FINFO AS, som eies 50 pst. hver av Norges Fondsmeglerforbund og Oslo Børs. Den administrative driften av systemet forestås av Norges

Fondsmeglerforbund, mens den tekniske driften av systemet forestås av Oslo Market Solutions AS.

9.2 Meldingssystemet

Fra og med 2002 ble det opprettet et meldingssystem for selskaper som inngitt avtale med FINFO, hvor selskapene er forpliktet til å informere markedet om kursrelevante forhold mv. OTC-listen er således inndelt i A- og B-listen, hvor de informasjonspliktige selskapene er registrert på A-listen. Ved utløpet av 2010 var 59 selskaper tilknyttet dette meldingssystemet, og 22 selskaper registrert på B-listen. FINFO registrerer ikke lenger nye selskaper på OTC-listen, dersom disse ikke ønsker å inngå avtale om distribusjon av selskapsinformasjon.

Meldingssystemet skaper et pålitelig grunnlag for korrekt kursfastsettelse i det unoterte markedet. Selskapsinformasjonen er tilgjengelig i realtid i meglernes handelsstøttesystem (OTC-systemet). I tillegg kan man på Norges Fondsmeglerforbunds hjemmeside få tilgang til alle meldinger som publiseres. Kurs- og selskapsinformasjon sendes ut til informasjonsdistributører hvert 2. minutt i systemets åpningstid (kl. 09.00 – 16.30).

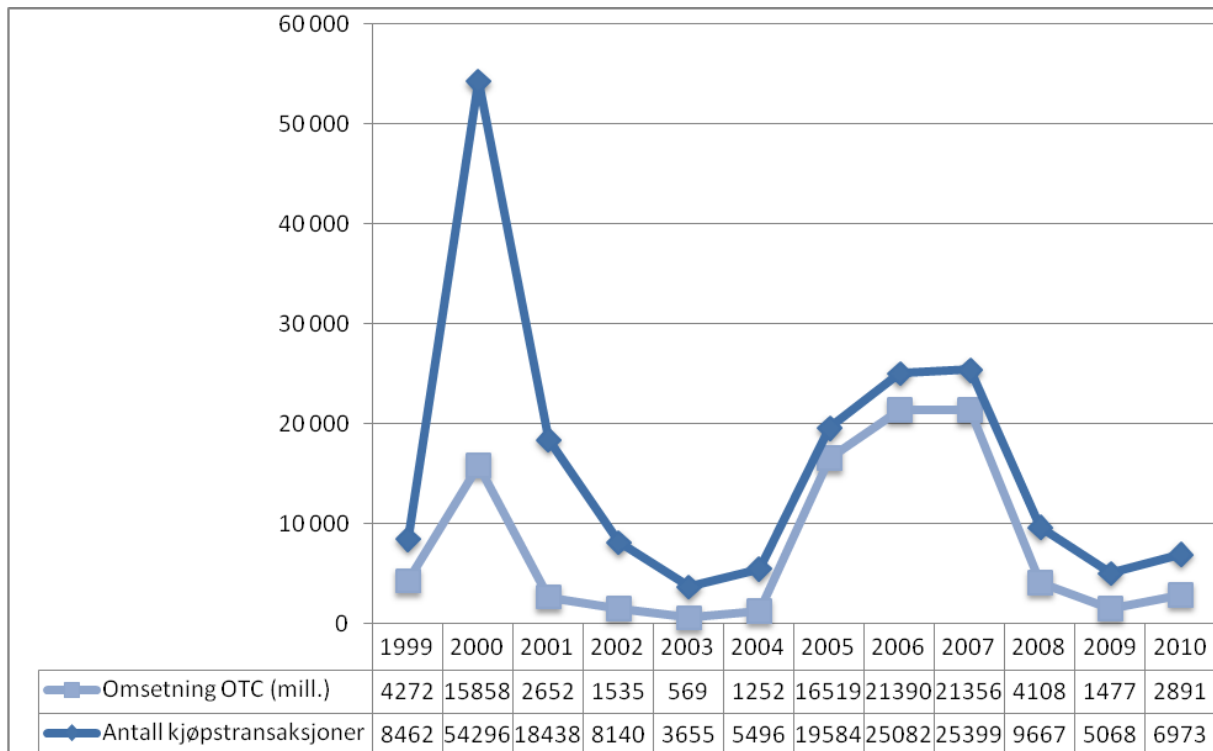
9.3 Oversikt over selskaper

I løpet av 2010 ble det registrert 13 nye selskaper på OTC-listen, mens 26 selskaper ble avregistrert. Av disse 26, ble 4 selskaper notert på Oslo Børs eller Oslo Axess. Ved årsskiftet var det registrert 81 selskaper i OTC-systemet; hvorav 59 registrert på A-listen og 22 registrert på B-listen. Selskapene hadde en samlet markedsverdi på ca. NOK 60 mrd.

9.4 Omsetning

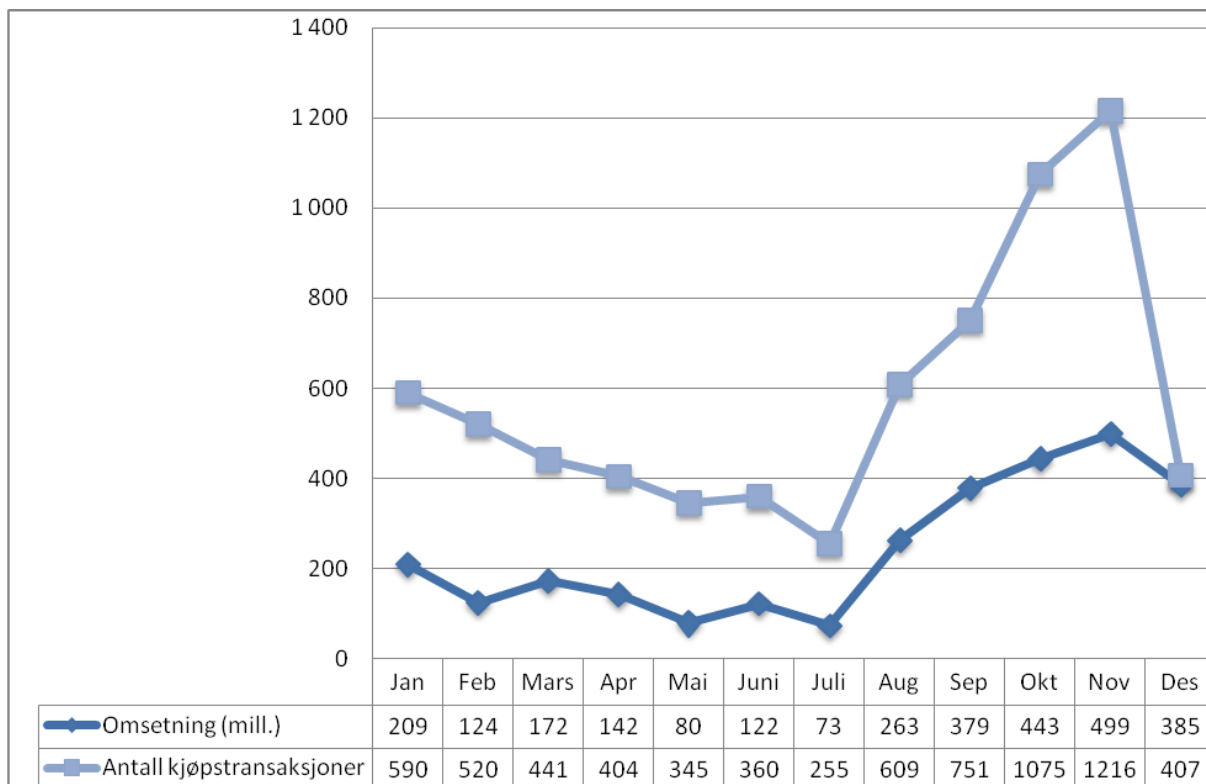
Det er kun kjøpstransaksjoner som rapporteres i OTC-systemet. Omsetningen har siden oppstart i august 1999 vært svært varierende, jfr. diagram 1 nedenfor.

Diagram 1: Omsetning på OTC-listen 2000-2010:



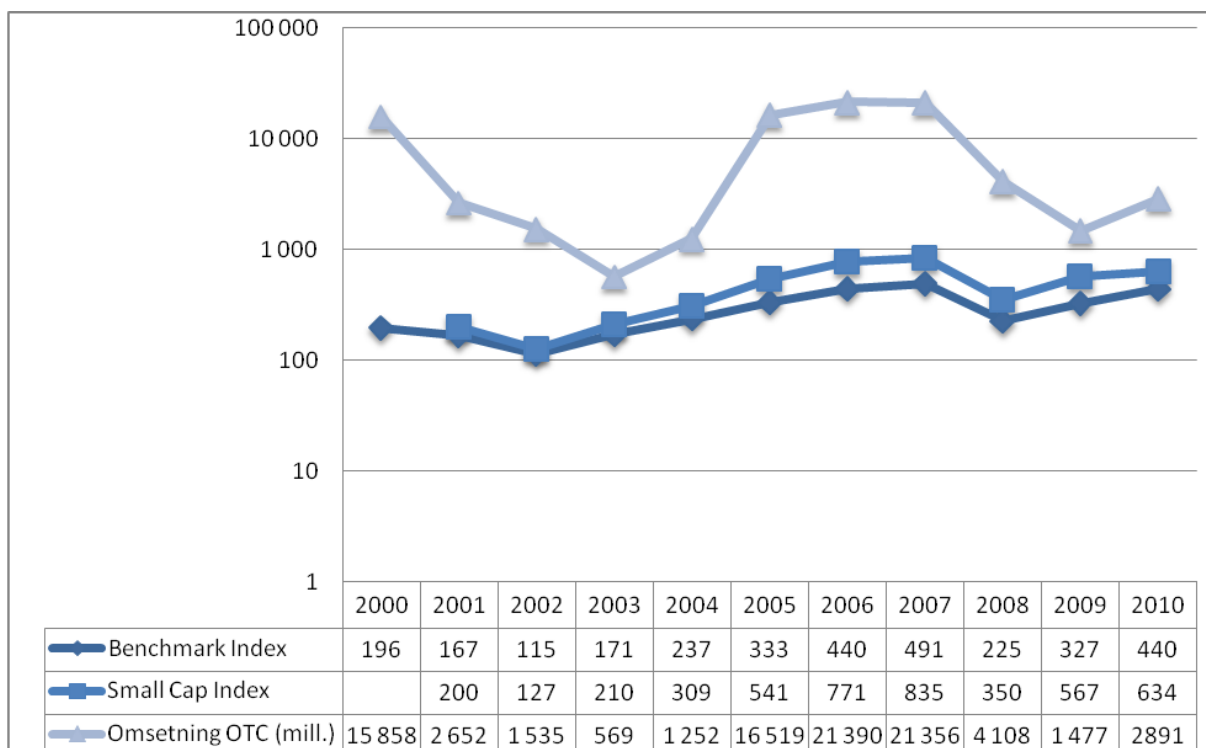
I perioden august til desember 1999 ble det registrert handler for ca. NOK 4,3 mrd. I 2000 var tilsvarende tall ca. NOK 15,9 mrd. Omsetningen gikk så betydelig ned i 2001 hvor det ble registrert en omsetning på ca. NOK 2,7 mrd. Omsetningen ble ytterligere redusert til ca. NOK 1,5 i 2002. Fallet fortsatte i 2003 til ca. NOK 569 mill. Omsetningen i 2004 ble noe mer enn doblet sammenlignet med 2003, og det ble registrert omsetninger for ca. NOK 1,3 mrd. Omsetningen i årene 2005 til 2007 nådde nye rekorder med henholdsvis ca. NOK 16,5 mrd., ca. NOK 21,4 mrd. og ca. NOK 21,4 mrd. Etter noen "toppår" med omsetning i OTC-markedet sank omsetningen i 2008 kraftig og endte på ca. NOK 4,1 mrd. Omsetningsreduksjonen skyldes i stor grad finanskrisen som slo ut for fullt høsten 2008. Usikkerheten som finanskrisen skapte, satte et betydelig preg på 2009. Selv om aksjeprisene i børsmarkedene steg betydelig i 2009, var omsetningen i OTC-markedet svak, og endte på ca. NOK 1,4 mrd. Omsetningen av unoterte aksjer i 2010 endte på ca. NOK 2,891 mrd (jfr. diagram 2 nedenfor). Dette tilsvarer en tilnærmet doubling av omsetningen i 2009.

Diagram 2. Omsetning på OTC-listen 2010:



Statistikken viser at omsetningen av aksjer på OTC-listen i stor grad påvirkes av verdiutviklingen av aksjer notert på Oslo Børs, jfr. diagram 3 nedenfor. Historikken viser at OTC-markedet henger noe etter utviklingen i børsmarkedene. I perioder hvor usikkerhet har preget aksjemarkedet og dets aktører, vil investorene konsentrere sin oppmerksomhet mot børsmarkedene hvor likviditeten i selskapene er høyere enn i OTC-markedet.

Diagram 3. Omsetning på OTC-listen sammenliknet med Oslo Børs indekser 2000-2010:



5 mest omsatte selskap i 2010

	Omsetning
1. Seawell Ltd.	955 018 817
2. Rowan Drilling Norway AS	561 010 610
3. Oslo Børs VPS Holding ASA	310 581 468
4. Media Norge ASA	221 039 437
5. Torghatten ASA	114 845 061

5 høyeste markedsandeler i 2010

	Omsetning	Markedsandel
1. Pareto Securities AS	846 497 680	29,29 %
2. SEB Enskilda AS	384 619 139	13,30 %
3. RS Platou Markets AS	307 974 394	10,65 %
4. Fearnley Fonds ASA	210 136 745	7,27 %
5. DnB NOR Markets	192 180 470	6,65 %

10. Komiteer

Norges Fondsmeglerforbunds 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 på to år. Komiteene fungerer på ad hoc basis og konsulteres når det oppstår problemstillinger knyttet til komiteens arbeidsområde.

Medlemskapet i komiteene skal være personlig i den forstand at medlemmet ikke går ut av komiteen ved skifte av arbeidsgiver innen bransjen. For perioden 2010 har Norges Fondsmeglerforbunds komiteer hatt følgende sammensetning:

Etisk Råd

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

Aksjederivatkomiteen

Arne Lien	Fondsfinans ASA
Geir Henning Ohrvik	First Securities AS
Janicke Førde	Nordea Markets
Thor Gunnar Olsen	DnB NOR Markets
André Ødegaard	Carnegie ASA
Eivind Nordahl	Handelsbanken Markets
Trond Rennemo	SEB Enskilda AS

Aksjemarkedskomiteen

Paal Karstensen

Hans Petter Michelsen

Arild Hille

Knut Thomesen

Ståle Schmidt

Ole Haugnes

Ulf Leinebø

Paal Myhrvang

Robert Brænd

Anders Skar

Preben Solberg

DnB NOR Markets

ABG Sundal Collier ASA

Pareto Securities AS

Carnegie ASA

Fondsfinans ASA

Handelsbanken Markets

Nordea Markets

First Securities AS

SEB Enskilda AS

Nordnet Bank NUF

RS Platou Markets AS

Compliancekomiteen

Morten Brundtland

Lars Gjørvad

Morten Ingar Hansen

Vibeke Wang

Knut Edvardsen

Randi Tenold

Trond Trondsen

Rune Ruud

Baste Larsen

Inger Oddny Nergård

Carnegie ASA

Carnegie ASA

First Securities AS

Nordea Markets

SEB Enskilda AS

Handelsbanken Markets

DnB NOR Markets

ABG Sundal Collier ASA

Orion Securities AS

Fokus Bank (Filial av Danske Bank A/S)

Komité for Investeringsrådgivning

Lars Morten Glimme

Robert Fjelli

Rune Wassum

Handelsbanken Markets

Storebrand Bank ASA

Pareto Wealth Management AS

Oppgjørskomiteen

Janicke B. Skaret

Randi Amb Dyrdal

Vivi Birkenes Engebretsen

Line Ødegård

Marit Landmark

Bente Bonafede

Marius Høvik

Morten Jakobsen

Monika Gjølmesli

Per Jørn Elefsen

SEB Enskilda AS

Handelsbanken Markets

First Securities AS

SEB

Arctic Securities ASA

ABG Sundal Collier ASA

DnB NOR Markets

DnB NOR Markets

Fokus Markets

Nordea Markets

Rente- og valutakomiteen

Olav Hofstad Gunnes
Morten Svebølle
Eindride Stien
Ole Christian Schjørn
Per Olav Glendrange
Terje Fronth Pedersen
Kjetil Ødven
Stein-Are Jensen

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

Systemteknisk komité

Knut Erik Robertsen
Per Tharaldsen
Per Kristian Fredriksen
Hans Martin Johansen
Helge Lie
Steinar Grande
Arild Tømmerås

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

Verdipapirjuridisk komité

Frede Aas Rognlien
Jan Bjørnsen
Håvard Vikse
Audun Moen
Stig Smedsvig
Ole Wetlesen Borge
Bjørn Håkon Steive
Christian Fodstad
Thomas Berge
Tommy Dilling
Christoffer Bergene

SEB Enskilda AS
Nordea
Argo Securities AS
DnB NOR Markets
ABG Sundal Collier ASA
Pareto Securities AS
First Securities AS
RS Platou Markets AS
Arctic Securities ASA
Nordnet AB
Carnegie ASA

Valg komiteen

Martin Hagen (leder)
Anders Onarheim
Ottar Ertzeid

Argo Securities AS
Carnegie ASA
DnB NOR Markets

11. Medlemsliste pr. 31. desember 2010

Ordinære medlemmer (39)

ABG Sundal Collier ASA
Acta Holding ASA
Agilis Group AS
Arctic Securities AS
Argo Securities AS
Carnegie AS
Christiania Securities AS
CMC Markets UK Plc. Oslo
DnB NOR Markets
Fearnley Fonds ASA
Finanssenteret AS
First Securities AS
Fokus Bank (Filial av Danske Bank A/S)
Fondsfinans ASA
Handelsbanken Capital Markets
Netfonds Bank ASA
Nordea Markets
Nordnet Bank NUF
Nordic Securities AS
Norne Securities AS
Pareto Project Finance AS
Pareto Securities AS
Pareto Wealth Management AS
RS Platou Markets AS
SEB Enskilda AS
Skandinaviska Enskilda Banken
Skandiabanken AB Norsk avdeling av utenlandsk foretak (NUF)
Sparebank 1 Nord-Norge Securities ASA
Sparebank 1 SMN Markets
Sparebanken Møre
Sparebanken Sogn og Fjordane
Sparebanken Sør
Sparebank 1 SR-Markets
Sparebanken Vest
Storebrand Bank ASA
Terra Markets AS
VentureLab AS
Vilfredo Kapitalforvaltning AS
Warren Bank AS

Assosierte medlemmer (4)

Cosmos Markets AS
Norsk Finansmegling AS
Norsk Fondsrådgivning AS
The Royal Bank of Scotland Plc. Norwegian Branch