

Høringsnotat

Forskrift om markedsmanipulasjon, rapportering av mistenkelige transaksjoner, investeringsanbefalinger mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv mv.

Oslo, 7. mars 2005

Innhold

1.	Høringsnotatets bakgrunn og hovedinnhold.....	3
1.1	Mandat og bakgrunn.....	3
1.2	Kort om Direktivet og dets utfyllende rettsakter.....	3
1.3	Sammendrag av høringsnotatets innhold.....	4
2.	Kommentarer til forskriftens kapittel 1	5
2.1	Generelt.....	5
2.2	Kommentarer til §§ 1-1 og 1-2	7
2.2.1	Signaler som indikerer markedsmanipulasjon	7
2.2.2	Akseptert markedspraksis	8
3.	Kommentarer til forskriftens kapittel 2	10
3.1	Generelt.....	10
3.2	Kommentarer til § 2-1	11
4	Kommentarer til forskriftens kapittel 3.....	12
4.1	Generelt.....	12
4.2	Kommentarer til § 3-1 flg.....	13
Vedlegg 1:	Forslag til forskrift om markedsmanipulasjon, rapportering av mistenkelige transaksjoner, investeringsanbefalinger mv.	
Vedlegg 2:	Verdipapirhandelloven ny §§ 2-2 fjerde ledd, 2-8, 2-10 og 2-11	
Vedlegg 3:	Direktiv 2003/124/EF art. 4 og 5	
Vedlegg 4:	Direktiv 2004/72/EF art. 2,3 og 8-10	
Vedlegg 5:	Direktiv 2003/125/EF (fortalen ikke inntatt)	

1. Høringsnotatets bakgrunn og hovedinnhold

1.1 Mandat og bakgrunn

Vedtak i Lagtinget av 17. desember 2004 ("lovendringen") om endringer i verdipapirhandelloven ("vphl") mv. gjennomfører sentrale deler av EUs direktiv 2003/6/EØF om markedsmissbruk ("Direktivet").¹ Lovendringen bygger på Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) og Innst. O. nr. 38 (2004-2005) som henholdsvis er tilgjengelige på:

<http://odin.dep.no/repub/04-05/otprp/12/>

<http://www.stortinget.no/inno/2004/inno-200405-038.html>

Det er i lovendringen forutsatt nærmere regler i forskrift om blant annet akseptert markedspraksis, markedsmanipulasjon, investeringsanbefalinger og rapportering av mistenkelige transaksjoner, jf. vphl. ny §§ 2-2 fjerde ledd, 2-8 tredje ledd, 2-10 annet ledd og 2-11 første og fjerde ledd, inntatt i vedlegg 2.²

Ot. prp. nr. 89 (2004-2005) er basert på Kredittilsynets høringsnotat av 1. mars 2004 ("Høringsnotatet"). Notatet er tilgjengelig på:

http://www.odin.dep.no/fin/norsk/aktuelt/hoeringssaker/under_behandling/006061-080329/dok-bn.html

Det ble i Høringsnotatet varslet nærmere regler om akseptert markedspraksis, markedsmanipulasjon, investeringsanbefalinger og rapportering av mistenkelige transaksjoner. Kredittilsynets forslag til slike forskriftsbestemmelser er inntatt i det følgende, jf. vedlegg 1.

1.2 Kort om Direktivet og dets utfyllende rettsakter

Direktivet er et rammedirektiv, noe som betyr at det er utfyllt gjennom rettsakter fastsatt av EU-kommisjonen ved bruk av såkalt komitologiprosedyre.³ Det er gitt tre kommisjonsdirektiver og en kommisjonsforordning med utfyllende bestemmelser til Direktivet, jf. under. Kommisjonsreguleringen er meget omfattende og detaljrik. Både kommisjons- og rammereguleringen skal implementeres i norsk rett etter EØS-avtalen art. 102, jf. art. 7.

Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF gir i art. 4 og 5 nærmere signaler for vurdering av om Direktivets markedsmanipulasjonsforbud har blitt overtrådt. Rammedirektivets manipulasjonsbestemmelse er gjennomført i vphl. ny § 2-8. Listen over signaler er ikke uttømmende og skal ifølge direktivet anses som "indicative". Eksempler på faktorer som skal hensyntas er rådende markedsforhold (likviditet, volatilitet, strukturelle karakteristika mv.) og type ordre/transaksjon (f. eks om to parter samarbeider ved gjennomføring av et

¹ Sanksjonering er ventet første kvartal 2005.

² Lovendringen inneholder flere forskriftshjemler, jf. f. eks vphl. ny § 12-2 b sjette ledd.

³ Jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) kapittel 2.

kjøp, en ordre legges inn rett før handelsperiodens slutt mv.). Det vises til vedlegg 3 der art. 4 og 5 er inntatt i norsk versjon.

Kommisjonsdirektiv 2004/72/EF inneholder nærmere regler om akseptert markedspraksis, jf. art. 2 og 3. Dette er praksis som til tross for at den gir uriktig eller villedende signaler om kursen eller volumet på et finansielt instrument, skal anses som akseptabel etter en nærmere vurdering. Kommisjonsdirektivet angir nærmere hvilke faktorer som skal hensyntas ved denne vurderingen. Det er Kredittilsynet som skal avgjøre om en markedspraksis skal anses som akseptabel. Direktivet forutsetter at tilsynsmyndigheten konsulterer ulike markedsaktører ved vurderingen av om en markedspraksis skal aksepteres til tross for dens kurspåvirkende karakter. Kredittilsynet har etter samråd med de nordiske tilsynsmyndighetene og Oslo Børs så langt, ikke funnet noen eksempler på slik akseptert markedspraksis i det norske markedet.⁴ I enkelte andre EØS-markeder vil derimot reglene trolig kunne bli aktuelle.⁵ Den aksepterte markedspraksisen inngår også i definisjonen av innsideinformasjon for varederivater.

I tillegg til det nevnte inneholder kommisjonsdirektiv 2004/72/EF nærmere krav til rapporter fra verdipapirforetak og andre rådgivere om antatt innsidehandel og markedsmanipulasjon. Etter vphl. ny § 2-11 pålegges profesjonelle tilretteleggere en rapporteringsplikt til Kredittilsynet ved "rimelig grunn til mistanke" om innsidehandel eller markedsmanipulasjon. De utfyllende bestemmelsene angir nærmere innholdet av slike meldinger, eksempelvis at de skal gi en dekkende beskrivelse av den aktuelle transaksjon/handelsordre. Det vises til vedlegg 4 der de aktuelle bestemmelsene fra kommisjonsdirektivet er inntatt.

Kommisjonsdirektiv 2003/125/EF utfyller kravene til såkalte investeringsanbefalinger. Etter vphl. ny § 2-10 stilles det vilkår om tilbørlig aktsomhet ved utarbeidelsen og formidlingen av slike, herunder at det skal opplyses om produsenten/distributørens egeninteresser og interessekonflikter. Kommisjonsdirektivet gir detaljerte regler som utfyller aktsomhetskravet. Til illustrasjon krever art. 3 at kilders pålitelighet undersøkes, fakta skilles fra tolkninger og at estimater angis som sådanne. Videre krever art. 5 at antall kjøps- og salgsanbefalinger pr. år angis, samt at enhver økonomisk egeninteresse i det aktuelle utstederforetaket (eller dets finansielle instrumenter) klart opplyses om. Det vises til vedlegg 5 der kommisjonsdirektivet er inntatt i norsk versjon.

1.3 Sammendrag av høringsnotatets innhold

Kredittilsynet foreslår at det fastsettes en forskrift med nærmere regler om markedsmanipulasjon, akseptert markedspraksis, rapport ved mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon og investeringsanbefalinger. Forskriften er foreslått delt i tre kapitler. Det er i stor grad lagt opp til å implementere den

⁴ Etter det Kredittilsynet er kjent med vil det heller ikke gis noen eksempler på slik praksis i de andre nordiske landene.

⁵ Jf. foreløpig "nivå 3" rapport fra The Committee of European Securities Regulators ("CESR") tilgjengelig på <http://www.cesr-eu.org/>

aktuelle kommisjonsreguleringen uten vesentlige tillegg eller endringer. Tilsvarende gjennomføring er lagt til grunn i de fleste EØS-land, for eksempel Danmark.⁶ En slik tilnærming kan gi en form og terminologi som i noen grad avviker fra det som er vanlig i Norge. Fordelene ved dette vurderes likevel som vesentlige, både for det norske markedet og aktørene i dette, og for myndighetenes oppfølging og håndheving av regelverket. Et særlig moment i denne sammenheng er den økede internasjonaliseringen og hensiktsmessigheten av likeartede rammebetingelser i EØS-området. Behovet for å benytte lovendringens øvrige forskriftshjemler, vil bli vurdert på et senere tidspunkt.

Kapittel 1 i forskriften gir nærmere signaler for vurdering av hvorvidt en transaksjon eller handelsordre er markedsmanipulasjon. I tillegg er det fastsatt en forskriftshjemmel for nærmere regulering av såkalt akseptert markedspraksis. Bestemmelsene om markedsmanipulasjon er omfattende, men antas å være relevante for aktørene i verdipapirmarkedet. Reglene om akseptert markedspraksis er trolig mindre relevante, jf. kapittel 2.2 under.

Forskriftens kapittel 2 regulerer innholdet av rapporter ved mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon. Rapporteringsplikten vil først og fremst være relevant for verdipapirforetak, jf. "gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter" i vphl. § 2-11. Det vil på et senere tidspunkt bli fastsatt et nærmere format for disse meldingene.⁷

Kapittel 3 i forskriften utfyller kravene til bredt anlagte investeringsanbefalinger. Det er foreslått egne regler om muntlige anbefalinger. Kravene til investeringsanbefalinger fremstår som meget detaljerte. Disse vil likevel suppleres av andre regler, typisk kravet til god forretningsskikk i vphl. § 9-2. Forskriftens kapittel 3 vil ikke gjelde for pressens omtale og formidling av investeringsanbefalinger, jf. vphl. § 2-10 tredje ledd der det er forutsatt at pressen er underlagt "tilfredsstillende selvregulering".

De enkelte kapitlene i forslaget er kommentert i det følgende.

2. Kommentarer til forskriftens kapittel 1

2.1 Generelt

Det er i forslagets kapittel 1 inntatt nærmere regler om markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis. Førstnevnte er definert i vphl. § 2-8, jf. annet ledd nr. 1 og 2 (jf. også nr. 3) som henholdsvis lyder:

"Med markedsmanipulasjon menes:

1. transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, eller som sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå, med mindre den eller de personer som har inngått transaksjonene eller inngitt

⁶ Jf. <http://www.ftnet.dk/sw11304.asp>

⁷ Jf. utkastet til "nivå 3" rapport på <http://www.cesr-eu.org/>

handelsordrene, godtgjør at begrunnelsen er å regne som legitim og at transaksjonen eller handelsordren er i overensstemmelse med atferd som Kredittilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet, eller

2. transaksjoner som inngås eller handelsordre som inngis i tilknytning til enhver form for villedende atferd..."

Det er i forskriftens § 1-1 gitt signaler som vil være indikative, men ikke avgjørende med hensyn til om en transaksjon eller handelsordre utgjør markedsmanipulasjon. Bakenforliggende kommisjonsregulering finnes i direktiv 2003/124/EF art. 4 og 5.

Akseptert markedspraksis er omtalt i Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) på side 67 flg.:

"Det foreligger ikke markedsmanipulasjon i direktivets forstand dersom transaksjoner eller ordrer som nevnt i direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a har en legitim interesse, og er i samsvar med «akseptert markedspraksis», se nærmere i pkt. 10.3 ovenfor..."

Direktivets begrepsbruk er «accepted market practices», jf. art. 1 nr. 2 bokstav a. Dette defineres i direktivet art. 1 nr. 5 som praksis som: (i) er noenlunde forventet (reasonably expected) i ett eller flere finansmarkeder, og (ii) som er akseptert av (accepted by) de kompetente myndigheter i samsvar med retningslinjene i tredje kommisjonsdirektiv. Det oppstilles altså to kumulative vilkår, som begge er med i Kredittilsynets forslag til forskrift § 1-2, jf. første og annet ledd. Praksis kan ikke anses som «akseptert» utelukkende på grunnlag av at praksis er utbredt blant markedsaktørene. Kredittilsynets aksept er et uttrykkelig vilkår, se lovutkastet § 2-8 annet ledd nr. 1."

Praksisen er i følge Direktivet relevant i to sammenhenger. For det første er akseptert markedspraksis et av to vilkår som kan medføre at transaksjoner og handelsordre som er manipulative, går fri av manipulasjonsforbudet, jf. vphl. ny § 2-8 annet ledd nr. 1. I Kommisjonsdirektiv 2004/72/EF er det gitt en rekke faktorer for vurdering av om en markedspraksis skal aksepteres. Kredittilsynet er ikke kjent med noen eksempler på slik akseptert markedspraksis fra det norske verdipapirmarkedet i dag.⁸ Det legges til grunn at kommisjonsbestemmelsene om akseptert markedspraksis ikke behøver å forskriftsfestes. Faktorene er nærmere omtalt under kapittel 2.2.2 under.

Akseptert markedspraksis er for det andre del av definisjonen av Innsideinformasjon for varederivater, jf. vphl. ny § 2-2 fjerde ledd. I Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) omtales dette som følger på side 30:

Innsideinformasjon vedrørende varederivater er (iht. rammedirektivet art. 1 nr. 2) informasjon av presis natur som ikke er offentliggjort, men som

⁸ Heller ikke i andre EØS-land finnes det mange slike eksempler, jf. utkast til "nivå 3" rapport fra CESR på <http://www.cesr-eu.org/>. I rapporten sondres det mellom aktiviteter (f. eks. hedging, short-salg og market-making) og praksiser. Førstnevnte er for vide og generelle til å oppnå status som markedspraksis.

direkte eller indirekte angår et eller flere slike derivat og som brukerne av marked hvor slike derivat handles ville forvente å motta i samsvar med akseptert markedspraksis for varederivater...

Departementet finner grunn til å påpeke at ovennevnte definisjon av innsideinformasjon i tilknytning til varederivater etter omstendighetene vil kunne ha visse svakheter. Definisjonen synes bl.a. å innebære at fortrolig informasjon i det underliggende varemarked som kan påvirke kursen i det finansielle derivatmarked, ikke vil anses som innsideinformasjon med mindre aktørene vil forvente å motta slik informasjon i overensstemmelse med praksis mv. I det finansielle eller underliggende marked. Handel i det finansielle markedet på grunnlag av slik informasjon vil derfor ikke rammes av innsidehandelforbudet. Departementet vil imidlertid påpeke at slik handel etter omstendighetene vil kunne rammes av andre straffesanksjonerte bestemmelser herunder bl.a. vphl. § 2-5 (ny § 2-9) om god forretningsskikk.

Kredittilsynet finner grunn til å understreke at fraværet av et vilkår om kurspåvirkning i vphl. ny § 2-2 fjerde ledd, samt den noe fragmentariske reguleringen av markedsdeltakernes informasjonsplikt, kan gjøre definisjonen av innsideopplysninger for varederivater vanskelig håndterbar i praksis, jf. kommentarene under punkt 2.2.2.

2.2 Kommentarer til §§ 1-1 og 1-2

2.2.1 Signaler som indikerer markedsmanipulasjon

Med bakgrunn i definisjonen Direktivets art. 1 nr. 2, utledes det tre eksempler på markedsmanipulasjon:⁹

"atferd der én person eller flere personer sammen sikrer seg en dominerende stilling når det gjelder tilgangen til eller behovet for et finansielt instrument, med den virkning at kjøps- eller salgskursen påvirkes direkte eller indirekte eller at det skapes andre urimelige handelsforhold,

kjøp eller salg av finansielle instrumenter like før markedet stenger, slik at investorer som handler på grunnlag av sluttkursen villedes,

utnyttelse av leilighetsvis eller regelmessig tilgang til tradisjonelle eller elektroniske medier gjennom en meningsytring om et finansielt instrument (eller indirekte om utstederen av instrumentet) etter på forhånd å ha ervervet deler av det aktuelle finansielle instrumentet, og deretter dra nytte av den virkning meningsytringen får på kursen til det finansielle instrumentet uten samtidig å ha offentliggjort opplysninger om interessekonflikten på en korrekt og effektiv måte."

⁹ Jf. den norske versjonen inntatt i St. prp. nr 77 (2003-2004) tilgjengelig på <http://www.odin.dep.no/ud/norsk/dok/regpubl/stprp/032001-030154/ved002-bn.html>

Kredittilsynet antar at eksemplene ikke bør fastsettes i forskriften. Den ikke-uttømmende listen over signaler som indikerer markedsmanipulasjon i kommisjonsdirektiv 2003/124/EF art. 4, bør derimot inntas. Det understrekes at en transaksjon eller handelsordre ikke nødvendigvis utgjør markedsmanipulasjon selv om et eller flere av signalene skulle tilsi dette.

Forskriftens § 1-1 inneholder nevnte signaler. Forslaget er i det vesentligste en gjennomføring av art. 4 og 5 uten endringer eller tillegg. Første ledd i § 1-1 gir signaler på adferd nevnt i vphl. ny § 2-8 annet ledd nr. 1. Andre ledd i § 1-1 gir signaler på adferd nevnt i vphl. ny § 2-8 annet ledd nr. 2.¹⁰ Det vises til vedlegg 1 der forskriften er inntatt i sin helhet.

2.2.2 Akseptert markedspraksis

Regler om akseptert markedspraksis følger av direktiv 2004/72/EF art. 2 og 3. Bestemmelsene regulerer to forhold; faktorer for vurdering av hvorvidt en praksis som er "manipulativ" skal aksepteres og nærmere regler for konsultasjon med markedet og tilsynsmyndigheter i andre EØS-land.

Ved vurdering av om en markedspraksis skal aksepteres, skal det i følge kommisjonsdirektivets art. 2 tas hensyn til følgende ikke uttømmende liste over faktorer:

- a. *hvor åpen den relevante markedspraksisen er for hele markedet,*
- b. *behovet for å sikre at markedskreftene virker og at samspillet mellom tilbud og etterspørsel fungerer som det skal,*
- c. *i hvilken grad den relevante markedspraksisen påvirker markedets likviditet og effektivitet,*
- d. *i hvilken grad den relevante praksisen tar hensyn til handelsmekanismene på det relevante markedet og gir markedsdeltakerne mulighet til å reagere riktig og i rett tid på den nye markedssituasjonen denne praksisen skaper,*
- e. *den risikoen som den relevante praksisen innebærer for integriteten til direkte eller indirekte tilknyttede markeder, uansett om de er regulerte eller ikke, for det berørte finansielle instrumentet i hele Fellesskapet,*
- f. *resultatet av undersøkelser av den relevante markedspraksisen foretatt av en vedkommende myndighet eller annen myndighet nevnt i artikkel 12 nr. 1 i direktiv 2003/6/EF, særlig med hensyn til om den relevante markedspraksisen medførte brudd på regler eller forskrifter utformet for å hindre markedsmissbruk, eller på atferdsregler, enten på det berørte markedet eller direkte eller indirekte tilknyttede markeder i Fellesskapet,*
- g. *de strukturelle kjennetegnene ved det relevante markedet, herunder om det er regulert eller ikke, hvilke typer finansielle instrumenter som omsettes og hvilken type markedsdeltakere det har, herunder i hvilken grad private investorer deltar i det relevante markedet.*

¹⁰ Forskriftens § 1-1 annet ledd benytter begrepet "nærstående", som er definert i vphl. § 1-4. Kommisjonsdirektivets art. 5. benytter "personer som er tilknyttet".

Medlemsstatene skal sikre at vedkommende myndigheter ved vurdering av behovet for sikring nevnt i bokstav b) særlig analyserer den relevante markedspraksisens virkninger for de viktigste markedsparametrene, for eksempel de særskilte markedsforholdene før den relevante markedspraksisen ble innført, veid gjennomsnittspris for én enkelt handelsdag eller daglig sluttnotering."

Det forhold at en markedspraksis er ny eller under utvikling medfører i seg selv ikke at praksisen ikke kan aksepteres, jf. art. 2 nr. 2.

For så vidt gjelder akseptert markedspraksis i forbindelse med markedsmanipulasjon, finner Kredittilsynet etter å ha konsultert bl.a. NOREX-børsene, ingen eksempler på slik praksis i det norske verdipapirmarkedet i dag. Tilsvarende er lagt til grunn av de øvrige nordiske tilsynsmyndighetene. Gjennom arbeidet i CESR på "nivå 3" i Lamfalussy-prosessen, er det i EØS-området kun indikert en håndfull eksempler på slik akseptert markedspraksis, jf. "consultations" på <http://www.cesr-eu.org/>. Eksempelene i rapporten synes ikke relevante for det norske verdipapirmarkedet. Kredittilsynet vil imidlertid ikke utelukke at det i fremtiden kan utvikle seg praksiser også i det norske markedet som vil anses som "aksepterte" til tross for at de dekkes av definisjonen av markedsmanipulasjon. Det må i tilfelle fastsettes en forskrift om disse, jf. under.

Akseptert markedspraksis inngår også som del av definisjonen av innsideinformasjon for varederivater, jf. vphl. ny § 2-2 fjerde ledd:

"Med innsideinformasjon om varederivater, menes presise opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent og som direkte eller indirekte angår ett eller flere varederivater og som deltakere på markedet der varederivatene omsettes ville forvente å motta i samsvar med det Kredittilsynet anser som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet. Med opplysninger som deltakerne ville forvente å motta, menes opplysninger som normalt gjøres tilgjengelig for deltakere på markedet eller opplysninger som skal offentliggjøres som følge av lov, forskrift eller annen regulering, herunder privatrettslig regulering og praksis på det aktuelle varederivatmarkedet eller det underliggende varemarked. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innsideinformasjon i tilknytning til varederivater og akseptert markedspraksis."

Bestemmelsen inneholder flere vilkår, blant annet at markedsdeltakerne skal ha en forventning om å motta de aktuelle opplysningene "i samsvar med det Kredittilsynet anser som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet". Faktorene som fremkommer av 2004/72/EF art. 2 passer etter Kredittilsynets oppfatning relativt dårlig med tanke på å vurdere denne forventningen. Det er for eksempel begrenset veiledning å hente i praksisens innvirkning på sentral parameter som vektet gjennomsnittspris av en serie handler eller praksisens innvirkning på markedets likviditet og effektivitet, jf. faktor b) og c) over. All den tid det er begrenset veiledning i faktorene om akseptert markedspraksis, gir vilkåret "i samsvar med det Kredittilsynet anser som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet" i § 2-2 fjerde ledd, liten selvstendig mening. Vilkåret om myndighetenes godkjenning av informasjonsmekanismen vil imidlertid indirekte være innfridd gjennom konsesjonen til og tilsynet med

varederivatbørsene, herunder deres regler om informasjon til markedet.¹¹ Kredittilsynet antar med dette at § 2-2 fjerde ledd for praktiske formål må forstås slik at de aktuelle opplysningene må:

- være "presise", jf. § 2-2 annet ledd,¹²
- ikke være offentlig tilgjengelig eller allment kjent,
- direkte eller indirekte angå ett eller flere varederivater, og
- som deltakerne på markedet der varederivatene omsettes vil forvente å motta.

Siste vilkår, dvs. "opplysninger som deltakerne ville forvente å motta" er definert i fjerde ledd annet punktum. Her fremkommer det at opplysninger som normalt gjøres tilgjengelig eller som skal offentliggjøres (iht. lov, forskrift eller annen regulering), er opplysninger som "deltakerne ville forvente å motta".

Kredittilsynet legger til grunn at fremtidige eksempler på akseptert markedspraksis eventuelt må fastsettes i forskrifts form, jf. den materielle definisjonen i forvaltningsloven § 2 første ledd bokstav c). Kravene til høring i utredningsinstruksen og forvaltningslovens § 37 antas å tilfredsstillе kommisjonsdirektivets art. 3. I tillegg vil Kredittilsynet måtte konsultere relevante tilsynsmyndigheter fra EØS-landene. Kredittilsynet foreslår på denne bakgrunn å innta en forskriftshjemmel i forskriftens § 1-2, jf. vedlegg 1. Et spørsmål som oppstår er om faktorene i kommisjonsdirektivets art. 2 bør inntas i forskriften. Kredittilsynet legger til grunn at dette ikke er tilfelle, all den tid faktorene antas å være såpass lite praktiske for det norske verdipapirmarkedet. Trolig vil det fra et brukerståsted være lite hensiktsmessig å forskriftsfeste en rekke vurderingsfaktorer med liten praktisk betydning.

For å oppsummere antar Kredittilsynet at kommisjonsdirektivets regel om akseptert markedspraksis, neppe vil få særlig praktisk betydning. I realiteten medfører dette at definisjonen av innsideinformasjon for varederivater må forstås slik at en uttrykkelig aksept fra Kredittilsynet av informasjonsmekanismen i det aktuelle varederivatmarkedet, som utgangspunkt ikke er påkrevd.

3. Kommentarer til forskriftens kapittel 2

3.1 Generelt

Profesjonelle tilretteleggere mv. av transaksjoner i finansielle instrumenter, skal etter vphl. ny § 2-11 gi melding til Kredittilsynet ved "rimelig grunn til mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon". CESR har i sin foreløpige "nivå 3"

¹¹ Aktørene på Nord Pool (både det fysiske og finansielle markedet) er underlagt en informasjonsforpliktelse gjennom børsens "disclosure rules". Det er i tillegg inngått avtale mellom Nord Pool og systemoperatørene om Informasjonsplikt. Kredittilsynet fører tilsyn med Nord Pools børsvirksomhet, jf. kredittilsynsloven § 1 første ledd nr. 10. Omsetningen på Nord Pool skjer etter det Kredittilsynet har fått opplyst, på bakgrunn av en hensiktsmessig informasjonsmekanisme, der aktørene mottar tilstrekkelige opplysninger for en riktig kurssetting.

¹² Det kan av vphl. § 2-2 annet ledd utledes et indirekte krav om kurspåvirkning ettersom opplysningene må være såpass spesifikke at det kan trekkes en "slutning om den mulige påvirkningen... på kursen til de finansielle instrumentene".

rapport gitt en rekke indikasjoner på omstendigheter som kan foranledige slik "rimelig... mistanke", jf. "consultations" på <http://www.cesr-eu.org/>.

Det er klart at verdipapirforetak og kredittinstitusjoner er omfattet av rapporteringsplikten etter § 2-11. Det er også klart at andre finansielle og juridiske rådgivere som "gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner" vil være omfattet. Nærmere bestemt antar Kredittilsynet at dette vil kunne være rådgivere som bistår i forbindelse med kjøp eller salg av finansielle instrumenter, fusjoner, kapitalinnhentinger, refinansieringer mv. Avdekkes en mistanke på et tidlig stadium i en prosess, for eksempel under en due diligence gjennomgang eller ved inngivelse av en handelsordre, vil dette etter omstendighetene kunne utløse rapporteringsplikten, jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) side 91.

Rapporteringsplikten etter § 2-11 hviler på "[d]en" som gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner. Med dette er så vel juridiske som fysiske personer omfattet, jf. forrige avsnitt. I den grad et foretak skal gi en melding, legger Kredittilsynet til grunn at foretakets compliance offiser eller daglige leder, bør koordinere internt og forestå selve meldingen til Kredittilsynet.

Vphl. § 2-11 inneholder en forskriftshjemmel hvorefter rapporteringsplikten kan begrenses til å gjelde for verdipapirforetak og kredittinstitusjoner. Kredittilsynet legger til grunn at en bør vinne erfaring med rapporteringsplikten før denne adgangen eventuelt benyttes. Det vil følgelig ikke bli foreslått regler som innsnevrer virkeområdet til § 2-11.

Bakenforliggende kommisjonsregulering finnes i direktiv 2004/72/EF art. 8 flg. Deler av kommisjonsdirektivet er gjennomført i vphl. § 2-11, for eksempel at den som gir en melding som utgangspunkt skal holdes skadefri, jf. tredje ledd.

3.2 Kommentarer til § 2-1

Kredittilsynet foreslår i forskriftens § 2-1 nærmere regler om innholdet av meldinger om antatt innsidehandel eller markedsmanipulasjon, samt om hvordan slike meldinger skal gis til Kredittilsynet. Det vises til vedlegg 1 der forskriften fremkommer.

Etter første ledd i bestemmelsen skal meldingen blant annet inneholde en beskrivelse av transaksjonen, årsaken til at innsidehandel eller markedsmanipulasjon mistenkes og andre relevante opplysninger. I tillegg skal selvsagt den rapporteringspliktiges identitet fremkomme. Opplysninger som den rapporteringspliktige ikke har på meldingstidspunktet, kan ettersendes Kredittilsynet, jf. § 2-1 annet ledd.

Melding om antatt innsidehandel eller markedsmanipulasjon kan gis skriftlig eller muntlig, jf. § 2-1 tredje ledd. Kredittilsynet vil basert på CESRs "nivå 3" rapport utarbeide et nærmere format for meldingene.¹³ Formatet vil mest trolig fastsettes i forbindelse med ikrafttreddelsen av forskriften. Det er i

¹³ Hensikten med et felles format i hele EØS er å lette byrden for rapporteringspliktige som opererer i flere land, for eksempel store investeringsbanker og verdipapirforetak.

utgangspunktet ikke foreslått at melding skal kunne gis per e-post, likevel slik at Kredittilsynet kan åpne for dette på et senere tidspunkt.¹⁴

4 Kommentarer til forskriftens kapittel 3

4.1 Generelt

Krav til verdipapirforetaks analyser og anbefalinger av utstedere og deres finansielle instrumenter har så langt vært utledet av reglene om god forretningsskikk og virksomhetsorganisering i vphl. kapittel 9. Med gjennomføringen av Direktivets art. 6 nr. 5 er det fastsatt en egen lovbestemmelse om bredt anlagte analyser og investeringsanbefalinger, jf. vphl. ny § 2-10 første ledd som lyder:

"Den som utarbeider eller formidler informasjon som anbefaler eller foreslår en investering eller investeringsstrategi vedrørende finansielle instrumenter eller utstederne av slike, og som er ment for distribusjon eller allmennheten, skal utvise tilbørlig aktsomhet for å sikre at informasjonen som presenteres er korrekt og skal på en klar og tydelig måte opplyse om eventuelle egne interesser og interessekonflikter som knytter seg til instrumentene eller utstederne."

Bestemmelsen gjelder i utgangspunktet for enhver og er i korte trekk todelt. For det første oppstilles det et aktsomhetskrav hvorefter den som utarbeider eller formidler en investeringsanbefaling skal "sikre" at opplysningene som presenteres er korrekte. Kravet til aktsomhet vil rimeligvis variere, men for verdipapirforetak, profesjonelle analytikere mv. må det være klart at aktsomhetsnormen er streng. For det andre skal det på en "klar og tydelig måte" opplyses om eventuelle egeninteresser eller interessekonflikter som vedkommende måtte ha.

Det er i § 2-10 annet ledd fastsatt at det kan gis egne regler om muntlige anbefalinger.¹⁵ Reglene om investeringsanbefalinger gjelder videre ikke for pressen, forutsatt at deres selvregulering med hensyn til innholdsmessige krav, samt egeninteresser og interessekonflikter er "tilfredsstillende", jf. tredje ledd.

I direktiv 2003/125/EF utbygges kravene i art. 6 nr. 5. Det er i dette direktivet gitt en utførlig og detaljert regulering av innholdet i og opplysninger om egeninteressen knyttet til bredt anlagte analyser og investeringsanbefalinger. Kravene er særlig strenge for uavhengige analytikere, verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og andre hvis hovedvirksomhet det er å produsere anbefalinger, jf. art. 1 nr. 4. Reglene i direktiv 2003/125/EF vil i for eksempel Danmark gjennomføres uten vesentlige endringer eller tillegg, jf.

¹⁴ Det vil i tilfelle treffes nødvendige foranstaltninger slik at kommunikasjon mellom rapporteringspliktige og Kredittilsynet kan finne sted på sikrest mulig måte, jf. personopplysningsloven § 2 nr. 8 og i Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) side 92.

¹⁵ Visse typer investeringsrådgivning vil etter direktiv 2004/39/EF (nytt investeringstjenestedirektiv) være en investeringstjeneste, jf. annex 1 section a nr. 5. Her vil det bli fastsatt nærmere regler av Kommisjonen på nivå 2, jf. CESR råd på <http://www.cesr-eu.org/>

<http://www.ftnet.dk/sw11304.asp>. Samme tilnærming er lagt til grunn av Kredittilsynet.

Forskriftens kapittel 3 kan for praktiske formål deles i tre; definisjoner, generelle krav til innhold og opplysning om interessekonflikter, samt ytterligere krav til innhold og opplysning om interessekonflikter. Sistnevnte regler gjelder i utgangspunktet for verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og uavhengige analytikere.

4.2 Kommentarer til § 3-1 flg.

Kredittilsynet foreslår å innta definisjonene i kommisjonsdirektivets art. 1 i forskriftens § 3-1.¹⁶ Definisjonen av "investeringsanbefaling" fremkommer ved å lese annet og tredje ledd i sammenheng. For verdipapirforetak, uavhengige analytikere mv. omfattes så vel direkte som indirekte anbefalinger, jf. tredje ledd a). For andre personer omfattes kun direkte anbefalinger.¹⁷ Reglene i forskriftens kapittel 3 gjelder bare for investeringsanbefalinger som er ment for en "distribusjonskanal" eller offentligheten, dvs. et stort antall personer, jf. § 3-1 sjette ledd.

Etter forslaget til § 3-2 skal identiteten til den som utarbeider en investeringsanbefaling tydelig fremgå. Tilsvarende krav er foreslått i § 3-7 første ledd for den som distribuerer en investeringsanbefaling utarbeidet av tredjemann. I den grad den som utarbeider en investeringsanbefaling ikke er underlagt tilsyn, skal det henvises til eventuelle bransjestandarder og adferdsregler, jf. § 3-2 annet ledd.

Generelle innholdsmessige krav til investeringsanbefalinger er foreslått i forskriftens § 3-3. Etter bestemmelsen skal det blant annet utvises tilbørlig aktsomhet slik at fakta skilles fra tolkninger, tvil om en kildes pålitelighet skal fremkomme og at anbefalingen i sum fremstår som rimelig. Det vil bero på en konkret vurdering om vilkårene er innfridd. Kravet til aktsomhet vil i praksis være relativt høyt ettersom det vanskelig kan sees at andre enn profesjonelle vil utarbeide anbefalinger. Hvis en investeringsanbefaling gis muntlig er det tilstrekkelig at det opplyses om hvor denne informasjonen er tilgjengelig. En forutsetning er likevel at opplysningene er lett tilgjengelige for mottaker, jf. siste ledd.¹⁸

De innholdsmessige kravene er skjerpet for verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, uavhengige analytikere m.fl., jf. forskriften § 3-4. Etter denne bestemmelsen skal det blant annet utvises tilbørlig aktsomhet slik at relevante prinsipper, forutsetninger og risikoer knyttet til anbefalingen tydelig fremkommer. Kravene til innhold vil være uforholdsmessige for anbefalinger som er begrenset i omfang. I følge § 3-4 andre ledd kan det derfor, typisk ved

¹⁶ Det antas ikke nødvendig å innta definisjonen av verdipapirforetak og kredittinstitusjon. Nærstående er heller ikke definert i forskriften, jf. vphl. § 1-4.

¹⁷ Det synes med dette ikke nødvendig å innta "eksplisitt eller implisitt", jf. kommisjonsdirektivets art. 1 nr. 3.

¹⁸ Etter kommisjonsdirektivet er vilkåret "urimelige", jf. f. eks art. 3 nr. 2. Det antas her at kravene vil være "urimelige" for anbefalinger som er av begrenset omfang.

utarbeidelse av en "kortversjon" av en anbefaling, henvises til enkelte av opplysningene. Slik henvisning vil typisk kunne være en lenke til nettstedet til den som har utarbeidet anbefalingen. Det er en forutsetning at samme metodikk for verdivurdering er lagt til grunn i den fulle og den begrensede versjonen av investeringsanbefalingen. For muntlige anbefalinger gjelder samme adgang som etter § 3-3, dvs. at det kan opplyses om hvor den aktuelle informasjonen er tilgjengelig, jf. forrige avsnitt.

Forskriftens § 3-5 har generelle krav til opplysninger om interessekonflikter. Etter første ledd skal det opplyses om "ethvert forhold som med rimelig grunn må antas å kunne påvirke en anbefalings objektivitet". Dette vilkåret er utdypet i annet og tredje ledd. Er anbefalingen begrenset i omfang, kan det henvises til opplysningene ved for eksempel en lenke til produsentens nettsted, jf. forrige avsnitt. Hvis en investeringsanbefaling gis muntlig er det også her adgang til å henvise til opplysningene, jf. forrige avsnitt.

Ytterligere krav til opplysninger om interessekonflikter fastsettes i § 3-6 for verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, uavhengige analytikere m.fl. Etter bestemmelsen skal det blant annet opplyses om produsentens eierskap i utstederforetaket som beskrives, annen økonomisk interesse av betydning, eventuelle oppdrag produsenten har hatt for utstederforetaket og bruken av informasjonssperrer for å hindre interessekonflikter, jf. første og annet ledd. Forskriftens § 3-6 første ledd litra a) benytter "nærstående" istedenfor "en tilknyttet juridisk person" som er kommisjonsdirektivets formulering, jf. art. 6 nr. 1. Det skal i tillegg opplyses om lønn eller bonus til den som utarbeider anbefalingen er knyttet til investeringstjeneste som er gjennomført av foretaket personene arbeider for eller deres nærstående, jf. § 3-6 tredje ledd. Verdipapirforetak og kredittinstitusjoner skal kvartalsvis offentliggjøre hvor stor andel av sine investeringsanbefalinger som tilhører kategorien kjøp, selg, hold eller tilsvarende, samt hvor stor andel av disse som er knyttet til foretak som det er utført ikke-ubetydelige investeringstjenester på vegne av det siste året, jf. fjerde ledd. Er anbefalingen begrenset i omfang, kan det henvises til opplysningene ved for eksempel en lenke til produsentens nettsted, jf. forrige avsnitt. Hvis en investeringsanbefaling gis muntlig er det også her adgang til å henvise til opplysningene, jf. forrige avsnitt.

Forskriftens § 3-7 fastsetter generelle krav ved spredning av investeringsanbefalinger som er utarbeidet av tredjemenn. Etter bestemmelsen skal distributøren blant annet sørge for at sin egen identitet fremkommer av anbefalingen og at endringer som har blitt foretatt tydelig fremkommer, jf. første og annet ledd. Eventuelle sammendrag av anbefalinger utarbeidet av tredjemenn skal være tydelige og ikke misvisende, jf. fjerde ledd. Det skal opplyses om hvor den fullstendige anbefalingen er tilgjengelig, herunder produsentens interesser og interessekonflikter. En forutsetning her er likevel at disse opplysningene er offentlig tilgjengelige, jf. fjerde ledd andre punktum.

Ytterligere krav til verdipapirforetaks og kredittinstitusjoners distribusjon av anbefalinger utarbeidet av tredjemenn, følger av forskriftens § 3-8. Etter denne skal blant annet navnet på tilsynsmyndigheten fremkommer. I tillegg skal det på visse vilkår sørges for at kravene til opplysning om interessekonflikter og innhold, er oppfylt, jf. annet ledd.

For øvrig vises det til vedlegg 1 der forskriftsteksten fremkommer.

VEDLEGG 1.

FORSLAG TIL FORSKRIFT OM MARKEDSMANIPULASJON, RAPPORTERING AV MISTENKELIGE TRANSAKSJONER, INVESTERINGSANBEFALINGER MV.

Fastsatt i medhold av verdipapirhandelloven §§ 2-2 fjerde ledd, 2-8 tredje ledd, 2-10 annet ledd og 2-11 fjerde ledd

Kapittel 1

Markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis

§ 1-1 Markedsmanipulasjon

Ved vurdering av om handelsordre eller transaksjoner utgjør markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 2-8 annet ledd nr. 1, skal det tas hensyn til følgende ikke uttømmende liste over signaler som ikke nødvendigvis i seg selv skal anses som markedsmanipulasjon:

- a) handelsordrer eller transaksjoner som utgjør en betydelig andel av det daglige omsetningsvolumet i det aktuelle finansielle instrumentet på det aktuelle regulerte markedet, især der ordrene eller transaksjonene medfører en betydelig endring i kursen til det finansielle instrumentet,
- b) handelsordrer eller transaksjoner foretatt av personer med betydelig kjøps- eller salgsposisjon som fører til en betydelig endring i kursen til et finansielt instrument, tilknyttede derivater eller underliggende aktiva som er notert på et regulert marked,
- c) gjennomførte transaksjoner som ikke medfører reelt endret eierskap til et finansielt instrument som er notert på et regulert marked,
- d) handelsordrer eller transaksjoner som omfatter omvendte posisjoner i løpet av et kort tidsrom og disse utgjør en betydelig andel av det daglige omsetningsvolumet til det aktuelle finansielle instrumentet på det aktuelle regulerte markedet, og disse kan være forbundet med betydelige endringer i kursen til et finansielt instrument som er notert på et regulert marked,
- e) handelsordrer eller transaksjoner som finner sted i løpet av et kort tidsrom i handelsperioden og som medfører en kursendring som på et senere tidspunkt går i motsatt retning,
- f) handelsordrer som endrer beste kjøps- eller salgskurs på et finansielt instrument som er notert på et regulert marked, eventuelt endrer opplysninger om ordrebeholdningen som er tilgjengelig for markedsdeltakerne, og ordrene annulleres før de utføres, og

- g) handelsordrer eller transaksjoner som inngis eller gjennomføres på eller omkring et bestemt tidspunkt når referanseprisen, oppgjørsprisen eller verdifastsettelsen beregnes og dette medfører en kursendring som har innvirkning på slik pris eller fastsettelse.

Ved vurdering av om handelsordre eller transaksjoner utgjør markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 2-8 annet ledd nr. 2, skal det tas hensyn til følgende ikke uttømmende liste over signaler som ikke nødvendigvis i seg selv skal anses som markedsmanipulasjon:

- a) en person eller dennes nærstående har spredt uriktige eller villedende opplysninger om et finansielt instrument før eller etter at vedkommende har inngitt handelsordrer eller gjennomført transaksjoner i det finansielle instrumentet, og
- b) en person eller dennes nærstående har utarbeidet eller distribuert en investeringsanbefaling om et finansielt instrument før eller etter vedkommende har inngitt handelsordrer eller gjennomført transaksjoner, og investeringsanbefalingen er feilaktig, tendensiøs eller beviselig påvirket av betydelige interesser.

§ 1-2 Akseptert markedspraksis

Kredittilsynet kan fastsette forskrift om akseptert markedspraksis, jf. verdipapirhandelloven §§ 2-2 fjerde ledd og 2-8 annet ledd nr. 1.

Kapittel 2

Rapport ved mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon

§ 2-1 Innhold

Melding etter verdipapirhandelloven § 2-11 skal inneholde:

- a) beskrivelse av transaksjonen, herunder type ordre (f. eks limit eller best), og type handel (f. eks blokkhandel),
- b) bakgrunnen for at den rapporteringspliktige har mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon,
- c) opplysninger om identiteten til personen transaksjonen foretas på vegne av og eventuelle andre parter til transaksjonen,
- d) opplysninger om den rapporteringspliktige opptrer for egen eller fremmed regning, og

- e) andre opplysninger som kan være relevante ved vurdering av transaksjonen.

Hvis en rapporteringspliktig ikke har alle opplysningene som nevnt i første ledd på meldetidspunktet, skal vedkommende i det minste opplyse om hvorfor det er grunn til mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon. Opplysningene for øvrig skal ettersendes Kredittilsynet så snart de blir tilgjengelige.

Melding etter verdipapirhandelloven § 2-11 kan gis Kredittilsynet per post, telefaks, telefon eller på annen måte som Kredittilsynet bestemmer. Kredittilsynet kan kreve at opplysninger gitt per telefon etterfølges av en skriftlig melding.

Kapittel 3

Investeringsanbefalinger

§ 3-1 Definisjoner

Med investeringsanbefaling menes analyse eller annen informasjon som anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi i forbindelse med finansielle instrumenter eller utsteder av slike, herunder uttrykk for nåværende eller fremtidig verdi eller pris til slike instrumenter, og som er beregnet for en distribusjonskanal eller allmennheten.

Med analyse eller annen informasjon som anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi som nevnt i annet ledd menes:

- a) opplysninger utarbeidet av en uavhengig analytiker, et verdipapirforetak, en kredittinstitusjon, eller en annen person hvis hovedvirksomhet er å utarbeide anbefalinger, eller en fysisk person som arbeider for disse i medhold av avtale, og som direkte eller indirekte anbefaler en bestemt investeringsbeslutning i forbindelse med finansielle instrumenter eller utstederne av slike, eller
- b) opplysninger utarbeidet av andre personer enn personer nevnt i bokstav a), og som direkte anbefaler en bestemt investeringsbeslutning i forbindelse med finansielle instrumenter.

Med utsteder menes utsteder av finansielle instrumenter som en investeringsanbefaling direkte eller indirekte gjelder.

Med distribusjonskanal menes en kanal hvorved informasjon blir eller kan bli kjent eller tilgjengelig for et stort antall personer.

Med relevant person menes juridisk eller fysisk person som utarbeider eller sprer investeringsanbefalinger som ledd i sin yrkesvirksomhet.

§ 3-2 Identiteten til den som utarbeider en investeringsanbefaling

Identiteten til den som utarbeider en investeringsanbefaling, herunder hvilket foretak personen arbeider for, skal tydelig fremgå av anbefalingen.

Hvis den som utarbeider en investeringsanbefaling er et verdipapirforetak eller en kredittinstitusjon, skal det tydelig fremkomme av anbefalingen hvilken tilsynsmyndighet som fører tilsyn med foretaket. Hvis den som utarbeider investeringsanbefalingen ikke er underlagt tilsyn, skal det i anbefalingen tydelig henvises til selvregulerende standarder eller adferdsregler.

Hvis en investeringsanbefaling gis muntlig, kan det henvises til opplysningene nevnt i første og annet ledd, forutsatt at opplysningene det henvises til er lett tilgjengelige.

§ 3-3 Generelle krav til investeringsanbefalinger

Relevante personer skal ved utarbeidelsen av en investeringsanbefaling utvise tilbørlig aktsomhet slik at:

- a) fakta skilles tydelig fra tolkninger, vurderinger, oppfatninger og annen ikke-faktisk informasjon,
- b) alle kilder anses pålitelige, og at eventuell tvil om en kildes pålitelighet tydelig fremkommer,
- c) alle prognoser, kursmål og prisestimer tydelig angis som sådanne, og at ikke-uvesentlige forutsetninger for disse tydelig fremkommer, og
- d) anbefalingen fremstår som rimelig og forsvarlig. Relevante personer skal ved forespørsel fra Kredittilsynet kunne begrunne at anbefalingen er rimelig og forsvarlig.

Hvis en investeringsanbefaling gis muntlig, kan det henvises til opplysningene nevnt i første ledd, forutsatt at opplysningene det henvises til er lett tilgjengelige.

§ 3-4 Ytterligere krav til investeringsanbefalinger

I tillegg til det som følger av § 3-3, skal en relevant person som er et verdipapirforetak, en kredittinstitusjon eller et foretak i samme konsern, uavhengig analytiker eller annen person hvis hovedvirksomhet er å utarbeide anbefalinger, eller fysisk person som i henhold til avtale arbeider for nevnte personer/foretak og som har deltatt i utarbeidelsen av en investeringsanbefaling, utvise tilbørlig aktsomhet slik at følgende beskrives tydelig i en investeringsanbefaling:

- a) alle viktige kilder, herunder den relevante utsteder, samt om anbefalingen har blitt gjort kjent for utsteder og om den ble endret etter dette,
- b) grunnlag og metoder for verdivurdering og prising av et finansielt instrument eller en utsteder, herunder fastsettelse av kursmål,
- c) betydningen av anbefalinger som gis, slik som kjøp, selg eller hold, herunder tidshorisonten for den investeringen som anbefalingen angår,
- d) risikoer knyttet til anbefalingen, herunder en analyse av relevante forutsetninger,
- e) planlagte oppdateringer av anbefalingen og større endringer i dekningen av det finansielle instrumentet eller utstederen, som tidligere er meddelt,
- f) dato for utarbeidelse og spredning av anbefalingen, samt dato og tidspunkt for en eventuelt nevnt pris på et finansielt instrument,
- g) annen investeringsanbefaling som avviker fra anbefalingen og som har blitt utarbeidet i løpet av de tolv foregående månedene, herunder hva dette avviket er og dato for den tidligere anbefalingen.

Hvis en investeringsanbefaling er begrenset i omfang, kan det i anbefalingen henvises til opplysningene nevnt i annet ledd bokstav a) til d), forutsatt at henvisningen er tydelig og opplysningene er lett tilgjengelige, for eksempel i form av en lenke til den relevante personens nettsted, samt at det ikke er foretatt endringer i metodikk eller grunnlaget for verdivurderingen eller prisingen.

Hvis en investeringsanbefaling gis muntlig, kan det henvises til opplysningene nevnt i første, forutsatt at opplysningene det henvises til er lett tilgjengelige.

§ 3-5 Generelle krav til opplysninger om interessekonflikter

Relevante personer, herunder fysiske personer som i henhold til avtale arbeider for nevnte personer og som har deltatt i utarbeidelsen av en investeringsanbefaling, skal i en investeringsanbefaling tydelig opplyse om ethvert forhold som med rimelig grunn kan forventes å påvirke en anbefalings objektivitet.

En investeringsanbefalings objektivitet kan særlig forventes å bli påvirket hvis en relevant person har en ikke-ubetydelig eierandel eller annen økonomisk interesse i finansielle instrumenter som omtales i en anbefaling, eller hvis det foreligger en ikke-ubetydelig interessekonflikt mellom den relevante personen og utsteder av de finansielle instrumentene som anbefalingen omhandler.

Relevante personer som er juridiske personer, skal i samsvar med første ledd i det minste opplyse om:

- a) interesser eller interessekonflikter til den relevante juridiske personen eller dennes nærstående som med rimelig grunn må forventes å være kjent for personer som deltar i utarbeidelsen av investeringsanbefalingen, og
- b) interesser eller interessekonflikter til den relevante juridiske personen eller dennes nærstående som er kjent for personer som ikke har deltatt i utarbeidelsen av investeringsanbefalingen, forutsatt at disse personene med rimelig grunn må forventes å ha hatt tilgang til anbefalingen før den ble distribuert eller allmenn kjent.

Hvis en investeringsanbefaling er begrenset i omfang, kan det i anbefalingen henvises til opplysningene nevnt i tredje ledd bokstav a) og b), forutsatt at henvisningen er tydelig og opplysningene er lett tilgjengelige, for eksempel i form av en lenke til den relevante personens nettsted.

Hvis en investeringsanbefaling gis muntlig, kan det henvises til opplysningene nevnt i første til tredje ledd, forutsatt at opplysningene det henvises til er lett tilgjengelige.

§ 3-6 Ytterligere krav til opplysninger om interessekonflikter

I tillegg til det som følger av § 3-5, skal en relevant person som er et verdipapirforetak, en kredittinstitusjon eller et foretak i samme konsern, uavhengig analytiker eller annen person hvis hovedvirksomhet er å utarbeide anbefalinger, eller fysisk person som i henhold til avtale arbeider for nevnte personer/foretak og som har deltatt i utarbeidelsen av en investeringsanbefaling, i det minste sørge for at følgende beskrives tydelig i en investeringsanbefaling:

- a) personen eller dens nærståendes eierskap av aksjer i utstederen,
- b) utstederens eierskap av aksjer i personen eller dens nærstående,
- c) annen ikke-uvesentlig økonomisk interesse personen eller dens nærstående har i forhold til utstederen,
- d) hvis aktuelt, at personen eller dens nærstående er market-maker eller likviditetsgarantist i de aktuelle finansielle instrumentene,
- e) hvis aktuelt, at personen eller dens nærstående har vært tilrettelegger eller hatt annet lignende oppdrag i forbindelse med finansielle instrumenter utstedt av det aktuelle utstederforetaket de siste tolv månedene,
- f) hvis aktuelt, at personen eller dens nærstående har yttet investeringstjeneste eller tilknyttet tjeneste for utsteder av de aktuelle

finansielle instrumentene i løpet av de siste tolv månedene, så fremt slik opplysning ikke innebærer et brudd på en konfidensialitetsplikt, og

- g) hvis aktuelt, at personen eller dens nærstående etter avtale skal utarbeide en anbefaling for utsteder.

I tillegg til opplysningene etter første ledd, skal det på generelt grunnlag opplyses om interne rutiner som har til hensikt å forhindre interessekonflikter, herunder om bruken av informasjonssperrer.

Verdipapirforetak og kredittinstitusjoner skal ved utarbeidelse av en investeringsanbefaling, opplyse om lønns- eller bonusordninger til de fysiske og juridiske personene som arbeider med anbefalingen er knyttet til investeringstjenester eller tilknyttede tjenester gjennomført av foretaket, institusjonen eller deres nærstående. Det skal i tillegg opplyses om disse personenes erverv av aksjer i utstederen før disse ble tilbudt allmennheten, herunder dato og pris for ervervet.

Verdipapirforetak og kredittinstitusjoner skal kvartalsvis offentliggjøre hvor stor andel av sine investeringsanbefalinger som tilhører kategorien kjøp, selg, hold eller tilsvarende, samt hvor stor andel av utstederne som svarer til hver av disse kategoriene som foretaket/institusjonen har levert ikke-ubetydelige investeringstjenester eller tilknyttede tjenester til i løpet av de siste tolv månedene.

Hvis en investeringsanbefaling er begrenset i omfang, kan det i anbefalingen henvises til opplysningene nevnt i første til fjerde, forutsatt at henvisningen er tydelig og opplysningene er lett tilgjengelige, for eksempel i form av en lenke til den relevante personens nettsted.

Hvis en investeringsanbefaling gis muntlig, kan det henvises til opplysningene nevnt i første til fjerde ledd, forutsatt at opplysningene det henvises til er lett tilgjengelige.

§ 3-7 Generelle krav ved spredning av investeringsanbefalinger utarbeidet av tredjemenn

Relevante personer som sprer en investeringsanbefaling utarbeidet av tredjemenn for et stort antall personer, skal sørge for at egen identitet tydelig fremgår av anbefalingen.

Relevante personer som sprer en investeringsanbefaling utarbeidet av tredjemenn og som endrer anbefalingen på ikke-uvesentlige punkter, skal tydelig angi hvilke endringer som er gjort. Denne forskrifts §§ 3-2 til 3-5 gjelder tilsvarende dersom en kjøps-, salgs- eller holdanbefaling eller tilsvarende, endres som nevnt.

Relevante juridiske personer som sprer en investeringsanbefaling som er endret på ikke-uvesentlige punkter, skal ha skriftlige retningslinjer for å sikre at mottaker av anbefalingen kan gjøre seg kjent med identiteten til den som har utarbeidet anbefalingen, den opprinnelige anbefalingen og

opplysninger om interesser og interessekonflikter for den som utarbeidet anbefalingen, forutsatt at denne informasjonen er offentlig tilgjengelig.

Relevante personer som sprer sammendrag av en investeringsanbefaling utarbeidet av tredjemenn, skal sørge for at sammendraget er tydelig og ikke misvisende. Sammendraget skal angi hvor anbefalingen er tilgjengelig, samt hvor det finnes opplysninger om produsentens interesser og interessekonflikter, så fremt disse ikke fremgår av anbefalingen og at denne informasjonen er offentlig tilgjengelig.

§ 3-8 Ytterligere krav ved spredning av investeringsanbefalinger utarbeidet av tredjemenn

I tillegg til det som følger av § 3-7, skal en relevant person som er et verdipapirforetak eller en kredittinstitusjon eller et foretak i samme konsern, eller fysisk person som i henhold til avtale arbeider for slikt foretak, i det minste sørge for at:

- a) navnet på relevant tilsynsmyndighet fremgår av investeringsanbefalingen,
- b) kravene i § 3-6 er oppfylt, med mindre den som har utarbeidet investeringsanbefalingen allerede har spredt den gjennom en distribusjonskanal, og
- c) kravene i §§ 3-2 til 3-6 er oppfylt, hvis investeringsanbefalingen har blitt endret på ikke-uvesentlige punkter.

VEDLEGG 2

§§ 2-2 FJERDE LEDD, 2-8, 2-10 OG 2-11 I VERDIPAPIRHANDELLOVEN

(Forskriftshjemlene er understreket)

§ 2-2. Fjerde ledd

Med innsideinformasjon om varederivater, menes presise opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent og som direkte eller indirekte angår ett eller flere varederivater og som deltakere på markedet der varederivatene omsettes ville forvente å motta i samsvar med det Kredittilsynet anser som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet. Med opplysninger som deltakerne ville forvente å motta, menes opplysninger som normalt gjøres tilgjengelig for deltakere på markedet eller opplysninger som skal offentliggjøres som følge av lov, forskrift eller annen regulering, herunder privatrettslig regulering og praksis på det aktuelle varederivatmarkedet eller det underliggende varemarked. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innsideinformasjon i tilknytning til varederivater og akseptert markedspraksis.

§ 2-8. Markedsmanipulasjon

Ingen må foreta markedsmanipulasjon i tilknytning til finansielle instrumenter.

Med markedsmanipulasjon menes:

1. transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, eller som sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå, med mindre den eller de personer som har inngått transaksjonene eller inngitt handelsordrene, godtgjør at begrunnelsen er å regne som legitim og at transaksjonen eller handelsordren er i overensstemmelse med atferd som Kredittilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet, eller
2. transaksjoner som inngås eller handelsordre som inngis i tilknytning til enhver form for villedende atferd, eller
3. utbredelse av opplysninger gjennom media, herunder via internett, eller ved enhver annen metode, når opplysningene gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter, herunder utbredelse av rykter og nyheter, når personen som har utbredt opplysningene visste eller burde ha visst at opplysningene var falske, uriktige eller villedende. Når en journalist i sin yrkesmessige aktivitet utbrer slike opplysninger, skal forholdet vurderes under hensyn til de regler som gjelder for deres yrkesgruppe, med mindre personen direkte eller indirekte oppnår fordeler eller fortjeneste av utbredelsen.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis.

§ 2-10. Investeringsanbefalinger mv.

Den som utarbeider eller formidler informasjon som anbefaler eller foreslår en investering eller investeringsstrategi vedrørende finansielle instrumenter eller utstederne av slike, og som er ment for distribusjon eller allmennheten, skal utvise tilbørlig aktsomhet for å sikre at informasjonen som presenteres er korrekt og skal på en klar og tydelig måte opplyse om eventuelle egne interesser og interessekonflikter som knytter seg til instrumentene eller utstederne.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om utarbeidelse og formidling av informasjon som nevnt i første ledd. Departementet kan uten hensyn til første ledd fastsette særlige regler om muntlige investeringsanbefalinger.

Reglene i eller i medhold av bestemmelsen her skal ikke gjelde for presse som er underlagt tilfredsstillende selvregulering.

§ 2-11. Rapporteringsplikt

Den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter, skal straks rapportere til Kredittilsynet hvis det foreligger rimelig grunn til mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon i tilknytning til slike transaksjoner. Departementet kan i forskrift bestemme at første punktum bare skal gjelde verdipapirforetak og kredittinstitusjoner.

Den som rapporterer etter første ledd, skal ikke informere noen andre om at melding er eller vil bli inngitt.

Opplysninger som i god tro meddeles Kredittilsynet etter første ledd, er ikke brudd på noen form for taushetsplikt og gir ikke grunnlag for erstatning eller straff.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om oversendelse av opplysninger til Kredittilsynet og om rapportering etter denne bestemmelsen.

VEDLEGG 3

ART. 4, 5 OG 6 I KOMMISSJONSDIREKTIV 2003/124/EF

Artikkel 4

Manipulerende atferd knyttet til uriktige eller villedende signaler og kurssikring

Ved anvendelse av artikkel 1 nr. 2 bokstav a) i direktiv 2003/6/EF og med forbehold for eksemplene i nr. 2 annet ledd i nevnte artikkel skal medlemsstatene påse at markedsdeltakerne og vedkommende myndigheter ved undersøkelse av transaksjoner eller handelsordrer tar hensyn til følgende ikke-uttømmende liste over signaler som ikke nødvendigvis i seg selv skal anses som markedsmanipulasjon:

- a. handelsordrer som er gitt eller transaksjoner som er utført, utgjør en betydelig andel av den daglige mengde transaksjoner med det relevante finansielle instrument på det aktuelle regulerte marked, særlig når slik virksomhet fører til en vesentlig endring i kursen til det finansielle instrument,
- b. handelsordrer som er gitt eller transaksjoner som er utført av personer med en betydelig kjøps- eller salgsposisjon i forhold til et finansielt instrument, medfører betydelige endringer i kursen til det finansielle instrument eller det tilknyttede finansielle derivat eller underliggende aktivum som er opptatt til omsetning på et regulert marked,
- c. transaksjoner som er utført, medfører ikke endringer i egentlig eiendomsrett til et finansielt instrument som er opptatt til omsetning på et regulert marked,
- d. handelsordrer som er gitt eller transaksjoner som er utført, omfatter motsatte posisjoner i et kort tidsrom og utgjør en betydelig andel av den daglige mengde transaksjoner med det relevante finansielle instrument på det aktuelle regulerte marked, og kan være forbundet med betydelige endringer i kursen til et finansielt instrument som er opptatt til omsetning på et regulert marked,
- e. handelsordrer som er gitt eller transaksjoner som er utført, konsentreres innenfor et kort tidsrom av handelsperioden og kan medføre en kursendring som senere går i motsatt retning,
- f. handelsordrer som er gitt, endrer opplysningene om beste kjøps- eller salgskurs for et finansielt instrument som er opptatt til omsetning på et regulert marked, eller mer generelt opplysningene om ordreboken som er tilgjengelig for markedsdeltakerne, og annulleres før de utføres,
- g. handelsordrer gis eller transaksjoner utføres på eller omkring et bestemt tidspunkt der referansekurser og avregningskurser beregnes og vurderinger foretas, og dette gir kursendringer som kan påvirke slike kurser og vurderinger.

Artikkel 5

Manipulerende atferd der det benyttes fingerte planer eller andre former for bedrag eller påfunn

Ved anvendelse av artikkel 1 nr. 2 bokstav b) i direktiv 2003/6/EF og med forbehold for eksemplene i nr. 2 annet ledd i nevnte artikkel skal medlemsstatene påse at markedsdeltakerne og vedkommende myndigheter ved undersøkelse av transaksjoner eller handelsordrer tar hensyn til følgende ikke-uttømmende liste over signaler som ikke nødvendigvis i seg selv skal anses som markedsmanipulasjon:

- a. før eller etter at handelsordrer gis eller transaksjoner utføres, sprer personene som gir handelsordrene eller utfører transaksjonene, eller personer som er tilknyttet dem, uriktige eller villedende opplysninger,
- b. handelsordrer gis eller transaksjoner utføres før eller etter at personene som gir handelsordrene eller utfører transaksjonene, eller personer som er tilknyttet dem, utfører eller sprer forskningsanalyser eller investeringsanbefalinger som er feilaktige eller partiske, eller som beviselig er påvirket av betydelig interesse.

Artikkel 6

Innarbeiding i nasjonal lovgivning

1. Medlemsstatene skal innen 12. oktober 2004 sette i kraft de lover og forskrifter som er nødvendige for å etterkomme dette direktiv. De skal umiddelbart oversende Kommisjonen teksten til disse bestemmelser og en sammenligningstabell som viser sammenhengen mellom disse bestemmelser og dette direktiv. Disse bestemmelsene skal, når de vedtas av medlemsstatene, inneholde en henvisning til dette direktiv, eller det skal vises til direktivet når de kunngjøres. Nærmere regler for henvisningen fastsettes av medlemsstatene.

2. Medlemsstatene skal oversende Kommisjonen teksten til de viktigste internrettslige bestemmelser som blir vedtatt på det området dette direktiv omhandler.

VEDLEGG 4

ART. 2, 3 OG 8 – 10 I KOMMISJONSDIREKTIV 2004/72/EF

Artikkel 2

Faktorer som skal tas hensyn til ved vurdering av markedspraksis

2. Ved anvendelse av artikkel 1 nr. 1 annet ledd og nr. 2 bokstav a) i direktiv 2003/6/EF, skal medlemsstatene sikre at følgende, ikke uttømmende faktorer tas hensyn til av vedkommende myndigheter, uten at det berører samarbeid med andre myndigheter, når de vurderer om de kan godkjenne en bestemt markedspraksis:
 - a. hvor åpen den relevante markedspraksisen er for hele markedet,
 - b. behovet for å sikre at markedskreftene virker og at samspillet mellom tilbud og etterspørsel fungerer som det skal,
 - c. i hvilken grad den relevante markedspraksisen påvirker markedets likviditet og effektivitet,
 - d. i hvilken grad den relevante praksisen tar hensyn til handelsmekanismene på det relevante markedet og gir markedsdeltakerne mulighet til å reagere riktig og i rett tid på den nye markedssituasjonen denne praksisen skaper,
 - e. den risikoen som den relevante praksisen innebærer for integriteten til direkte eller indirekte tilknyttede markeder, uansett om de er regulerte eller ikke, for det berørte finansielle instrumentet i hele Fellesskapet,
 - f. resultatet av undersøkelser av den relevante markedspraksisen foretatt av en vedkommende myndighet eller annen myndighet nevnt i artikkel 12 nr. 1 i direktiv 2003/6/EF, særlig med hensyn til om den relevante markedspraksisen medførte brudd på regler eller forskrifter utformet for å hindre markedsmissbruk, eller på atferdsregler, enten på det berørte markedet eller direkte eller indirekte tilknyttede markeder i Fellesskapet,
 - g. de strukturelle kjennetegnene ved det relevante markedet, herunder om det er regulert eller ikke, hvilke typer finansielle instrumenter som omsettes og hvilken type markedsdeltakere det har, herunder i hvilken grad private investorer deltar i det relevante markedet.

Medlemsstatene skal sikre at vedkommende myndigheter ved vurdering av behovet for sikring nevnt i bokstav b) særlig analyserer den relevante markedspraksisens virkninger for de viktigste markedsparametrene, for eksempel de særskilte markedsforholdene før den relevante markedspraksisen ble innført, veid gjennomsnittspris for én enkelt handelsdag eller daglig sluttnotering.

3. Medlemsstatene skal sikre at markedspraksis, særlig ny praksis, ikke antas å være uakseptabel av vedkommende myndighet bare fordi de ikke har godkjent den tidligere.
4. Medlemsstatene skal sikre at vedkommende myndigheter regelmessig revurderer markedspraksis de har godkjent, idet de særlig tar hensyn til betydelige endringer i det relevante markedsmiljøet, for eksempel endringer i handelsregler eller markedets infrastruktur.

Artikkel 3

Samrådsordninger og offentliggjøring av beslutninger

1. Ved anvendelse av artikkel 1 nr. 1 annet ledd og nr. 2 bokstav a) i direktiv 2003/6/EF skal medlemsstatene sikre at framgangsmåtene i nr. 2 og 3 i denne artikkel følges av vedkommende myndigheter når de vurderer om de skal godkjenne eller fortsette å godkjenne en bestemt markedspraksis.
2. Med forbehold for artikkel 11 nr. 2 i direktiv 2003/6/EF skal medlemsstatene sikre at vedkommende myndigheter, før de godkjenner eller ikke godkjenner den relevante markedspraksisen, har samråd på egnet måte med relevante organer, herunder representanter for utstedere, ytere av finansielle tjenester, forbrukere, andre myndigheter og markedsaktører. Samrådsordningen skal omfatte samråd med andre vedkommende myndigheter, særlig der det eksisterer tilsvarende markeder, dvs. med hensyn til struktur, volum og type transaksjoner.
3. Medlemsstatene skal sikre at vedkommende myndigheter offentliggjør sine beslutninger om en markedspraksis kan godkjennes eller ikke, herunder egnede beskrivelser av slik praksis. Medlemsstatene skal videre sikre at vedkommende myndigheter snarest mulig formidler sine beslutninger til Komiteen av

europæiske verdipapirtilsyn, som umiddelbart skal gjøre dem tilgjengelige på sitt nettsted.

Offentliggjøringen skal omfatte en beskrivelse av de faktorene som er tatt i betraktning i beslutningen om den relevante praksisen, særlig der det er trukket ulike konklusjoner om den samme praksisen kan godkjennes på ulike markeder i medlemsstatene.

4. Dersom det er innledet undersøkelser av bestemte tilfeller, kan samrådsordningene angitt i nr. 1 til 3 utsettes til disse undersøkelsene og eventuelle tilknyttede sanksjoner er avsluttet.
5. En markedspraksis som er godkjent etter samrådsordningene angitt i nr. 1 til 3 skal ikke endres uten at de samme samrådsordningene anvendes.

Artikkel 8

Frist for meldingen

Medlemsstatene skal sikre at personer nevnt i artikkel 1 nr. 3 som får kjennskap til fakta eller opplysninger som gir rimelig grunn til mistanke om den relevante transaksjonen, umiddelbart melder om dette.

Artikkel 9

Innhold i meldingen

1. Medlemsstatene skal sikre at personer som har meldingsplikt, formidler følgende opplysninger til vedkommende myndigheter:
 - a. beskrivelse av transaksjonene, herunder type ordre (f.eks. limitordre, markedsordre eller andre typer ordre) og type handel (f.eks. blokkhandel),
 - b. årsaker til mistanken om at transaksjonene kan utgjøre markedsmissbruk,
 - c. metoder for å identifisere de personene som transaksjonene er utført på vegne av, samt andre personer som har deltatt i de relevante transaksjonene,
 - d. funksjonen til den personen som har meldingsplikt (f.eks. på egen regning eller på vegne av tredjemand),
 - e. alle opplysninger som kan ha betydning for granskningen av de mistenkelige transaksjonene.
2. Dersom disse opplysningene ikke er tilgjengelige på meldingstidspunktet, skal meldingen som et minstekrav angi årsakene til at de meldende personene har mistanke om at transaksjonene kan utgjøre innsidehandel eller markedsmanipulasjon. Alle øvrige opplysninger skal framlegges for vedkommende myndigheter så snart de blir tilgjengelige.

Artikkel 10

Meldingsmåte

Medlemsstatene skal sikre at meldingen til vedkommende myndigheter kan overføres per post, e-post, telefaks eller telefon, forutsatt at det i det siste tilfellet framlegges skriftlig bekreftelse dersom vedkommende myndigheter anmoder om det.

VEDLEGG 5

KOMMISSJONSDIREKTIV 2003/125/EF

(Fortalen ikke inntatt)

Definisjoner

Artikkel 1

Definisjoner

For dette direktivs formål skal følgende definisjoner gjelde i tillegg til de som er fastsatt i direktiv 2003/6/EF. I dette direktiv menes med:

1. «investeringsforetak», enhver person som definert i artikkel 1 nr. 2 i rådsdirektiv 93/22/EØF^[4],
2. «kredittinstitusjon», en person som definert i artikkel 1 nr. 1 i europaparlaments- og rådsdirektiv 2000/12/EF^[5],
3. «anbefaling», analyser eller andre opplysninger som anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi, eksplisitt eller implisitt, i forbindelse med et eller flere finansielle instrumenter eller utstedere av finansielle instrumenter, herunder uttalelser om slike instrumenters nåværende eller framtidige verdi eller kurs, beregnet på distribusjonskanaler eller offentligheten,
4. «analyser eller andre opplysninger som anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi»,
 - a. opplysninger utarbeidet av en uavhengig analytiker, et investeringsforetak, en kredittinstitusjon, eller en annen person som har som hovedvirksomhet å utarbeide anbefalinger, eller en fysisk person som arbeider for disse i henhold til en arbeidsavtale eller annet, og som, direkte eller indirekte, uttrykker en bestemt investeringsanbefaling i forbindelse med et finansielt instrument eller en utsteder av finansielle instrumenter,
 - b. opplysninger utarbeidet av andre personer enn personer nevnt i bokstav a), og som direkte anbefaler en bestemt investeringsbeslutning i forbindelse med et finansielt instrument,
5. «relevant person», en fysisk eller juridisk person som utarbeider eller sprer anbefalinger som ledd i utøvelsen av sitt yrke eller sin forretningsvirksomhet,
6. «utsteder», en utsteder av et finansielt instrument som en anbefaling direkte eller indirekte gjelder,
7. «distribusjonskanaler», en kanal som opplysninger gjøres eller sannsynligvis vil bli gjort tilgjengelig for offentligheten gjennom. Med «Opplysninger som sannsynligvis vil bli gjort tilgjengelig for offentligheten» menes opplysninger som et stort antall personer har tilgang til,
8. «hensiktsmessig regulering», all regulering, herunder selvregulering, som er innført i medlemsstatene som nevnt i direktiv 2003/6/EF.

Kapittel II

Utarbeiding av anbefalinger

Artikkel 2

Identiteten til personer som utarbeider anbefalinger

1. Medlemsstatene skal påse at det er innført hensiktsmessig regulering for å sikre at alle anbefalinger klart og tydelig angir identiteten til den person som har ansvar for utarbeidelsen av dem, særlig navn og yrkesbetegnelse på den person som har utarbeidet anbefalingen, og navnet på den juridiske person som har ansvar for utarbeidingen av den.
2. Når den relevante person er et investeringsforetak eller en kredittinstitusjon, skal medlemsstatene kreve at identiteten til den berørte vedkommende myndighet angis.
Når den relevante person er verken et investeringsforetak eller en kredittinstitusjon, men er underlagt selvregulerende standarder eller atferdsregler, skal medlemsstatene påse at en henvisning til disse standardene eller kodene offentliggjøres.
3. Medlemsstatene skal påse at det er innført hensiktsmessig regulering for å sikre at kravene i nr. 1 og 2 tilpasses slik at de ikke blir urimelige dersom anbefalingene ikke foreligger i skriftlig form. Slike tilpasninger

kan omfatte en henvisning til det sted der offentligheten enkelt og direkte kan få tilgang til slike opplysninger, f.eks. den relevante persons nettsted.

4. Nr. 1 og 2 får ikke anvendelse på journalister som i medlemsstatene er underlagt tilsvarende hensiktsmessig regulering, herunder tilsvarende hensiktsmessig selvregulering, forutsatt at slik regulering fører til resultater som tilsvarer resultatene nevnt i nr. 1 og 2.

Artikkel 3

Generell standard for korrekt framstilling av anbefalinger

1. Medlemsstatene skal påse at det er innført hensiktsmessig regulering for å sikre at alle relevante personer utviser rimelig aktsomhet for å sikre:
 - a. at kjensgjerninger er klart atskilt fra tolkninger, vurderinger, oppfatninger og andre typer opplysninger som ikke er kjensgjerninger,
 - b. at alle kilder er pålitelige, eller, dersom det hersker tvil om hvorvidt en kilde er pålitelig, at det gjøres tydelig oppmerksom på dette,
 - c. at alle prognoser, forutsigelser og prismål tydelig merkes som slike, og at vesentlige antakelser som ligger til grunn for utarbeidingen eller bruken av dem, angis.
2. Medlemsstatene skal påse at det er innført hensiktsmessig regulering for å sikre at kravene i nr. 1 tilpasses slik at de ikke blir urimelige dersom anbefalingene ikke foreligger i skriftlig form.
3. Medlemsstatene skal kreve at alle relevante personer utviser rimelig aktsomhet for å sikre at alle anbefalinger kan underbygges som rimelige dersom vedkommende myndigheter anmoder om det.
4. Nr. 1 og 3 får ikke anvendelse på journalister som i medlemsstatene er underlagt tilsvarende hensiktsmessig regulering, herunder tilsvarende hensiktsmessig selvregulering, forutsatt at slik regulering fører til resultater som tilsvarer resultatene nevnt i nr. 1 og 3.

Artikkel 4

Ytterligere forpliktelser knyttet til korrekt framstilling av anbefalinger

1. I tillegg til forpliktelsene fastsatt i artikkel 3 skal medlemsstatene, dersom den relevante person er en uavhengig analytiker, et investeringsforetak, en kredittinstitusjon, en tilknyttet juridisk person, en annen relevant person som har som hovedvirksomhet å utarbeide anbefalinger, eller en fysisk person som arbeider for disse i henhold til en arbeidsavtale eller annet, påse at det er innført hensiktsmessig regulering for å sikre at personen utviser rimelig aktsomhet for, som et minstekrav, å sikre:
 - a. at alle vesentlige kilder angis på egnet måte, herunder den relevante utsteder, sammen med opplysninger om hvorvidt anbefalingen er framlagt for denne utstederen og endret som følge av dette før spredningen,
 - b. at alt grunnlag for vurderinger eller metoder som er brukt i evalueringen av et finansielt instrument eller en utsteder av et finansielt instrument, eller i fastsettelsen av et prismål for et finansielt instrument, oppsummeres på egnet måte,
 - c. at betydningen av alle anbefalinger som gis, f.eks. om å kjøpe, selge eller beholde, som kan omfatte tidsrammen for den investering anbefalingen gjelder, forklares på egnet måte, og at det angis en eventuell egnet advarsel om risiko, herunder en følsomhetsanalyse av de relevante antakelser,
 - d. at det henvises til planlagt hyppighet av eventuelle ajourføringer av anbefalingen og til eventuelle større endringer i den dekningspolitikk som tidligere er meddelt,
 - e. at det klart og tydelig opplyses om den dato anbefalingen første gang ble frigitt til spredning, sammen med relevant dato og tidspunkt for en eventuelt nevnt pris på et finansielt instrument,
 - f. at dersom en anbefaling avviker fra en anbefaling om samme finansielle instrument eller utsteder, som er framlagt i løpet av den umiddelbart foregående tolv månedersperioden før den nye frigjøres, skal denne endringen og dato for den tidligere anbefalingen angis klart og tydelig.
2. Medlemsstatene skal påse at der kravene fastsatt i bokstav a), b) eller c) i nr. 1 vil være urimelige i forhold til lengden på anbefalingen som spres, skal det være tilstrekkelig å gi en klar og tydelig henvisning i selve anbefalingen til det sted der offentligheten enkelt og direkte kan få tilgang til de påkrevde opplysningene, f.eks. en direkte lenke til disse opplysningene på den relevante persons nettsted, forutsatt at det ikke er foretatt endringer i anvendte metoder eller i grunnlaget for vurderingen.
3. Medlemsstatene skal påse at det er innført hensiktsmessig regulering for å sikre at kravene i nr. 1 tilpasses slik at de ikke blir urimelige i tilfeller der anbefalingene ikke foreligger i skriftlig form.

Artikkel 5

Allmenn standard for opplysninger om interesser og interessekonflikter

1. Medlemsstatene skal påse at det er innført hensiktsmessig regulering for å sikre at de relevante personer opplyser om alle forbindelser og forhold som med rimelighet kan forventes å påvirke objektiviteten i anbefalingen, særlig dersom relevante personer har en betydelig finansiell interesse i et eller flere av de finansielle instrumentene som anbefalingen gjelder, eller en betydelig interessekonflikt med hensyn til en utsteder som anbefalingen berører.
Dersom den relevante person er en juridisk person, skal dette kravet også få anvendelse på eventuelle juridiske eller fysiske personer som i henhold til en arbeidsavtale eller annet arbeider for denne, og som deltok i utarbeidningen av anbefalingen.
2. Dersom den relevante person er en juridisk person, skal opplysningene som kreves framlagt i henhold til nr. 1, som et minstekrav inneholde følgende:
 - a. den relevante persons eller tilknyttede juridiske persons eventuelle interesser eller interessekonflikter som er tilgjengelige eller med rimelighet kan forventes å være tilgjengelige for de personer som deltar i utarbeidningen av anbefalingen,
 - b. den relevante persons eller tilknyttede juridiske persons eventuelle interesser eller interessekonflikter som er kjent for de personer som, selv om de ikke selv deltok i utarbeidningen av anbefalingen, hadde eller med rimelighet kunne forventes å ha tilgang til anbefalingen før den ble spredt til kunder eller til offentligheten.
3. Medlemsstatene skal påse at det er innført hensiktsmessig regulering for å sikre at selve anbefalingen omfatter de opplysninger som er fastsatt i nr. 1 og 2. Dersom slike opplysninger ikke står i rimelig forhold til lengden på anbefalingen som spres, skal det være tilstrekkelig å gi en klar og tydelig henvisning i selve anbefalingen til det sted der offentligheten enkelt og direkte kan få tilgang til slike opplysninger, f.eks. en direkte lenke til disse opplysningene på den relevante persons nettsted.
4. Medlemsstatene skal påse at det er innført hensiktsmessig regulering for å sikre at kravene i nr. 1 tilpasses slik at de ikke blir urimelige dersom anbefalingene ikke foreligger i skriftlig form.
5. Nr. 1 til 3 får ikke anvendelse på journalister som i medlemsstatene er underlagt tilsvarende hensiktsmessig regulering, herunder tilsvarende hensiktsmessig selvregulering, forutsatt at slik regulering fører til resultater som tilsvarer resultatene nevnt i nr. 1 og 3.

Artikkel 6

Ytterligere forpliktelser knyttet til opplysninger om interesser eller interessekonflikter

1. I tillegg til forpliktelsene fastsatt i artikkel 5 skal medlemsstatene kreve at alle anbefalinger utarbeidet av en uavhengig analytiker, et investeringsforetak, en kredittinstitusjon, en tilknyttet juridisk person, eller en annen relevant person som har som hovedvirksomhet å utarbeide anbefalinger, klart og tydelig inneholder følgende opplysninger om deres interesser og interessekonflikter:
 - a. større aksjeposter mellom, på den ene side, den relevante person eller en tilknyttet juridisk person og, på den annen side, utsteder. Slike større aksjeposter omfatter minst følgende tilfeller:
 - aksjeposter på over 5 % av utsteders samlede utstedte aksjekapital eies av den relevante person eller en tilknyttet juridisk person, eller
 - aksjeposter på over 5 % av den relevante persons eller en tilknyttet juridisk persons samlede utstedte aksjekapital eies av utsteder.

Medlemsstatene kan fastsette lavere terskler enn de 5 % som er fastsatt i disse to tilfellene,

- b. andre betydelige finansielle interesser som den relevante person eller en tilknyttet juridisk person har i forhold til utsteder,
- c. der det er relevant, en erklæring om at den relevante person eller en tilknyttet juridisk person er en markedspleier eller tilfører likviditet i forbindelse med utsteders finansielle instrumenter,
- d. der det er relevant, en erklæring om at den relevante person eller en tilknyttet juridisk person har forvaltet eller deltatt i forvaltningen av et offentlig tilbud om utsteders finansielle instrumenter,
- e. der det er relevant, en erklæring om at den relevante person eller en tilknyttet juridisk person er part i en annen avtale med utsteder om levering av investeringsbanktjenester, forutsatt at dette ikke vil medføre offentliggjøring av fortrolige forretningsopplysninger og at avtalen har vært i kraft de siste

- 12 måneder eller i løpet av samme tidsrom har ført til erstatning eller løfte om betaling av erstatning,
- f. der det er relevant, en erklæring om at den relevante person eller en tilknyttet juridisk person er part i en avtale med utsteder om utarbeiding av anbefalingen.
2. Medlemsstatene skal kreve at det gis allmenne opplysninger om de organisatoriske og administrative ordninger som er innført av investeringsforetaket eller kredittinstitusjonen for å forebygge og unngå interessekonflikter i forbindelse med anbefalinger, herunder informasjonsbarrierer.
 3. Medlemsstatene skal kreve at kravet i artikkel 5 nr. 1 annet ledd, for fysiske og juridiske personer som arbeider for et investeringsforetak eller en kredittinstitusjon i henhold til en arbeidsavtale eller annet, og som deltok i utarbeidingen av anbefalingen, særlig skal omfatte opplysninger om hvorvidt slike personers vederlag er knyttet til investeringsbanktransaksjoner gjennomført av investeringsforetaket, kredittinstitusjonen eller en tilknyttet juridisk person.
Dersom slike fysiske personer mottar eller kjøper utstederes aksjer før de tilbys til offentligheten, skal det også opplyses om den pris aksjene ble ervervet for samt dato for kjøpet.
 4. Medlemsstatene skal kreve at investeringsforetak og kredittinstitusjoner hvert kvartal opplyser om hvor stor andel av alle anbefalinger som tilhører kategorien «kjøp», «behold», «selg» eller tilsvarende, samt hvor stor andel av utstedere som svarer til hver av disse kategoriene som investeringsforetaket eller kredittinstitusjonen har levert vesentlige investeringsbanktjenester til i løpet av de siste tolv måneder.
 5. Medlemsstatene skal påse at selve anbefalingen omfatter de opplysninger som kreves i nr. 1 til 4. Dersom kravene i nr. 1 til 4 ikke står i rimelig forhold til lengden på anbefalingen som spres, skal det være tilstrekkelig å gi en klar og tydelig henvisning i selve anbefalingen til det sted der offentligheten enkelt og direkte kan få tilgang til slike opplysninger, f.eks. en direkte lenke til disse opplysningene på investeringsforetakets eller kredittinstitusjonens nettsted.
 6. Medlemsstatene skal påse at det er innført hensiktsmessig regulering for å sikre at kravene i nr. 1 tilpasses slik at de ikke blir urimelige i tilfeller der anbefalingene ikke foreligger i skriftlig form.

Kapittel III

Spredning av anbefalinger utarbeidet av tredjemann

Artikkel 7

Identiteten til personer som sprer anbefalinger

Medlemsstatene skal påse at det er innført hensiktsmessig regulering for å sikre at identiteten til den relevante person som på eget ansvar sprer anbefalinger som er utarbeidet av tredjemann, klart og tydelig framgår av anbefalingen.

Artikkel 8

Allmenn standard for spredning av anbefalinger

Medlemsstatene skal påse at det er innført hensiktsmessig regulering for å sikre at det, når en anbefaling utarbeidet av tredjemann endres vesentlig gjennom de opplysninger som spres, skal opplysningene klart, tydelig og i detalj opplyse om de vesentlige endringene. Medlemsstatene skal påse at når den vesentlige endringen består i en endring av anbefalingens retning (for eksempel at en anbefaling om «kjøp» endres til en anbefaling om «behold» eller «selg», eller omvendt), skal kravene fastsatt i artikkel 2 til 5 om de personer som utarbeider anbefalingen oppfylles av den person som sprer anbefalingen, når det gjelder den vesentlige endringen.

Medlemsstatene skal dessuten påse at det er innført hensiktsmessig regulering for å sikre at relevante juridiske personer som selv eller gjennom fysiske personer sprer en vesentlig endret anbefaling, har formelle skriftlige retningslinjer slik at de personer som mottar opplysningene kan henvises til et sted der de kan få tilgang til identiteten til den person som har utarbeidet anbefalingen, til selve anbefalingen, samt til opplysninger om interesser eller interessekonflikter hos sistnevnte, forutsatt at slike opplysninger er tilgjengelige for offentligheten.

Første og annet ledd får ikke anvendelse på nyhetsrapportering om anbefalinger utarbeidet av tredjemann der det vesentlige innhold i anbefalingen ikke er endret.

I tilfeller der et sammendrag av en anbefaling som er utarbeidet av tredjemann spres, skal de relevante personer som sprer sammendraget sikre at dette er klart og ikke villedende, at det opplyses om kildedokumentet og om hvor offentligheten enkelt og direkte kan få tilgang til opplysninger om kildedokumentet, forutsatt at de er tilgjengelige for offentligheten.

Artikkel 9

Ytterligere forpliktelser for investeringsforetak og kredittinstitusjoner

I tillegg til de forpliktelser som er fastsatt i artikkel 7 og 8 skal medlemsstatene, når den relevante person er et investeringsforetak, en kredittinstitusjon eller en fysisk person som arbeider for slike personer i henhold til en arbeidsavtale eller annet, og sprer anbefalinger som er utarbeidet av tredjemann, kreve:

- a. at navn på vedkommende myndighet for investeringsforetaket eller kredittinstitusjonen framgår klart og tydelig,
- b. at dersom den person som har utarbeidet anbefalingen ikke allerede har spredt den gjennom en distribusjonskanal, skal kravene fastsatt i artikkel 6 for personer som utarbeider anbefalinger, oppfylles av den person som sprer anbefalingen,
- c. at dersom investeringsforetaket eller kredittinstitusjonen har endret anbefalingen vesentlig, skal kravene fastsatt i artikkel 2 til 6 for personer som utarbeider anbefalinger, oppfylles.

Kapittel IV

Sluttbestemmelser

Artikkel 10

Innarbeiding i nasjonal lovgivning

1. Medlemsstatene skal innen 12. oktober 2004 sette i kraft de lover og forskrifter som er nødvendige for å etterkomme dette direktiv. De skal umiddelbart oversende Kommisjonen teksten til disse bestemmelsene og en sammenligningstabell som viser sammenhengen mellom disse bestemmelsene og dette direktiv. Disse bestemmelsene skal, når de vedtas av medlemsstatene, inneholde en henvisning til dette direktiv, eller det skal vises til direktivet når de kunngjøres. Nærmere regler for henvisningen fastsettes av medlemsstatene.
2. Medlemsstatene skal oversende Kommisjonen teksten til de viktigste internrettslige bestemmelser som blir vedtatt på det området dette direktiv omhandler.

Artikkel 11

Ikrafttredelse

Dette direktiv trer i kraft den dag det kunngjøres i *Den europeiske unions tidende*.

Artikkel 12

Adressater

Dette direktiv er rettet til medlemsstatene.