

Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

FINANSDEPARTEMENTET	
0 4. MAI 2004,	
Saksnr.	04 872-34
Arkivnr.	413.11

Sendes pr post og pr mail: arkiv.postmottak@finans.dep.no

Lysaker, 3. mai 2004

Høring - begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av Eu's markedsmissbruksdirektiv

Det vises til Finansdepartementets brev av 3. mars 2004 med Kredittilsynets høringsnotat av 1. mars 2004 om begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmissbruksdirektiv, med frist for merknader 3. mai 2004.

Nord Pool ASA driver som kjent en nordisk derivatbørs med aktører fra de fleste europeiske land og ser på implementeringen av EU's Market Abuse Directive (MAD) som viktig for harmoniseringen av regelverket på dette området. Det er viktig for Nord Pool og tilliten til markedet at alle våre medlemmer og aktører er underlagt det samme regelverket på dette området. Det er således vært viktig for Nord Pool at implementeringen i Norge skjer synkront med de øvrige EU land slik at reglene er kjente og like for alle europeiske aktører, og at det innføres færrest mulig egne norske særtilkå.

Vi vil i det videre redegjøre for våre synspunkter på og innvendinger mot Kredittilsynets forslag.

- Generelt fremstår forarbeidene som knappe på flere sentrale punkter. Dette tilsier i seg selv at det bør gis høringsuttalelser slik at departementet på en mer eksplisitt måte tar stilling til viktige spørsmål, for på denne måte å skape forutberegnelighet for aktørene.
- Kredittilsynet har i sitt forslag valgt en "verken eller tilnærming". Kredittilsynet følger verken den norske lovgivningstradisjonen med relativt knapp ordlyd, men med utførlige forarbeider, eller gjengir direktivtekstene mer eller mindre ordrett. I stedet foretar Kredittilsynet en mellomting hvor ordlyden dels gjengis ordrett og dels trekkes sammen til det som etter Kredittilsynets oppfatning er essensen i bestemmelsen/ene. I den komplekse regeloppbyggingen som gjelder på MAD's område er faren med denne tilnærming at viktige elementer blir borte på veien. Som eksempel på kompleksiteten kan nevnes at med hensyn til markedsmanipulasjon er det fire nivåer av regler; 1) det generelle forbudet mot markedsmanipulasjon 2) fritak fra hovedregelen i den grad aktøren kan bevise at han hadde en opptråd i overensstemmelse med akseptert markedspraksis 3) eksempler på markedsmanipulasjon 4) momenter ved vurderingen av om det foreligger markedsmanipulasjon.

Dok id:

- I MAD artikkel 1(2) defineres markedsmanipulasjon på følgende måte:
"Market manipulation" shall mean:
(a) transactions or orders to trade:
- which give, or are likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for or price of financial instruments, or
- which secure, by a person, or persons acting in collaboration, the price of one or several financial instruments at an abnormal or artificial level,
unless the person who entered into the transactions or issued the orders to trade establishes that his reasons for so doing are legitimate and that these transactions or orders to trade conform to accepted market practices on the regulated market concerned;
(b) transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance;" (vår utheving)

I Kredittilsynets forslag til implementering er uttrykket "likely to give" erstattet med "vil kunne gi". Mens "likely to give" trolig må forstås som et krav om sannsynlighetsovervekt, så krever uttrykket "vil kunne gi" bare at det er en mulighet for at den aktuelle handlingen kan gi uriktige eller misvisende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter. Bestemmelsen gis således langt større rekkevidde enn det finnes holdepunkter for i MAD.

Videre har Kredittilsynet i tillegg til "transactions or orders to trade" tatt inn handlinger i sitt forslag til markedsmanipulasjonsdefinisjon. Bakgrunnen for dette er at Kredittilsynet tolker MAD artikkel 1(2) dit hen at passusen "any form of deception or contrivance" ikke relaterer seg til "transaction or orders to trade", men er en handlingsbeskrivelse som står på egne ben. En slik forståelse kan etter vår oppfatning ikke være riktig, så vel ut fra en alminnelig språklig forståelse av bestemmelsen som ut fra markedsmanipulasjons-definisjonens oppbygning for øvrig.

- Et eksempel på hvor elementer har blitt borte under veis er Kredittilsynets forslag til utfyllende forskrift til markedsmanipulasjonsdefinisjonen § 1-1 hvor det heter:

"Transaksjoner, handelsordre eller handlinger som utgjør markedsmanipulasjon etter verdipapirhandeloven § 2.8, vil etter omstendighetene kunne være:

a adferd fra en eller flere personer i samarbeid for å oppnå en dominerende stilling over tilbudet av eller etterspørselen etter finansielle instrumenter med den virkning at kjøps- eller salgskursen påvirkes direkte eller indirekte"

Dette ser ut til å være et forsøk på å implementere følgende passuss i MAD artikkel 1(2) annet ledd.

"In particular, the following instances are derived from the core definition given in points (a), (b) and (c) above:
- conduct by a person, or persons acting in collaboration, to secure a dominant position over the supply of or demand for a financial instrument which has the effect of fixing, directly or indirectly, purchase or sale prices or creating other unfair trading conditions,"

Slik MAD skal forstås er det gjengitte eksempelet ikke noe som etter forholdene kan utgjøre kursmanipulering, men et eksempel på en opptreden som med basis i definisjonen i MAD 1(2) bokstave a til c utgjør kursmanipulering.

Videre gir MAD uttrykk for at det er et generelt vilkår for at eksempelet skal komme til anvendelse at den aktuelle opptredenen kan karakteriseres som en "unfair trading condition" jf. uttrykket "other".

Dette aspektet har falt ut av Kredittilsynets forslag ved at passussen vedrørende "other unfair trading conditions" er tatt ut og erstattet med egen bestemmelse, bokstav b i forskriften som sier:

"b adferd der en person eller flere personer i samarbeid anvender urimelige handelsvilkår,"

- I forhold til MAD artikkel 1(2) annet ledd tredje strekpunkt har Kredittilsynet tolket MAD uriktig.

Fra den danske versjonen av MAD artikkel 1(2) annet ledd tredje strekpunkt hitsettes: *"udnyttelse af lejlighedsvis eller regelmæssig adgang til de traditionelle eller elektroniske medier ved at udsende en meningstilkendegivelse om et finansielt instrument (eller indirekte om udstederen heraf) - efter på forhånd at have erhvervet sig dele af det pågældende finansielle instrument - og ved senere at drage fordel af den måde, hvorpå de tilkendegivne holdninger påvirker kursen på instrumentet, uden samtidig at have afsløret interessekonflikten over for offentligheden på en korrekt og effektiv måde."*

Fra den engelske versjonen av MAD artikkel 1(2) annet ledd tredje strekpunkt hitsettes: *"taking advantage of occasional or regular access to the traditional or electronic media by voicing an opinion about a financial instrument (or indirectly about its issuer) while having previously taken positions on that financial instrument and profiting subsequently from the impact of the opinions voiced on the price of that instrument, without having simultaneously disclosed that conflict of interest to the public in a proper and effective way."*

Fra Kredittilsynets forslag til utfyllende forskrift til markedsmanipulasjonsdefinisjonen § 1-1 hitsettes:

"bruk av leilighetsvis eller permanent tilgang til tradisjonelle eller elektroniske medier og tilkjenneivelse av en mening om finansielle instrumenter eller utstederen der det tidligere har blitt tilkjennegitt en annen oppfatning om instrumentene eller utstederen, og det på bakgrunn av meningsytringene oppnås en gevinst uten at det samtidig opplyses om interessekonflikten på en klar og effektiv måte."

Ved å sammenholde den danske og den engelske versjonen av direktivet fremgår det at for kunne rammes av MAD artikkel 1(2) annet ledd tredje strekpunkt kreves det at personen før tilkjenneivelsen av sin oppfatning har foretatt erverv i det aktuelle finansielle instrument. Det er nærliggende å tro at Kredittilsynets feiltolkning av direktiver har sin bakgrunn i at de bare har tatt utgangspunkt i den engelske versjonen av MAD som sier "taken positions" og tolket dette som "å gi sin meningsytring".

Videre er det uklart hvorvidt en person som har solgt "short" kan omfattes av bestemmelsen i og med at den danske versjonen sier "erhvervet dele af"

- Med hensyn til konkurransen mellom markedsplassene er måten ulike markedspraksiser blir funnet akseptable av den kompetente myndighet av stor betydning. I utkast til tredje kommisjonsdirektiv artikkel 3 er dette søkt løst ved å pålegge statene å innføre følgende prosedyre:

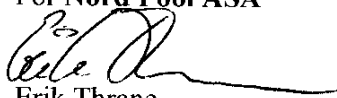
"Without prejudice to article 11 (2) of Directive 2003/6/EC, Member States shall ensure that competent authorities, before accepting or not the market practice concerned, consult as appropriate relevant bodies such as representatives of issuers, financial services providers, consumers, other authorities and market operators."

The consultation procedure shall include consultation of other competent authorities, in particular where there exist comparable markets, i.e. in structure, volume, type of transaction."

Det finnes få spor av en slik prosedyre i Kredittilsynets lovforslag.

- For den som ved sin opptreden møter MAD's definisjonen av markedsmanipulasjon i artikkel 1(2) legger MAD opp til en omvendt bevisbyrde for den som hevder å ha en legitim begrunnelse for sin opptreden og hevder at handlemåten er i overensstemmelse med akseptert markedspraksis. Kredittilsynet har på området for markedsmanipulasjon lagt opp til et strafferettslig regime. På bakgrunn av at det tradisjonelt oppfattes som problematisk å operere med omvendt bevisbyrde på strafferettens område har Kredittilsynet ikke implementert en regel med omvendt bevisbyrde. MAD legger imidlertid opp til sanksjonsfrihet for statene. Direktivforpliktelsene kan derfor oppfylles ved å innføre et administrativt sanksjonsregime.
- I juridisk teori har det vært diskutert hvilket skyldvilkår som gjelder for dagens kursmanipuleringsbestemmelse. Kredittilsynet presiserer i høringsnotatet at det ikke kan oppstilles noe krav om kurspåvirkningshensikt. Kredittilsynet legger etter dette opp til et skyldvilkår hvor simpel uaktsomhet med hensyn til alle elementer av gjerningsbeskrivelsen er tilstrekkelig for å rammes av forbudet mot markedsmanipulering. På bakgrunn av at det som utgangspunkt synes ulogisk å uaktsomt kunne manipulere, samt at skyldvilkåret er av sentral betydning for hvordan bestemmelsen kan håndheves fremstår omtalen av skyldvilkåret som svært knapp.
- Uttrykket akseptert markedspraksis benyttes både i relasjon til markedsmanipulasjon og definisjonen av insideinformasjon for varederivater. En svakhet med direktivet er at det har hovedfokus på markedsmanipulasjon, og store deler av omtalen av akseptert markedspraksis ikke passer inn med hensyn til insideinformasjon for varederivater. Direktivets svakhet blir ytterligere forsterket i Kredittilsynets høringsnotat ved at akseptert markedspraksis i relasjon til varederivatmarkedet knapt omtales.
- Definisjonen av insideinformasjon for varederivater som fremkommer av MAD og Kredittilsynet forslag til definisjon synes temmelig like. Siden tredje kommisjonsdirektiv vedrørende definisjonen av insideinformasjon for varederivater og akseptert markedspraksis ennå ikke er vedtatt er det grunn til å være oppmerksom på eventuelle endringer etter ESC-møtet i månedsskiftet april/mai.
- Kredittilsynet foreslår i sitt forslag til ny verdipapirhandellov § 1-7 en annen lovgivningsteknikk enn den som er benyttet hittil i § 1-7. Hittil har §1-7 klart definert hvilke kapitler og paragrafer i loven som gjelder varederivater ved å liste disse opp spesifikt. I forslaget så forsøkes det nå på en implementering hvor opplistingsprinsippet fravikes ved at det kap 2 kun gjøres gjeldende *"så fremt annet ikke klart fremgår av sammenhengen."* Vi anbefaler at lov teksten endres og at de paragrafene i kapitel 2 som gjøres gjeldende listes opp spesifikt.

Vennlig hilsen
For Nord Pool ASA


Erik Thrane
advokat