

Norges Fondsmeglerforbund

The Association of Norwegian Stockbroking Companies
Stiftet 5. oktober 1915



Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030Oslo

FINANSDEPARTAMENTET	
05. MAI 2004	
Saksnr.	04.872-35
Arkivnr.	413.11

3. mai 2004

Deres ref: 04/872 FM HD

Ad: Høring – begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv

Vi viser til brev 3. mars 2004 vedrørende ovenstående med høringsfrist 3. mai 2004.

Innledning – generelt om harmonisering

Forslagene til endringer i verdipapirhandelloven følger av Norges forpliktelser til å implementere EUs regelverk på verdipapiriområdet, i nærværende tilfelle markedsmisbruksdirektivet (heretter kalt MAD) og de utfyllende direktiver og forordninger fastsatt av Kommisjonen som ledd i den såkalte "Lamfallusy-prosessen".

MAD er utviklet med det formål å harmonisere lovgivningen innen EU (og EØS) på de områder direktivet omfatter. Norges Fondsmeglerforbund er generelt og prinsipielt positive til EUs harmonisering av de materielle regler knyttet til forbudene mot markedsmisbruk. En slik harmonisering er helt essensiell dersom man vil skape og delta i ett felles finansmarked der samtlige aktører skal være underlagt de samme regler med hensyn til hva som er uakseptabel markedsadferd. Lik adferd og like tilfeller skal reguleres likt og være gjenstand for sanksjoner ved eventuelle brudd. Dette er viktig for;

1. mulighetene til å skape et konkurransekraftig europeisk marked,
2. mulighetene for mer rettferdig konkurransen mellom de forskjellige markeder/land og mellom de forskjellige aktører,
3. mulighetene for å etablere overvåkning, etterforskning og informasjonsutveksling mellom de relevante kompetente myndigheter.

Vi er likevel av den oppfatning at de regler som fremgår av de aktuelle direktiver på den del punkter synes unødvendig detaljerte i forhold til det som må antas nødvendig ut fra et harmoniseringssynspunkt.

Vi konstaterer imidlertid at disse direktiver og forordningen om stabiliseringsordninger mv, har kommet til under et omfattende arbeid i EUs organer med betydelig medvirkning fra

markedsaktører og andre i de høringer og konsultasjonsprosesser som har vært gjennomført. Regelverket synes således å være rimelig godt forankret i hva myndigheter og markeder mener bør være normer for adferd. Dersom man ønsker å delta i dette harmoniserte marked med like konkurransevilkår og effektivt tilsyn, må det utvises stor varsomhet ved implementeringen nasjonalt av direktivene.

Et omfattende tilsynssamarbeid med utveksling av informasjon som innhentes fra markedsaktører forutsetter at like forhold behandles likt. Man har historisk sett tilfeller der man fra norsk side har ønsket å innhente informasjon fra utlandet, der dette har blitt vanskeliggjort f eks fordi samme handling ikke er straffbar i det eller de øvrige aktuelle land. Dersom man etablerer strengere regler i enkelte land, vil dette kunne få den følge at myndighetene vil kunne få problemer med å innhente og benytte informasjon fra de andre land der samme handling f eks ikke er straffbar.

Dette standpunkt innebærer for det første at man må akseptere at gjeldende nasjonal lovgivning vil måtte endres – også i retninger man umiddelbart kan synes virker negativt sett med norske øyne. Man kan altså ikke velge bort det man ikke synes passer dersom ikke direktivene konkret åpner for en slik mulighet. Fordelene ved harmonisering, så vel for markedets aktører som for tilsynsmyndigheter, må sies langt på vei å oppveie ulempene. Eventuelle nasjonale særregler, hvilken vei de enn måtte gå, er en ulempe og må derfor være svært godt begrunnet. For Norges vedkommende vil slike særregler være særlig uheldig fordi vårt marked er lite.

Dette forsterkes av at direktivet på flere områder antas å være et såkalt fullharmoniseringsdirektiv. Hva som imidlertid er minimumsregler og hva som krever fullharmonisering er imidlertid noe uklart, til tross for at disse problemstillinger har blitt reist ved en rekke anledninger under prosessen med utviklingen av direktivene.

Størst mulig grad av harmonisering er av stor viktighet ut fra et konkurransemessig perspektiv, dvs at de som er aktører i de felles europeiske markeder er underlagt de samme regler slik at man ikke risikerer en konkurransevridning som følge av såkalt "regelarbitrasje". Videre er det helt essensielt at aktørene (utstedere og investorer) kan forutberegne sin rettsposisjon bl a ved å vite at det er de samme regler som gjelder i alle land, således at det som er straffbart i et EØS-land også er straffbart i andre EØS-land. Det er videre viktig med rettsenhet fordi en rekke aktører, herunder verdipapirforetakene, opererer i flere land og det vil være svært byrdefullt om man skal måtte forholde seg til forskjellige regler i forskjellige land, når det gjelder så vidt alvorlige forhold som innsidehandel og markedsmanipulasjon.

Det fremgår av direktivets fortale pkt 11 og 12 (i dansk oversettelse) følgende:

(11) Fællesskabets eksisterende retsregler for beskyttelse af markedsintegriteten er ufuldstændige. Retsreglerne varierer mellem medlemsstaterne, og det betyder, at de økonomiske aktører ofte er usikre med hensyn til begreber, definitioner og retshåndhævelse. I visse medlemsstater findes der ingen lovgivning om kursmanipulation og udbredelse af vildledende oplysninger.

(12) Markedsmisbrug består i insiderhandel og kursmanipulation. Lovgivningen om insiderhandel og om kursmanipulation har samme formål, nemlig at sikre finansmarkedernes integritet i Fællesskabet og forbedre investorernes tillid til disse markeder. Der bør derfor vedtages kombinerede regler for at bekæmpe både insiderhandel og kursmanipulation. Ved et enkelt direktiv kan det sikres, at der overalt i Fællesskabet gælder de samme regler for ansvarsfordeling, retshåndhævelse og samarbejde. (vår understreking)

Av dette kan det utledes temmelig klart at harmonisering er det helt sentrale element for å sikre tillit til markedene og en felles tilnærming til rettshåndhevelsen.

Samlet tilsier ovenstående at avvik fra direktivene ikke bare må være mulig rent teknisk, men det må også begrunnes særlig. En mer eller mindre kort henvisning til hvordan forholdet er regulert i Norge i dag er ikke noe tilstrekkelig argumentasjon sett med et perspektiv som nevnt over.

Et sentralt ledd i harmoniseringen er, som allerede nevnt, at de samme handlinger skal være forbudt i alle medlemslandene. For å oppnå dette må disse handlinger beskrives likt, hvilket tilsier at man må anvende definisjoner og gjerningsbeskrivelser slik disse er angitt i direktivet. Dette styrkes av at definisjonene er koblingsord som benyttes i flere sammenhenger og en manglende fullharmonisering av disse vil dermed kunne medføre en rekke ulikheter. Svært meget taler derfor for at direktivet på dette området er et fullharmoniseringsdirektiv. Gjennom vårt arbeid med direktivet og utviklingen av kommisjonsdirektivene synes dette å ha vært den generelle oppfatning. På andre områder av direktivet fremgår det av teksten og fortalen at man ikke legger opp til annet en minimumsregulering.

En konsekvens av dette er at man, når man fremmer et forslag til lovendringer i Norge, klart;

- angir hvorvidt den enkelte direktivbestemmelse er å anse som en fullharmoniseringsbestemmelse eller ikke, herunder begrunner det standpunkt man tar. Dersom det ikke anses mulig å gi et klart svar på problemstillingen får man angi en reservasjon eller på annen måte vise at tolkningen er beheftet med usikkerhet. Dersom dette ikke gjøres vil det være tilnærmet umulig for høringsinstanser og senere de politiske organer å ta stilling til hvorvidt man har adgang til å fravike og i tilfelle om man bør gjøre det.
- begrunner hvorfor man foretar de valg man gjør i lovutkastet. Dette innebærer også at man må redegjøre for mulige konsekvenser av eventuelle ulikheter, ikke bare for tilsynsmyndigheter, men også for de øvrige aktørene i markedet.

Det er et gjennomgående trekk ved høringsutkastet at en drøftelse ut fra ovennevnte prinsipper ikke foreligger. Man har altså i liten grad vurdert hvorvidt man i forhold til den enkelte direktivbestemmelser har adgang til å innføre andre og strengere regler. Man har videre i liten grad vurdert og begrunnet hvorfor man eventuelt skal ha andre og eventuelt strengere regler. I sistnevnte sammenheng syns de direkte markedsaktørenes behov, f eks ut fra konkurransemessige og internkontrollmessige hensyn, nærmest ikke å ha vært tillagt vekt. Slik sett fremstår høringsutkastet som noe ensidig i sitt fokus.

Det er således svært vanskelig å vurdere hvorvidt de vurderinger og valg Kredittilsynet har gjort i sitt høringsutkast er tilstrekkelig fundert i en forsvarlig tolkning av direktivet. Slik sett kan utkastet fremstå som noe tilfeldig med hensyn til løsningsvalg.

Vi vil understreke at flere av de løsninger som er valgt nok kan fremstå som fornuftige, også i forhold til direktivteksten, men det forutsetter en temmelig god kunnskap om lovtemaet for å vurdere dette når høringsnotatet ikke redegjør for argumenter for og mot eller for den saks skyld analyserer virkninger av de valg man foretar.

Når det gjelder spørsmålet om fullharmonisering har det vært hevdet at dersom EU ønsket en fullharmonisering kunne man valgt å fastsette en forordning fremfor et direktiv, fordi førstnevnte får virkning i medlemslandene "as is" mens direktiver skal transformeres til nasjonal lovgivning. Til dette vil vi bemerke at det er åpenbart en rekke bestemmelser i direktivet som er minimumsbestemmelser og at en tilnærming med forordning/direktiv ville

kunne medført en mer fragmentarisk regulering. Videre vises det til at vi, under vårt arbeid med CESR's tilrådninger til Kommisjonen, har fått det bestemte inntrykk at det er bred enighet om at direktivet er en blanding av fullharmonisering og minimumsharmonisering.

Den generelle konklusjon er at Norges Fondsmeglerforbund støtter de tanker og føringer som ligger til grunn for EUs direktive og således at vi mener at norske regler må harmoniseres med dette. Vi er imidlertid kritiske til en del sentrale deler av Kredittilsynets høringsutkast, som vi mener langt på vei ikke tilfredsstillende ovenstående. Vi vil begrunne dette i det følgende.

Konsultasjon og høring

Utviklingen av et felles europeisk og nasjonalt regelverk knyttet til markedsmissbruk, herunder om selskapers informasjonsplikt og utarbeidelse og publisering av analyser, forutsetter en omfattende analyse hvordan man best oppnår direktivets mål. Av denne grunn har man innen EU lagt opp til omfattende konsultasjonsprosesser. Man har også inntatt bestemmelser om dette i direktivet. I fortalen til direktivet pkt 36 fremgår derfor bl a følgende (i dansk oversettelse):

Myndigheden bør have passende procedurer for høring i forbindelse med eventuelle ændringer i den nationale lovgivning såsom et rådgivende udvalg bestående af repræsentanter for udstederne, for udbyderne af finansielle tjenesteydelser og forforbrugerne, således at den kan være fuldt ud orienteret om deres synspunkter og bekymringer.

Dette er gjentatt i direktivets art 11 annet ledd hvor det fremgår (i dansk oversettelse):

Medlemsstaterne udarbejder effektive ordninger og procedurer til høring af markedsdeltagerne vedrørende eventuelle ændringer af den nationale lovgivning. Disse ordninger kan omfatte rådgivende udvalg under den kompetente myndighed, hvis sammensætning i videst muligt omfang bør afspejle markedsdeltagernes diversitet, hvad enten der er tale om udstedere, udbydere af finansielle tjenester eller forbrugere.

Etter Forbundets oppfatning legger direktivet opp til en mer formalisert forhåndskonsultasjon med markedsaktører under utarbeidelsen av forslag til regulering enn det som strengt tatt følger av norske regler. Det er antagelig ikke i samsvar med direktivets ide om åpenhet og konsultasjon å kun benytte tradisjonell høring slik vi er vant til i Norge. I tillegg bemerkes at det vel må anses som et avvik fra normal lovgivningsprosedyre å fremme så omfattende og inngripende regelendringer knyttet til bestemmelser som er av så vidt stor betydning for samtlige borgere i landet, jfr bl a strafferammen for overtredelse av innsidehandelsforbudet og kursmanipulasjonsforbudet.

I høringsnotatet skriver Kredittilsynet følgende om dette:

Kredittilsynet har under arbeidet med høringsnotatet vært i dialog med flere markedsaktører og myndighetsorganer, både nasjonalt og på europeisk nivå.

Det antas at kravene om høring i utredningsinstruksen og forvaltningsloven § 37 tilfredsstillende Direktivets art. 11 nr. 2. Kredittilsynet legger til grunn at ingen formelle fora må etableres i så måte, jf "arrangements and procedures" og "may include".

Basert på den informasjon som foreligger i høringsnotatet er det noe uklart hvilke markedsaktører som har vært konsultert under forberedelsen. Selv har Forbundet kun deltatt på ett møte sammen med representanter fra og Oslo Børs og slik vi da forstod det hadde

kontakten med andre markedsaktører vært relativt begrenset. Hvis dette er tilfelle synes den forutgående konsultasjon å ha vært sparsom.

Etter vår oppfatning kunne man med fordel hatt en mer systematisk og formalisert konsultasjonsprosess der man på noe bredere grunnlag kunne drøftet de enkelte problemstillinger som implementeringen reiser. Dette behov forsterkes av den meget korte frist det er for implementering av direktivet etter at høringsfristen er utløpt. Vi viser til at det siste sett av utfyllende direktiver ble fastsatt av Kommisjonen 29. april 2004 dvs fire dager før den norske høringsfristen utløper.

Etter Forbundets oppfatning har man kunnet foreta mer omfattende konsultasjon ved å involvere aktørene på et langt tidligere tidspunkt, sågar parallelt med arbeidet i CESR. Dette er en løsning vi nå ser blir benyttet i f eks Sverige for så vidt gjelder implementeringen av det nye direktivet om finansielle instrumenters marked (FIMD også kalt ISD II). Det er således vår oppfatning at den konsultasjonsprosess som det i nærværende sak er lagt opp til ikke tilfredsstillende de målsettinger som ovennevnte sitater fra direktivet oppstiller.

Det er mulig ressursituasjonen i Kredittilsynet ikke har gitt tilstrekkelig rom for et slikt forberedende arbeid. Det er Forbundets oppfatning at Kredittilsynet enten må foreta interne omprioriteringer eller tilføres ytterligere ressurser slik at man kan sikre en bedre lovgivningsprosedyre enn det vi nå synes å ha sett. Kredittilsynet vil møte betydelige utfordringer fremover knyttet til implementering og oppfølging av en rekke direktiver noe som må gjenspeiles i Kredittilsynets prioriteringer og ressursituasjon.

Oversettelse

Det foreligger ingen offisiell oversettelse av direktivene på norsk. Etter vår oppfatning er dette svært uheldig ikke minst fordi direktivteksten synes å åpne for tolkninger og oversettelsesproblemer. Etter det vi kjenner til fra vår kontakt med utenlandske kolleger synes de enkelte lands oversettelser fra engelsk å være mer eller mindre tilfredsstillende. Etter vår oppfatning bærer den norske oversettelse, slik den fremgår i de foreslåtte lov- og forskriftstekster, bud om at oversettelsen ikke har vært noen lett oppgave. Det er videre vårt inntrykk at de foreslåtte tekster i liten grad er utformet slik vi er vant til det i Norge. Vi kan i denne sammenheng nevne problemet med å oversette det nærmere meningsinnhold i begrepet "significant" – hvilket antagelig ikke kan oversettes med "vesentlig" (material), men kanskje mer som "merkbar", jfr den danske oversettelsen. Andre eksempler er bruken av begrepet "handelsordre" som er et dansk begrep, jfr den danske oversettelsen, et begrep som ellers ikke benyttes i vphl, jfr f eks §§ 1-2, 7-1 tredje ledd nr 3, 9-2 annet ledd, 9-3 mv.

Etter Forbundets oppfatning er det behov for en gjennomgripende språklig revisjon av de foreslåtte lov- og forskriftstekster slik at disse tilpasses språklig og teknisk til det system som ellers er benyttet i børse- og verdipapirlovgivningen.

Sanksjoner mv

En annen sentral problemstilling som enkelte steder berøres i høringsnotatet er de implikasjoner for implementering det har at vi i Norge kun anvender bøte- og fengselsstraff for overtredelse av markedsmisbruksreglene i vphl kap 2. Flere av bestemmelsene i direktivet synes å være relativt objektiviserte i sine handlingsbeskrivelser, antagelig ut fra den antagelse (og forutsetning?) at overtredelser av enkelte direktivbestemmelser skal kunne sanksjoneres administrativt, med en derav følgende annerledes vurdering av skyldkrav osv. Etter vår

oppfatning bør konsekvensene av dette klart fremgå av den proposisjon som departementet skal utarbeide.

Innsideinformasjon – definisjoner mv

Det er vår oppfatning at definisjonen av innsideinformasjon må harmoniseres med direktivene fullt ut og at særnorsk regulering må unngås. Vi understreker at det er vår oppfatning at direktivene på dette område ikke åpner for avvikende formulering, mao at direktivene på dette punkt er fullharmoniseringsdirektiver. Subsidiært vil vi anføre at dersom lovgiver, med støtte fra Kommisjonen, hevder at det her er en minimumsharmonisering, så er det ikke tilstrekkelig redegjort for hvorfor man bør velge en avvikende definisjon, herunder hvilken konsekvens dette får i relasjon til andre regler (informasjonsplikt og listeføringsplikter).

Som allerede nevnt er formålet med MAD å harmonisere regelverket, herunder hva som skal anses som straffbar markedsmissbruk, på europeisk nivå. Helt sentralt blir det da at gjerningsbeskrivelsen, herunder definisjonene, er like. Etter Forbundets oppfatning er dette kun mulig dersom man anser disse elementer av direktivet som bestemmelser som må implementeres fullt ut, dvs fullharmonisering. Etter det vi erfarer er dette også den alminnelige oppfatning internasjonalt.

Kredittilsynet velger i sitt høringsnotat å fravike dette ved å foreslå at man i hovedsak skal beholde den norske definisjonen av innsidehandel med hensyn til hva som skal anses som innsideinformasjon. Dette kommer til uttrykk ved at man ikke foreslår å innføre de kvalifiserende begrepene "precise" og "significant". Årsaken til dette er at man mener det vil kunne gi en uheldig signaleffekt idet markedsaktører kan få inntrykk av at reguleringen blir svakere enn nåværende regulering, jfr i denne sammenheng de forrige endringer i innsidebestemmelsen. Videre argumenteres det med at forskjellen antagelig ikke er så stor, jfr definisjonen av innsideinformasjon i første kommisjonsdirektiv. Det synes videre som Kredittilsynet implisitt har foretatt en vurdering av hvorvidt en endring er "politisk" mulig.

Til dette vil vi bemerke at argumentet med signaleffekten antagelig er lite relevant, og uansett er dette uten betydning dersom man snakker om en pliktig fullharmonisering. En annen side er signaleffekten av det å faktisk ikke foreta en harmonisering av ordlyd med det som EU, etter en omfattende lovgivnings- og konsultasjonsprosess, har kommet frem til. Det vil fremstå som lite heldig dersom Norge, til tross for harmoniseringsplikten, fastholder en avvikende definisjon, som også har betydning for andre bestemmelser, så som utsteders informasjonsplikt og krav til listeføring.

MAD definerer i art 1 nr. 1 begrepet "innsideinformasjon". Definisjonen av innsideinformasjon benyttes videre i MAD og kommisjonsdirektivene som et koblingsbegrep som utløser ulike rettsregler; handleforbud (art 2), taushetsplikt, rådgivningsforbud og forbud mot tilskyndelse til handel (art 3), samt informasjons- og listeføringsplikt (art 6).

Sentralt i MADs definisjon av innsideinformasjon er vilkåret om at den aktuelle informasjonen må være av "*precise nature*" samt at offentliggjøring av den aktuelle informasjonen med sannsynlighet ville få "*significant effect*" på det aktuelle finansielle instrumentets kurs. Det synes i forhold til de to nevnte kriteriene ikke å være foretatt noen endring eller innskjerping i MADs art. 1 nr. 1 av terskelen for når informasjon skal være å betrakte som innsideinformasjon sammenlignet med ordlyden i art. 1 nr. 1 i det tidligere gjeldende Rådsdirektiv 89/592/EEC vedr. innsidehandel.

Forbudet mot innsidehandel, og definisjonen av innsideinformasjon, fremkommer i norsk rett vphl § 2-1. Ved lovendringen i 2001 fjernet man bl a de to kvalifiserende begrepene "presis" og "vesentlig". Som nevnte ovenfor er det uklart hvorvidt det norske begrepet "vesentlig" innholdsmessig fullt ut sammenfaller med direktivets "*significant*". Motivasjonen for den norske lovendringen var bl a å skjerpe det norske forbudet mot ulovlig innsidehandel, jfr Ot. prp. nr.80 (2000-2001): "*Formålet med endringene er å effektivisere, klargjøre og skjerpe forbudet mot ulovlig innsidehandel og reglene som er gitt til forebyggelse av slik handel*".

At Kredittilsynet ikke ønsker innført begrepene "*precise nature*" og "*significant effect*" i relasjon til forbudet mot ulovlig innsidehandel er, sett i forhold til historikken knyttet til den norske lovbestemmelsen, muligens forståelig, om enn antagelig i strid med direktivet, jfr ovenfor. Den implementeringslovgivning Kredittilsynet nå foreslår gjennomført i norsk rett vil imidlertid få som konsekvens at selskapenes løpende informasjonsplikt i utgangspunktet vil bli knyttet til det generelle begrepet "*innsideinformasjon*", hvilket antagelig vil bety en relativt betydelig endring i forhold til dagens situasjon, jfr nedenfor.

Kredittilsynet foreslår som nevnt at man ikke skal innføre begrepene "precise" eller "significant". I utkastet til § 2-2 velger man imidlertid å gi en mer utfyllende definisjon av begrepet innsideinformasjon enn det som følger av dagens lovgivning, og det synes som om Kredittilsynet er av den oppfatning at man implementerer EUs definisjon av begrepet. Det man imidlertid faktisk gjør er å implementere første kommisjonsdirektivs definisjon av begrepet "precise", jfr art 1 nr 1 og begrepet "significant effect", jfr art 1 nr 2. Man velger altså (indirekte) å legge inn i den norske definisjonen begrep som man uttrykkelig tar avstand fra å benytte. Dette virker noe uryddig og kan ikke sies å være særlig klargjørende. Med den teknikk man her har valgt kan vi ikke forstå hva som er problemet med å ta de to aktuelle uttrykk inn i lovteksten og dermed, idet minste, bidra til en språklig rettsenhet.

Det er vår ærbødige påstand at slik særregulering kan befeste den uriktige oppfatning av Norge og norsk lovgivning som uklar og utilstrekkelig. Det kan derfor reises spørsmål om en slik avvikende holdning kan ha betydning for tilliten til det norske marked.

Man kan, som allerede antydnet, snu problemstillingen på hodet. Dersom Kredittilsynets oppfatning om at det reelt sett ikke er noen materiell forskjell burde det være uproblematisk å harmonisere ordlyden med direktivteksten. Det eneste motargument vil da være den påståtte signaleffekten, som vi ikke tror er særlig stor. Dette må som nevnt veies opp mot signaleffekten av en annerledes regulering. Videre vil det være klart at den signaleffekt som Kredittilsynet påberoper seg kan motvirkes dersom man i forarbeidene sier noe mer om hva man, som lovgiver, faktisk mener om grensen bl a basert på gjeldende rettspraksis.

I debatter omkring reguleringen av innsidehandel i Norge har det vært hevdet at endringen i ordlyden i den norske loven i 2001 har hatt betydning for håndhevelsen av innsideforbudet. Dette skulle derfor tilsi varsomhet med hensyn til å foreta endringer i motsatt retning. Vi er usikre på om dette er riktig. Vi har ikke sett noen særlig analyse av denne påståtte effekt, og det er vel heller ikke mulig å trekke noen slik slutning ut fra foreliggende rettspraksis. Det er vår oppfatning at årsaken til eventuelle endringer vel så meget kan ha sin årsak i økt kompetanse, så vel i påtalemyndighet som i domstoler, og at man har blitt flinkere til å få frem de sentrale problemstillinger og bevisemaer. I tillegg til dette kommer muligens også bedre bevis for de straffbare forhold ervervet gjennom bedre overvåkning på markedsplassen og innhenting av lydopptak og annen dokumentasjon.

Et annet utslag av en mulig språklig uklarhet er oversettelsen og implementeringen av direktivets begreper "acquiring or disposing of" samt "trying to acquire or dispose of". Slik vi

forstår dette har begrepene et videre omfang enn de norske ordene kjøp/salg som benyttes i lovteksten. Danskene har oversatt dette med "erhverve" eller "afhænde". I høringsutkastet pkt 3.3 i.f uttaler Kredittilsynet følgende:

Innsidehandelsforbudet i art. 2 nr. 1 er utformet noe annerledes enn vphl § 2-1 første ledd. For det første er etter ordlyden kun kjøp og salg omfattet. Norsk rett er i utgangspunktet mer presis i handlingsangivelse ettersom tegning og bytte er inntatt i handelsforbudet. Det antas å samsvare med Direktivet å videreføre formuleringen i vphl § 2-1 første ledd. De øvrige vilkårene i handelsforbudet i art. 2 nr. 1 (forsøk, direkte og indirekte transaksjoner og transaksjoner for egen eller fremmed regning), fremkommer av Direktivet, men ikke av den norske ordlyden. Vilråene synes imidlertid å samsvare med norsk rett. (vår understrekning)

Kredittilsynet synes å legge en noe annen oppfatning til grunn, jfr høringsutkastet pkt 3.3 i.f og at man derfor vil opprettholde den eksisterende norske ordlyden. Det er vår oppfatning at Kredittilsynets tolkning av direktivets ordlyd antagelig er for snever, men vi er samtidig usikre på om en ren videreføring av dagens lovt tekst på dette punkt er en korrekt implementering av direktivteksten. Igjen kommer spørsmålet om fullharmonisering på spissen og igjen kan vi ikke se at Kredittilsynet vurderer dette eller på noen måte begrunner sitt forslag. Man antar kun at det er i samsvar med direktivet uten at man gjør noe forsøk på å vise hva denne antagelsen bygger på. Man må også her først ta stilling til om det er en utvidende tolkning og om man faktisk har anledning til å foreta en slik utvidelse. Har man ikke det er jo svaret gitt. Har man slik anledning må man argumentere særskilt for hvorfor man eventuelt skal fravike den helt moderne EU-retten. Departementet oppfordres til å klargjøre dette.

En annen tilsvarende problemstilling er videreføringen av begrepet "offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet". Direktivet opererer med begrepet "been made public", noe som klarligvis er noe annet, idet den engelske ordlyden henspeiler på en aktiv handling fra en eller annen, antagelig utstederselskapet selv. Den engelske formulering er ikke uten videre å foretrekke, men igjen oppstår spørsmålet; hva kan og bør man gjøre i Norge. Heller ikke på dette punkt er det foretatt noen drøftelse eller begrunnede valg, ut over følgende; "[å]rsaken er at sistnevnte vilkår kan reise tvil om en aktiv handling må ha funnet sted, noe som rimeligvis ikke kreves. Hvorfor dette ikke "rimelig" kan kreves sies det intet om.

Børsnoterte selskapers informasjonsplikt.

Det tidligere gjeldende innsidehandelsdirektivet inneholdt så vidt vi kan se, i motsetning til MAD art 6, ingen harmonisering av medlemsstatenes lovgivning knyttet til utstederselskapers plikt til offentliggjøring av innsideinformasjon. Regulering av utstederselskapenes løpende informasjonsplikt på EU-nivå og koblingen mot begrepet innsideinformasjon, er derfor nytt.

Utstederselskapenes løpende informasjonsplikt er i norsk rett regulert i børsforskriftens § 5-2 første ledd, jfr børsloven § 5-7 første ledd. Slik informasjonsplikt foreligger for utstederselskapene for opplysninger som må antas å være "av ikke uvesentlig betydning" for kursen på selskapets aksjer. Det er en allment akseptert rettsoppfatning at terskelen etter norsk rett av denne grunn ligger lavere for inntreden av handleforbud etter vphl § 2-1 første ledd enn for inntreden av utstederselskapenes løpende informasjonsplikt etter børsforskriftens § 5-2 første ledd. Denne forskjellen fremstår som velbegrunnet sett i forhold til utstederforetakenes legitime behov, for eksempel i forbindelse med fusjonsforhandlinger.

At Kredittilsynet ikke ønsker gjeninnført begrepene "precise nature" og "significant effect" i relasjon til forbudet mot ulovlig innsidehandel er, som nevnt over, muligens forståelig, om

enn antagelig i strid med direktivet. Men den implementeringslovgivning Kredittilsynet nå foreslår gjennomført i norsk rett vil også få som konsekvens at selskapenes løpende informasjonsplikt i utgangspunktet vil bli knyttet til det generelle begrepet "*innsideinformasjon*". Ettersom Kredittilsynet er av den oppfatning at MAD sammenholdt med første kommisjonsdirektiv (2003/124/EC) reelt sett samsvarer med dagens norske regulering i vphl § 2-1, vil dette ved koblingen av utstederselskapenes informasjonsplikt til begrepet "*innsideinformasjon*" (slik det varsles gjennomført i børsforskriften § 5-2) i utgangspunktet innebære en skjerpelse av terskelen for informasjonspliktens inntreden.

Kredittilsynet legger selv til grunn, jfr høringsnotatets pkt 8.3.1 annet avsnitt, at den foreslåtte implementering vil komme til å innebære en skjerpelse av utstederforetakenes informasjonsplikt, om enn ikke "vesentlig" i forhold til rettstilstanden i dag. Dette må antas å være riktig, men problemstillingen kompliseres av at man opererer med en annen definisjon enn MAD, noe som igjen synes å lede til en strengere informasjonsplikt for norske selskaper enn det som gjelder for utenlandske selskaper. Hvorvidt dette er tilsiktet eller ikke fremgår ikke av høringsnotatet.

Vi er ikke kjent med at dagens norske rettstilstand skal ha avdekket et spesielt behov for innstramning av utstederselskapenes løpende informasjonsplikt gjennom endring av grensene for når informasjonsplikten inntreffer. Likevel er det en direkte konsekvens av direktivet at pliktene skal skjerpes, men den norske implementeringslovgivningen knyttet til definisjonen av innsideinformasjon vil kunne få en ytterligere skjerpene virkning i praksis, jfr når kriteriet endres fra en opplysning "*som må antas å være av ikke uvesentlig betydning*" til å være en opplysning "*som er egnet til å påvirke kursen*". Det ville etter Forbundets oppfatning være uheldig dersom utstederselskapenes informasjonsplikt ble skjerpet ut over det som følger av den nye EU-lovgivningen og som sådan skal gjelde i hele EU. Et annet forhold, jfr også nedenfor, er at selskapene vil ha en informasjonsplikt overfor de regulerte markeder der de er notert eller handles, med mindre notering eller listing skjer uten selskapets samtykke, jfr bl a fortalen til første kommisjonsdirektiv nr 4. Et selskap som handles på flere markedsplasser i Europa, vil altså kunne risikere å måtte forholde seg til forskjellige regler, hvilket ikke vil være i samsvar med harmoniseringstanken og begrunnelsen for de felles regler.

Departementet bør derfor ta stiling til spørsmålet ved denne anledning, til tross for at de aktuelle endringene i børsforskriftene ikke formelt sett er på høring, da dagens valg av implementeringslovgivning vil legge føringer for den senere forskriftsendringen knyttet til utstederselskapenes løpende informasjonsplikt til markedet.

Listeføring – personer med tilgang til innsideinformasjon

Utstederforetakenes plikt til å føre lister over personer som får tilgang til innsideinformasjon utvides og skjerpes i betydelig omfang gjennom de nye EU-direktivene. I motsetning til hva som er tilfellet etter dagens vphl. § 2-2, tredje ledd, vil lister for fremtiden måtte føres også for ansatte og tillitsmenn i utstederforetaket som får tilgang til innsideinformasjon. Dette må isolert anses som et gode, fordi det kan bidra til å skjerpe informasjonshåndtering i utstederselskaper, men det vil nok også medføre en del praktiske utfordringer for utstederselskapene. Også på dette område får den avvikende definisjon av innsideinformasjon betydning, jfr over.

I tillegg bemerkes at plikten til å føre lister kun legges på utstederselskapene. Denne plikten vil også omfatte detaljinformasjon som må innhentes fra medhjelpere. Dette synes lite hensiktsmessig, med mindre plikten på en eller annen måte kan oppfylles av den aktuelle

”hjelper”. I tillegg bemerkes at forslaget antagelig er i direkte strid med direktivet som, i art 6 nr 3 tredje ledd klart slår fast at plikten til å føre lister påhviler utstederforetak eller personer som opptrer på utsteders vegne. Det er også andre plikter som referer seg til ”listeføreren” f eks plikten til å informere mottager om at det dreier seg om innsideinformasjon og konsekvenser av dette, jfr MAD art 6 nr 3, jfr utkastet til tredje direktiv art 5 nr 5, som gjør en slik avgrensning problematisk

Kompetent myndighet – Kredittilsynet og ØKOKRIM

Det er et gjennomgående trekk i den kommende EU-lovgivning at man konsentrerer myndighetsutøvelsen om et kompetent organ. Det er mange gode grunner til dette, men det kan også være enkelte betenkeligheter knyttet til en slik konsentrasjon av roller og funksjoner. Problemstillingen er imidlertid for kompleks til å bli behandlet i denne sammenheng, men vi vil peke på at reguleringen av etterforsknings- og påtalekompetanse, herunder visse former for sanksjonsutøvelse bør vurderes noe bredere og da i forhold til norsk rettstradisjon. Direktivet åpner for at man må tilpasse denne implementering til de enkelte lands nasjonale lover og systemer. Det bør derfor redegjøres for i hvilken grad det kan være fordeler ved å legge mer av ”rapporteringskompetansen” til det organ som normalt utøver påtalekompetansen i Norge på dette området, nemlig ØKOKRIM. ØKOKRIM har gjennom de senere år bygget opp en stadig bredere og bedre kompetanse på børs- og verdipapirrettslige spørsmål, samt hvitvaskingsregelverket. Det vil for markedsaktørene antagelig være en ubetinget fordel dersom man kunne utnytte disse ressurser bedre, bla fordi dette må kunne antas å lede til en betydelig raskere og mer effektiv saksbehandling av saker som omhandler straffbart markedsmissbruk.

Markedsmanipulasjon

Når det gjelder det foreslåtte regelverket om markedsmanipulasjon så er dette relativt omfattende når man medtar utkastet til forskrift. Det er Forbundets oppfatning, i tråd med det som er sagt over, at også definisjonen av ”market manipulation” må inntas i den norske lovgivning slik den er formulert i MAD art 1 nr 2. Det er imidlertid høyst tvilsomt om det er nødvendig og hensiktsmessig med en implementering av eksemplene i første kommisjonsdirektiv i en egen forskrift. Til dels vil en slik teknikk stå i skarp kontrast til de råd som ble gitt under konsultasjonsprosessen i CESR da det ble gitt klart uttrykk for at slike, ikke uttømmende, lister over mulig manipulasjon ikke var egnet for lovgivning, men mer skulle tjene som veiledning. Dette er også gjenspeilet i første kommisjonsdirektiv art 4 første ledd.

Høringsutkastet berører spørsmålet om bevisbyrde i tilknytning til markedspraksis. Som også Kredittilsynet er inne på flere steder reiser det forhold at overtredelse av manipulasjonsforbudet kun er forbundet med straffereaksjon særlige problemstillinger. Direktivet er nok for en stor del utformet med den underliggende tanke at en rekke overtredelser skal kunne sanksjoneres administrativt, hvilket angivelig ikke skal anses som straff, noe som igjen kan få betydning for bevisbyrdeproblematikken. Det er Forbundets prinsipielle holdning at der en overtredelse er forbundet med mulig straffansvar så må bevisbyrden for det straffbare ligge utelukkende på myndighetssiden. Dette blir problematisk i forhold til direktivet som legger opp til at den enkelte aktør som er gjenstand for etterforskning eller lignende skal godtgjøre at den mulig manipulative adferd er i legitim og i samsvar med akseptert markedspraksis.

Vi konstaterer at Kredittilsynet på dette punkt ikke foreslår en slik bevisbyrde-regel, noe som er en ubetinget fordel. Likevel bør det redegjøres grundig for denne problemstilling i det forslag som fremmes for Stortinget.

Når det gjelder den nærmere definisjon av hva som er å anse som manipulasjon er det viktig å være klar over at en del av de eksempler som nevnes i første kommisjonsdirektiv kan være helt ordinære i enkelte markeder, da vurderingen av den eventuelt manipulative effekt mv vil avhenge av handelsteknikker, tradisjoner, likviditet, gjennomlysning mv. For eksempel kan tilfeller som nevnt i første kommisjonsdirektiv art 4 første ledd bokstav a) og b) være temmelig normalt i mindre likvide markeder. Det vil stride mot alminnelige sunn fornuft å lage regler som fastslår at slik adferd kan være markedsmanipulasjon (selv om det selvsagt kan være tilfelle). Ved en slik eksemplifisering risikerer man faktisk å snu bevisbyrden, samtidig som man karakteriserer normalsituasjoner som mistenkelige. Dette vil ikke være særlig bra.

Til spørsmålet om man må implementere disse definisjonene og eksemplene skriver Kredittilsynet i punkt 9.4 følgende:

Kredittilsynet finner det riktig å foreslå at hoveddelen av Direktiv - og kommisjonsdirektivbestemmelsene inntas i lov eller forskrift. All den tid det dreier seg om rettssaker, antas det usikkert i forhold til Norges implementeringsforpliktelser om eksemplene i Direktivet eller vurderingsfaktorene i kommisjonsdirektivene, utelukkende inntas i forarbeidene. Under enhver omstendighet virker det fornuftig fra regelverkbrukers ståsted at bestemmelsene er lett tilgjengelig gjennom færres mulig rettskilder. (Vår understrekning)

Standpunktet synes å stå i en viss motstrid til det standpunkt Kredittilsynet har tatt til problemstillingen når det gjelder implementering av andre deler av direktivene. Etter vår vurdering er således ikke Kredittilsynets vurderinger konsekvente.

I tillegg til dette bemerkes at vurderingen etter all sannsynlighet ikke er riktig. Art 1 nr 2 er slik utformet at det synes utvilsomt at bokstav a), b) og c) første ledd må implementeres i tråd med ordlyden. Hvorvidt alt bør inntas i lov eller om noe kan legges til forskrift er for så vidt åpent. Når det imidlertid gjelder de utfyllende strekpunkter under art 1 nr 2 bokstav c) er spørsmålet mer åpent. Den innledende teksten fastslår at de følgende eksemplene er utledet fra kjernedefinisjonen. Det dreier seg om avledede eksempler og som sådan kan det være god grunn til å vurdere kritisk om disse eksemplene er egnet som lov- eller forskriftstekst. Vi viser til det som er sagt over med hensyn til bruk av eksempler, som forutsetningsvis ikke er uttømmende, og til bevisbyrdeproblematikken. I tillegg bemerkes at lovteksten kan bli temmelig komplisert. Det er således ikke sikkert at det er riktig at det ut fra regelverkbrukernes ståsted blir lettere tilgjengelig. Man kan tenke seg mange typetilfeller som ikke er nevnt og usikkerheten kan bli stor i forhold til dette. Man kan videre risikere en overfokusering på de eksemplene som nevnes, herunder en tendens til å vurdere dette som uttømmende, slik at man mister av syne det overordnede. Dette igjen kan svekke muligheten for dynamikk som ligger som en forutsetning i siste del av bestemmelsen.

Når det gjelder eksemplifiseringen i første kommisjonsdirektiv art 4 så er det, etter vår oppfatning, ikke i samsvar med direktivteksten og motivene bak eksempellisten å fastsette disse som forskrift. Som allerede nevnt har det hittil vært bred enighet om at de indikative listene ikke var egnet som lovtekst. Av innledningen i art 4 i første kommisjonsdirektiv fremgår det også at

Member States shall ensure that the following non-exhaustive signals, which should not necessarily be deemed in themselves to constitute market manipulation, are taken into account when transactions or orders to trade are examined by market participants and competent authorities:

Av dette følger det temmelig klart at det ikke foreligger noen plikt til å innta dette i lovs eller forskrifts form. Medlemslandenes plikt er knyttet til å sikre at de gitte, ikke uttømmende, eksemplene blir tatt i betraktning av markedsaktører og tilsynsmyndigheter når man skal vurdere enkelttransaksjoner eller ordre, f eks i forhold til rapporteringsplikter. Å sikre dette kan gjøres på flere måter, dels gjennom merknader i forarbeider, dels gjennom anbefalinger og kommentarer i rundskriv mv

Kredittilsynet viser selv til at det er usikkert om det er tilstrekkelig å innta vurderingskriteriene kun i forarbeidene. Etter vår oppfatning er dette ikke særlig tvilsomt, jfr over. I tillegg reagerer vi på at Kredittilsynet fremhever en slik usikkerhet. De relevante problemstillinger omkring bruken av disse indikative listene har vært kjent for Kredittilsynet i mer enn ett år og Kredittilsynet burde sålede søkt å avklare denne usikkerhet forut for utarbeidelsen av høringsutkastet.

EU-direktivene inneholder omfattende regulering i forhold til forbudt markedsmanipulasjon. En definisjon av markedsmanipulasjon er foreslått inntatt i utkast til ny vphl § 2-8. I utkast til ny vphl § 2-12 poengteres at forbudet mot markedsmanipulasjon i § 2-9 (må rettes til § 2-8) ikke kommer til anvendelse på kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer som gjennomføres i samsvar med kommisjonsdirektiv (må rettes til kommisjonsforordning) 2273/2003/EØF. Selve kommisjonsforordningen foreslås gjennomført i forskrifts form.

Etter Forbundets oppfatning kommer det ikke tilstrekkelig klart frem av utkastet til § 2-8, jfr § 2-12, at de eksplisitte unntakene fra markedsmanipulasjonsforbudet i forordningen ikke er uttømmende. Det bør etter vår vurdering fremgå tydeligere av lovteksten at for eksempel tilbakekjøp av egne aksjer som foretas ut fra andre formål enn de i forordningen angitte (for eksempel handel i egen aksje foretatt i sikringsøyemed i tilknytning derivattransaksjoner foretatt innen foretakenes investeringstjenestevirksomhet) kan ha helt legitime formål, og på ingen måte representere noen form for markedsmanipulasjon.

En avklaring på dette punkt bør tas inn i utkastet til § 2-12, og eventuelt også i en presisering av utkastet til § 2-8. Unntaket for alminnelig akseptert markedspraksis i utkastet til § 2-8 bør etter vår vurdering innta direktivets passus om "legitimate reasons". Det kan ikke utelukkes at det for eksempel kan finnes tilbakekjøps situasjoner som er legitime, og ikke bør rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon, men som ikke nødvendigvis er gjennomført så bredt at det er naturlig å karakterisere ordningen som en praksis som er "alminnelig akseptert".

Når det gjelder de foreslåtte regler og implementeringsmetoden for øvrig knyttet til kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer har vi ingen særlige merknader ut over at vi forutsetter at den angjeldende forordning oversettes til adekvat norsk.

Akseptert markedspraksis

Når det gjelder forholdet til innføring av mulig fritak fra manipuleringsforbudet for opptreden som samsvarer med "Accepted market practice", jfr direktivet art 1 nr 2 litra a), vil vi bemerke at fremstillingen i høringsnotatet pkt 9.1 er noe upresis. Det hevdes i utkastet at tredje kommisjonsdirektiv inneholder regler om hva som utgjør akseptert markedspraksis. Det gjør ikke direktivet.

Det direktivet oppstiller, er hvilke kriterier myndigheter (og andre) skal benytte for sine vurderinger, jfr utkastet til tredje kommisjonsdirektiv art 2. Videre er det oppstilt krav til konsultasjonsarrangementer, jfr art 3 nr 2 (utkast i dansk oversettelse) slik at det vil foreligge en ubetinget plikt for den nasjonale tilsynsmyndighet til å følge en formell høringsprosedyre;

Artikkel 3

(Høringsprocedurer og offentliggjørelse af afgørelser)

1. Ved anvendelse af artikel 1, andet afsnit, nr. 1 og nr. 2, litra a), i direktiv 2003/6/EF skal medlemsstaterne sikre, at de kompetente myndigheder følger procedurerne i denne artikels stk. 2 og 3, når de vurderer, om de kan acceptere eller fortsat kan acceptere en bestemt markedspraksis:

2. Med forbehold for artikel 11, stk. 2, i direktiv 2003/6/EF sikrer medlemsstaterne, at de kompetente myndigheder, inden disse træffer afgørelse om accept af en markedspraksis, i nødvendigt omfang hører de relevante organer, herunder udstedernes repræsentanter, finansielle tjenesteudbydere, forbrugere, andre myndigheder og markedsdeltagere. (vår understreknign)

Som led i høringsproceduren skal andre kompetente myndigheder høres, især hvis der eksisterer sammenlignelige markeder, dvs. hvad angår struktur, omsætning, transaktionstyper.

Det er et tankekors at dette ikke er videreført i det regelverk Kredittilsynet foreslår på dette område. Vi foreslår at det lovfestes en slik plikt til å etablere et konsultasjonsorgan slik at man unngår mer tilfeldig og ad hoc preget konsultasjon. Behovet for dette underbygges av at Kredittilsynet legger opp til at de med endelig virkning (?) skal avgjøre om en markedspraksis kan anses akseptert. Dersom dette skal være systemet, altså vedtak uten klageadgang, uten noen som helst forpliktelse til å konferere med markedsaktører kan vi risikere en uheldig utvikling i markedet. Et slikt system vil ikke være i samsvar med direktivene.

Analyser mv

For så vidt angår reguleringen av analyser mv er den foreslåtte rammelovgivning som utgangspunkt grei. Vi er enige i at MAD art 6 nr. 5 implementeres i en ny bestemmelse i vphl.

Pkt 3 i fortalen til annet kommisjonsdirektiv (2003/125/EØF) synes å presisere at det svært omfattende regelverket knyttet til utforming av analyser og investeringsanbefalinger ikke er ment å omfatte muntlige investeringsanbefalinger som gis av meglere overfor kunder. En slik vesentlig presisering fremkommer ikke av utkastet til ny vphl § 2-10 eller utkastet til forskrift til vphl (som formelt sett ikke er på høring). Dette kan heller ikke sees å fremkomme uttrykkelig av Kredittilsynets høringsnotat. Det foreslåtte regelverk ville være fullstendig upraktikabelt i forhold til megleres investeringsanbefalinger på én til én basis. Det er derfor påkrevd at det presiseres at regelverket kun er ment å omfatte analytikernes virksomhet, eventuelt at alminnelig megling er unntatt kravene.

Vi reagerer sterkt på at man uten særlig vurdering av dagens rettstilstand og behov foreslår nærmest en direkte implementering av det aktuelle kommisjonsdirektivet. Det tør være temmelig åpenbart at direktivene åpner for en relativt fleksibel implementering, jfr henvisningen til selvregulering i fortalen til MAD pkt 22. I andre kommisjonsdirektiv (2003/125/EC) art 1 fremgår det klart at forpliktelsen er knyttet til å sikre at det foreligger en

hensiktsmessig regulering, jfr den danske oversettelse. Dette står for eksempel i motsetning til det noe strengere kravet i samme direktivs art 6, jfr ordene "shall require".

Kredittilsynet skriver i høringsutkastet bl a følgende:

Dagens lovgivning om utarbeidelse av analyser og investeringsanbefalinger, fremkommer i første rekke som virksomhets- og organisatorisk krav for verdipapirforetak, jf især vphl §§ 7-1, 8-1, 9-1 og 9-2. Disse bestemmelsene er i stor grad utformet som rettslige standarder uten samme detaljgrad som andre kommisjonsdirektiv. Fondsmeglerforbundet og Finansanalytikerforeningen har i tillegg standarder og regler for sine medlemmer. Dette regelverket er ikke rettslig bindende i snever forstand, men overtredelser har foranlediget reaksjoner fra blant annet Etisk Råd i Fondsmeglerforbundet.

Kredittilsynet gir uttrykk for at gjeldene regelverk bør bygges ut dels erstattes av direktivet og dets utfyllende bestemmelser. Det er, i tråd med det som ellers gjelder for utkastet, ikke gitt noen ytterligere begrunnelse for dette standpunkt. Det er således ikke søkt påvist i hvilken grad dagens regelverk og praksis, herunder tolkning av § 9-2, på noen måte er utilfredsstillende. Det er således overhodet ikke redegjort for om det foreligger noe behov for lovhjemlet regulering. Dette er lite tilfredsstillende så lenge direktivene ikke oppstiller noen plikter.

Når det gjelder adgangen til selvregulering bemerker Kredittilsynet at de materielle reglene man må forholde seg til, i utgangspunktet, skal være de samme uansett om regelverket tar form av selvregulering eller lov/forskrift. Føringsene som legges for disse aktørenes virksomhet skal prinsipielt ikke avhenge av type regulering. Igjen vil vi vise til at dette resonnement kun har begrenset betydning, ikke minst fordi denne holdning ikke følges konsekvent i høringsutkastet. Man kan ikke bruke slike argumenter der det mest synes å passe og samtidig unnlate å anvende de samme prinsipper på andre områder, f eks implementeringen av innsidebestemmelsen, jfr ovenfor.

I tillegg til dette skriver Kredittilsynet at man i Norge ikke har samme tradisjon for bruk av selvregulering som i enkelte andre europeiske land, typisk England. Det er jo ikke noe argument mot å åpne for dette, i sær dersom dette historisk har vist seg å virke, jfr Forbundets og Finansanalytikerforeningens praksis. Det er derfor uklart for oss hvordan Kredittilsynet uten ytterligere begrunnelse kan fastslå at;

... det tvilsomt om et norsk selvreguleringssystem vil kunne tilfredsstillere Direktivets krav om "appropriate regulation", jf andre kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 8. Selvreguleringsadgangen bør derfor som hovedregel forbli ubenyttet.

Når det gjelder verdipapirforetak og profesjonelle analytikere, antar Kredittilsynet at deres virksomhet uansett bør reguleres av offentligrettslige regler. Hensynet til foretakenes kunder, verdipapirmarkedets integritet og behovet for klare, forutsigbare og rettslig bindende regler, er på dette området svært tungtveiende. Heller ikke dette synes relatert til den faktisk etablerte rettsstilstand og praktisering i Norge og ikke minst det forhold at Forbundet gjennom utvikling av sine anbefalinger har ligget i forkant av den rettsutvikling vi faktisk nå ser i kjølvannet av skandalene i USA (som vel heller ikke har direkte overføringsverdi på norske forhold!).

Når det gjelder pressen synes Kredittilsynet å ta en noe annen og mer passiv holdning. Vi vil understreke at pressens frihet til å drive undersøkende og kommenterende journalistikk, gjerne også basert på mer tradisjonell analysevirksomhet, er av uvurderlig betydning for det norske og det internasjonale samfunn. Forbundet er således prinsipielt imot inngrep mot pressen som kan true dennes uavhengighet.

hensiktsmessig regulering, jfr den danske oversettelse. Dette står for eksempel i motsetning til det noe strengere kravet i samme direktivs art 6, jfr ordene "shall require".

Kredittilsynet skriver i høringsutkastet bl a følgende:

Dagens lovgivning om utarbeidelse av analyser og investeringsanbefalinger, fremkommer i første rekke som virksomhets- og organisatorisk krav for verdipapirforetak, jf især vphl §§ 7-1, 8-1, 9-1 og 9-2. Disse bestemmelsene er i stor grad utformet som rettslige standarder uten samme detaljgrad som andre kommisjonsdirektiv. Fondsmeglerforbundet og Finansanalytikerforeningen har i tillegg standarder og regler for sine medlemmer. Dette regelverket er ikke rettslig bindende i snever forstand, men overtredelser har foranlediget reaksjoner fra blant annet Etisk Råd i Fondsmeglerforbundet.

Kredittilsynet gir uttrykk for at gjeldene regelverk bør bygges ut dels erstattes av direktivet og dets utfyllende bestemmelser. Det er, i tråd med det som ellers gjelder for utkastet, ikke gitt noen ytterligere begrunnelse for dette standpunkt. Det er således ikke søkt påvist i hvilken grad dagens regelverk og praksis, herunder tolkning av § 9-2, på noen måte er utilfredsstillende. Det er således overhodet ikke redegjort for om det foreligger noe behov for lovhjemlet regulering. Dette er lite tilfredsstillende så lenge direktivene ikke oppstiller noen plikter.

Når det gjelder adgangen til selvregulering bemerker Kredittilsynet at de materielle reglene man må forholde seg til, i utgangspunktet, skal være de samme uansett om regelverket tar form av selvregulering eller lov/forskrift. Føringene som legges for disse aktørenes virksomhet skal prinsipielt ikke avhenge av type regulering. Igjen vil vi vise til at dette resonnement kun har begrenset betydning, ikke minst fordi denne holdning ikke følges konsekvent i høringsutkastet. Man kan ikke bruke slike argumenter der det mest synes å passe og samtidig unnlate å anvende de samme prinsipper på andre områder, f eks implementeringen av innsidebestemmelsen, jfr ovenfor.

I tillegg til dette skriver Kredittilsynet at man i Norge ikke har samme tradisjon for bruk av selvregulering som i enkelte andre europeiske land, typisk England. Det er jo ikke noe argument mot å åpne for dette, i sær dersom dette historisk har vist seg å virke, jfr Forbundets og Finansanalytikerforeningens praksis. Det er derfor uklart for oss hvordan Kredittilsynet uten ytterligere begrunnelse kan fastslå at;

... det tvilsomt om et norsk selvreguleringsssystem vil kunne tilfredsstillere Direktivets krav om "appropriate regulation", jf andre kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 8. Selvreguleringsadgangen bør derfor som hovedregel forbli ubenyttet.

Når det gjelder verdipapirforetak og profesjonelle analytikere, antar Kredittilsynet at deres virksomhet uansett bør reguleres av offentligrettslige regler. Hensynet til foretakenes kunder, verdipapirmarkedets integritet og behovet for klare, forutsigbare og rettslig bindende regler, er på dette området svært tungtveiende. Heller ikke dette synes relatert til den faktisk etablerte rettstilstand og praktisering i Norge og ikke minst det forhold at Forbundet gjennom utvikling av sine anbefalinger har ligget i forkant av den rettsutvikling vi faktisk nå ser i kjølvannet av skandalene i USA (som vel heller ikke har direkte overføringsverdi på norske forhold!).

Når det gjelder pressen synes Kredittilsynet å ta en noe annen og mer passiv holdning. Vi vil understreke at pressens frihet til å drive undersøkende og kommenterende journalistikk, gjerne også basert på mer tradisjonell analysevirksomhet, er av uvurderlig betydning for det norske og det internasjonale samfunn. Forbundet er således prinsipielt imot inngrep mot pressen som kan true dennes uavhengighet.

For Forbundet blir det da et tankekors at man synes å akseptere selvregulering av pressen, basert på et regelverk som, dersom vi forstår Kredittilsynet riktig, ikke er like strengt og detaljrikt som andre kommisjonsdirektiv, hvilket igjen tilsier noe svakere enn de anbefalinger Forbundet har gitt om offentliggjøring av interessekonflikter osv. Poenget er jo ikke reguleringen i seg selv, men at det faktisk foreligger normer som både er oppdaterte og etterleves og sanksjoneres. Etter det vi erfarer har Kredittilsynet tidligere ikke ment at den foreliggende selvregulering av de her nevnte aktører på noen måte er utilstrekkelig.

Etter Forbundets oppfatning burde konklusjonen bli at man, når det pr i dag foreligger en omfattende selvregulering som har vist seg å virke, også i forkant av utviklingen i andre land, burde ta seg tid til å se hvordan disse forhold reguleres i andre land. Forbundets og Finansanalytikerforbundets anbefalinger og virksomhet er et regelverk som har vist seg dynamisk og det har blitt praktisert på en måte som for det alt vesentlige tilfredsstillende de krav direktivet oppstiller. Viser det seg at det er noen mangler i gjeldende anbefalinger og normer må man kunne legge til grunn at de foreliggende anbefalinger og normer blir oppdatert. Først dersom dette ikke skjer vil man kunne vurdere hvorvidt det er behov for alternativ regulering, f eks i form av forskrift.

Rapportering av mistenkelige transaksjoner

Når det gjelder den foreslåtte rapporteringsplikt knyttet til mistanke om at transaksjoner kan være innsidehandel eller manipulasjon reises det flere meget sentrale problemstillinger som Kredittilsynet i liten grad synes å være opptatt av. Utgangspunktet er at direktivet pålegger visse personer, inklusive foretak, en rapporteringsplikt. Slike rapporteringsplikter har vi blitt vant til gjennom hvitvaskingsregelverket, men de reiser like fullt viktige problemstillinger, kanskje i særlig grad når slike plikter stadig utvides til å gjelde flere og på flere områder.

For det første fremstår det som rimelig klart at direktivet omhandler kun gjennomførte handler, jfr bruken av begrepet "transactions". Ellers i direktivet benytter man ofte uttrykk som "orders to trade" kombinert med "transactions" dersom man vil ramme begge typetilfeller. Dette bør komme klart frem i lovteksten. Hvorvidt det er grunnlag for en så vidt vid tolkning av begrepet "transactions" som Kredittilsynet legger opp til, jfr pkt 13.2 annet ledd, er vi i tvil om. Man skal huske på at det her er tale om mulig innsidehandel og manipulasjon og det er noe uklart hva Kredittilsynet i denne sammenheng mener med å inkludere "fusjon, omstruktureringer etc". Planlegging er heller ingen "transaksjon".

Når det gjelder rapportering foreslår Kredittilsynet at dette skal skje til Kredittilsynet. Vi synes dette er noe utilfredsstillende. Dette vil medføre etablering av en dobbeltrapportering fordi denne type forhold, kanskje i flertallet av tilfellene, må antas også å falle inn under rapporteringsplikten etter hvitvaskingsregelverket. Tatt i betraktning det som er sagt ovenfor synes det mest hensiktsmessig at ØKOKRIM er mottager av slike rapporter. De har god kompetanse og godt innarbeidede rutiner knyttet til hvitvaskingsreglene og vi kan ikke se noen rimelig begrunnelse for at ikke ØKOKRIM også skal kunne spille en rolle som mottager av transaksjonsrapporter.

Kredittilsynet behandler problemstillinger knyttet til ansvar og mulig "selvinkriminering" ganske grundig. Utkastet til tredje kommisjonsdirektiv fastslår at "person notifying" skal være fri for "liability of any kind". Dette favner videre enn mulig erstatningsansvar og forholdet til taushetsplikten. Fritaket gjelder etter sin ordlyd både foretak og enkeltpersoner.

Som beskrevet av Kredittilsynet vil verdipapirforetak normalt alltid være "medvirker" (i objektiv forstand) ved de transaksjoner som eventuelt skal rapporteres. Avhengig av skyld

(uaktsom medvirkning rammes) vil således enkeltmeglere eller verdipapirforetak kunne straffes. Alene dette faktum medfører vel at verken verdipapirforetakene eller enkeltpersoner kan rapportere mistanker, med mindre man følger opp med et generelt ansvarsfritak – også for straffeforfølgning – knyttet til rapporterte transaksjoner. Dette vil også være i tråd med utkastet til tredje direktiv, jfr ordlyden "liability of any kind". Hvorvidt den enkelte faktisk kan straffes er ikke avgjørende for om selvinkrimineringsforbudet kommer inn. Alene den mulighet for at man vil kunne bli utsatt for straff eller tap av borgerlig aktelse, er tilstrekkelig, jfr også vphl § 12-2 sjette ledd i.f.

Man kan vanskelig kreve at enkeltpersoner eller foretak da skal rapportere seg selv, jfr selvinkrimineringsforbudet og etter vår oppfatning må lovgiver da velge. Vil man ha rapportering må man også frita rapportøren for mulig straffeansvar. Hvorvidt dette kan avgrenses mot forsettlig medvirkning osv tar vi ikke stilling til.

Meldeplikt

Meldepliktreglene har den senere tid vært gjenstand for omfattende diskusjoner, og selv om ikke direktivet medfører behov for særlig omfattende endringer, vil vi sterkt oppfordre departementet til å iverksette et arbeid med revisjon av forskrifter og annet for å bringe regelverket mer i tråd med de faktiske behov markedet har for å få informasjon om transaksjoner mv. Dagens situasjon med uklar praksis og mange tolkninger, med ulik bakgrunn mv, burde bli avløst av større grad av sikkerhet og forutberegnelighet.

Endringer i børsloven

Kredittilsynet foreslår at dagens hovedreel om børsnoterte selskapers informasjonsplikt \, jfr børsl § 5-7 videreføres. Forbundet er av den oppfatning at informasjonsplikten, jfr MAD art 6, retter seg mot utstedernes plikt til å informere markedet generelt, herunder de markedsplasser der selskapet har bedt om eller godkjent notering eller "listing". Nedslagsfeltet er altså videre enn det som følger av børsloven. Informasjonsplikten er en del av de preventive regler i forhold til markedsmissbruk og hører som sådan mer hjemme i de generelle adferdsnormer i vphl kapittel 2. Vi foreslår derfor at bestemmelsen flytes.

Vi vil videre vise til at direktivet knytter informasjonsplikten til "innsideinformasjon", noe som ikke er gjennomført i Kredittilsynets forslag. For det annet er plikten knyttet til utstederen og dermed ikke til instrumentene alene. Kredittilsynets forslag til børsl § 5-7 innebærer således ikke noen harmonisering

Direktivet krever heller ikke at informasjonen skal sendes til eller publiseres gjennom en børs eller en regulert markedsplass. Direktivet fastslår en plikt for utstedere til å publisere informasjon. Hvordan dette gjøres er i og for seg underordnet bare man sikrer at direktivenes krav, jfr MAD art 6 nr 1 og 2 og første kommisjonsdirektiv art 2, er oppfylt. Poenget er at utstedere har informasjonsplikter til flere markeder, dvs der de er notert el, og at utstederne skal kunne offentliggjøre informasjon gjennom flere kanaler. Se i denne sammenheng første kommisjonsdirektiv art 2, sammenholdt med fortalens pkt 4 og mulighetene for bruk av en "officially appointed mechanism".

Det kan således spørres om bestemmelsen, med en ubetinget plikt til å sende informasjon til børs, er i strid med direktivet. Direktivene forutsetter i og for seg at informasjonsplikten kan gjennomføres på mange måter og overfor flere markedsplasser samtidig, og at det derigjennom skal kunne være konkurranse på informasjonsdistribusjon. Med bakgrunn i

direktivet er det ikke grunnlag for å opprettholde et børsmonopol på informasjon, slik vi har det i Norge i dag, så lenge et utstederselskap oppfyller kraven i første kommisjonsdirektiv art 2.

Vi vedlegger et eget notat med enkelte merknader til de enkelte foreslåtte lovbestemmelser.

Med vennlig hilsen

NORGES FONDSMEGLERFORBUND



Frede Aas Rognlien

Vedlegg: Notat med merknader til enkeltparagrafer