

05. MAI 2004

Saksnr.

04.872-38

Arkivnr.

413.11

Finansdepartementet
8008 Dep. 0030 Oslo

For: Finansmarkedsavdelingen

Oslo, 5. mai 2004
Ref: ANM-40031
Ansvarlig partner:
Knut Bergo

**HØRINGSUTTALELSE – BEGRENSET REVISJON AV
VERDIPAPIRHANDLELLOVEN MV. – IMPLEMENTERING AV EU'S
MARKEDSMISBRUKSDIREKTIV**

1. INNLEDNING

Vi viser til høringsbrev av 3. mars 2004, med vedlagt blant annet høringsnotat fra Kredittilsynet av 1. mars 2004 med forslag til endring av verdipapirhandelloven (vphl.), børsloven og børsforskriften, samt utkast til forskrift under vphl.

Børs- og verdipapirrett er et sentralt område i advokatfirmaet Wiersholm, Mellbye & Bech. Vi yter løpende bistand til norske og utenlandske klienter hva gjelder norsk og europeisk børs- og verdipapirrett. Som et av de største norske fagmiljøer har vi med interesse fulgt utviklingen mot det nye direktivet om bl.a. innsidehandel og kursmanipulasjon - Market Abuse Directive (2003/6/EF) (kalt "MAD" i tråd med terminologien i høringsnotatet). Advokater i vårt firma har også deltatt aktivt i prosessen i tidligere stillinger eller som rådgivere for norske institusjoner. Selv om vi ikke er på høringslisten har vi derfor funnet grunn til å komme med kommentarer til forslaget til norsk implementeringslovgivning.

Våre klienter kan ha motstridende interesser og synspunkter på utviklingen i det norske og europeiske verdipapirmarkedet. Vår ambisjon er å gi juridisk-faglige kommentarer og uttalelsen er ikke motivert av bestemte næringsinteresser, utover at vårt primære synspunkt – at den norske implementeringslovgivningen mest mulig presist bør gjengi MADs bestemmelser – etter vårt syn generelt vil fremme norske interesser i finansmarkedene:

Norge er et lite og i manges øyne "eksotisk" land. Verdipapirmarkedene er ikke lenger nasjonale, men europeiske og mer og mer globale. Kundene kan betjenes nesten hvor som helst fra i verden ved hjelp av avansert elektronikk. Børser, verdipapirforetak og andre aktører i et lite land med mer restriktiv lovgivning vil oppleve at næringsvirksomhet flyttes til andre og mer sentrale land i Europa og USA. Allerede det forhold at det kan reises spørsmål ved om norsk lovgivning er på "europeisk nivå" eller inneholder "særkrav" kan skape usikkerhet og

bidra til å marginalisere norske markeder og norske aktører i de internasjonale markeder. At Norge står utenfor EU gir grunn til ekstra forsiktighet i så måte.

Dette leder oss til det prinsipielle synspunkt at norske myndigheter bør velge en implementeringsteknikk som skaper klarhet og etterprøvbarhet med hensyn til at direktivene er korrekt implementert. I dette ligger også at norske myndigheter bør se hen til at europeisk lovgivning kan ha en annen struktur og detaljeringsgrad enn det som tradisjonelt har vært vanlig i Norge, og at en adekvat implementering i en slik kontekst kan tilsi at man forholder seg til direktivenes struktur og detaljeringsgrad.

På direktivområder med krav til fullharmonisering kan man ikke oppstille særlige nasjonale standarder. Synspunktet vi har skissert ovenfor tilsier imidlertid at et lite land som Norge også foretar adekvate undersøkelser av hva som er typisk "europeisk lovgivningsstandard" på felter der det ikke er krav til fullharmonisering, eller der kan tenkes forskjeller i tilnærmingen til fullharmoniseringsbestemmelser. I en slik sammenheng er for øvrig ikke dansk praksis den mest nærliggende rettesnor, og danske direktivoversettelser fremstår heller ikke som det åpenbare utgangspunkt for implementering. Dette fordi tilsynelatende like begreper kan ha ulik valør.

Høringsnotatet lider av svakheter i forhold til dette utgangspunktet, og det er bakgrunnen for vår høringsuttalelse. I all hovedsak gjelder våre kommentarer forslaget til nye lovbestemmelser i verdipapirhandelloven. Vi registrerer at Finansdepartementet i sitt høringsbrev gir uttrykk for at de utfyllende forskrifter vil bli sendt ut på egen høring. Vi vil dog kommentere forskriftene der dette er naturlig, siden et synspunkt fra vår side er at forslaget til utfyllende forskrift bør samordnes med og implementeres som bestemmelser i verdipapirhandelloven.

Kredittilsynets systematikk i høringsnotatet med å benevne kommisjonsdirektivene som første, andre og tredje kommisjonsdirektiv vil også bli benyttet i denne høringsuttalelsen.

2. GENERELLE KOMMENTARER

MAD er et såkalt fullharmoniseringsdirektiv bl.a. hva angår de sentrale definisjoner av og bestemmelser om "innsidehandel" og "markedsmanipulasjon", men et minimumsdirektiv med hensyn til sanksjoneringen av adferd i strid med bestemmelsene. Den enkelte EØS-stat plikter å ha et lovregime som forbyr de handlemåter MAD omhandler, men i utgangspunktet selv overlatt til å avgjøre i hvilken utstrekning bestemmelsene skal straffesanksjoneres eller møtes med andre reaksjoner. At et direktiv er et fullharmoniseringsdirektiv betyr at man heller ikke kan ha strengere regler nasjonalt.

Både minimums- og fullharmoniseringsdirektiver stiller store krav til den språklige presisjonen hos den nasjonale lovgiver og dennes evne til å forstå og oversette de europeiske standarder som skal implementeres. Noe forenklet kan man si at i en slik forarbeidsprosess er forståelse av direktivets materielle innhold og av den europeiske rettskilde- og metodelære, viktigere enn tradisjonelle rettspolitiske analyser. Særlig gjelder dette for fullharmoniseringstekstene, der det ikke er rom for en bredere analyse av hvordan bestemmelsene bør utformes. Utfordringen ligger i å implementere de relevante definisjoner og bestemmelser i MAD mest mulig korrekt og presist.

Kredittilsynet har i sitt forslag valgt å ikke gjengi de sentrale direktivtekstene ordrett, men i stedet valgt en tilnærming der MADs definisjoner dels gjengis ordrett og dels trekkes sammen til det som etter Kredittilsynets oppfatning er "essensen" i direktivbestemmelsene. I en såpass kompleks regeloppbygging som i MAD er det imidlertid en fare for at viktige nyanser og

elementer blir borte på veien. Teknikken stiller store krav til forståelsen av så vel direktivets språklige innhold og struktur som den faktiske virkelighet det skal regulere. På det siste punktet er det også en fare i at mange bestemmelser og definisjoner i MAD synes motivert av erfaringer i større europeiske markeder der det kort og godt "hender mer" enn i det nordiske markedet. Dette gjør at kompleksitetsgraden blir stor og fortolkningen vanskelig fra en norsk kontekst. Dette kan lede til den betraktning at tekstene "passer mindre godt" til en "enklere" norsk virkelighet. Men det er et krav at direktivets bestemmelser skal implementeres også i Norge, og da er det farlig å anlegge en vinkling hvor myndighetene søker å sammenfatte direktivet ut fra en norsk referanseramme med hensyn til hva tekstene "egentlig" er ment å ramme. Nettopp i en slik sammenheng tror vi at en mest mulig bokstavtro implementeringsteknikk er å foretrekke.

Som et eksempel på kompleksiteten i MAD kan nevnes at det nye regelverket for hva som er forbudt markedsmanipulasjon er inndelt fire regelnivå;

1. Det generelle forbudet mot markedsmanipulasjon, som knesetter en virkningsorientert tilnærming der man spør om en nærmere definert aktivitet med sannsynlighet vil gi falske eller villedende prissignaler,
2. Et generelt fritak fra hovedregelen i den grad aktøren kan bevise at han hadde opptrådt i overensstemmelse med akseptert markedspraksis,
3. Konkrete eksempler på markedsmanipulasjon
4. Angivelse av "momenter" som skal tillegges en relativ vekt i vurderingen av om det foreligger markedsmanipulasjon.

Et innledende eksempel på at elementer har blitt borte under veis i den norske lovprosessen, er Kredittilsynets utkast til ny forskrift § 1-1 hvor det heter:

"Transaksjoner, handelsordre eller handlinger som utgjør markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 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 synes å være et forsøk på å implementere følgende passus i MAD artikkel 1 nr. 2 annet ledd i engelsk versjon:

*"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,"*

Det fremgår av MAD at det gjengitte eksempelet ikke er noe som "etter omstendighetene" kan utgjøre kursmanipulering, slik Kredittilsynet foreslår, men et eksempel på en opptreden som ut fra definisjonen i MAD 1(2) bokstav a til c skal anses for å være markedsmanipulering ("derived from ... the core definitions"). Med andre ord – dette hører hjemme på "nivå 3" i vår oppstilling ovenfor, og ikke på "nivå 4" slik høringsnotatets forslag lyder.

Videre gir MAD uttrykk for at det er et generelt vilkår for at eksempelet skissert skal komme til anvendelse at den aktuelle opptreden 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,"

Dette er ikke et enkeltstående eksempel på manglende presisjon i høringsnotatet, jf nedenfor, men nokså symptomatisk, jf flere eksempler senere i kommentaren.

For å unngå slike og lignende misforståelser er det vår klare oppfatning at definisjonen av markedsmissbruk i MAD artikkel 1 nr. 2 og første kommisjonsdirektiv artikkel 4 bør inntas i sin helhet i vphl. § 2-8. Fremfor en "norsk" sammenfatning av direktivet, med oppdeling av ulike deler av samme regelkompleks i lov- og forskriftsbestemmelser, bør man etterstrebe en bokstavtro oversettelse av MADs sentrale definisjoner, jf nærmere forslag nedenfor og i vedlegg.

Vi tror som sagt at dette av flere grunner er en riktig prinsipiell tilnærming til MAD. Enhver oversettelse medfører en fare for at meningsinnholdet endres, men en tilnærming der man går inn for å oversette MADs sentrale definisjoner fremfor å gi norske "synteser" eller sammendrag, vil bedre sikre at direktivet blir korrekt implementert på norsk side og ikke minst bidra til at norske og internasjonale markedsaktører vil oppfatte det norske regelverket som å oppfylle "europeisk standard".

Vi har merket oss at Kredittilsynet i sitt forslag ikke har vist til eksempler på at andre europeiske land har valgt den samme "frie" tilnærming i implementeringen av bestemmelsene. Det ligger utenfor vår oppgave å undersøke om andre land har valgt samme metodikk som i høringsnotatet. Vi vil imidlertid peke på at Norge uansett står i en særstilling. Større europeiske land kan tillate seg en friere tilnærming til EUs direktiver uten at det får de samme negative konsekvenser for deres markeder. Også de nordiske EU-land har sannsynligvis større spillerom i så måte, både på grunn av sin større nærhet til Europa og fordi man – for Sveriges del – er sentrale i det nordiske finansmarkedet.

Det følger av det ovennevnte at vi ikke tror at det er klok politikk å basere norsk direktivimplementering på en form for "regulatory cherry picking" der man tar utgangspunkt i de språkversjoner av de ulike direktivene, eller ulike tekster i de ulike direktivene, som synes å passe best ut fra en norsk rettspolitisk synsvinkel, som for eksempel den danske. På enkelte områder, særlig for så vidt gjelder markedsmanipulasjon, synes det som så kan ha skjedd. Den beste tilnærmingen er etter vår oppfatning å basere seg på den engelske eller eventuelt franske versjonen.

3. DEFINISJONEN AV INNSIDEINFORMASJON

3.1 Innledning

Begrepet "innsideinformasjon" er et sentralt koblingsbegrep i MAD. Definisjonen av dette har betydning for forståelsen av blant annet innsidehandelsforbudet, rådgivningsforbudet, tilskyndelsesforbudet, utstederselskapenes løpende informasjonsplikt, taushetsplikten samt

indirekte for rapporteringsplikten ved mistenkelige transaksjoner. Definisjonen er derfor av stor prinsipiell viktighet.

MADs definisjon av "innsideinformasjon" er supplert med utfyllende definisjoner i første kommisjonsdirektiv. Det er en grunnleggende forutsetning i komitologiprosedyren at rammedirektiver – her MAD – setter den ytre grense for kommisjonsdirektivene. Skulle det tillates at et kommisjonsdirektiv går lengre enn et rammedirektiv, ville lovgivningskompetansen forflyttes fra Rådet og Parlamentet til Kommisjonen, noe som ikke har vært intensjonen med prosedyren.

I dette tilfellet er Kommisjonens kompetanse begrenset til å gjelde "implementing measures concerning Points 1,2 and 3 of this Article", se MAD Artikkel 1 pkt 7. Formålet med Kommisjonens mandat i MAD Artikkel 1 pkt 7 er å kunne ta hensyn til utviklingstrekk på markedene, og å sikre harmonisert implementering av definisjonene, jf teksten. Det er derfor mulig å forstå artikkel 7 slik at de aktuelle "implementing measures" også kan omfatte utfyllende og presiserende definisjoner av sentrale kriterier i innsideinformasjonsdefinisjonen.

3.2 Forholdet mellom MADs innsidedefinisjon og første kommisjonsdirektiv

Begrepet "innsideinformasjon" er et sentralt koblingsbegrep i MAD. Definisjonen av dette har betydning for forståelsen av blant annet innsidehandelsforbudet, rådgivningsforbudet, tilskyndelsesforbudet, utstederselskapenes løpende informasjonsplikt, taushetsplikten samt indirekte for rapporteringsplikten ved mistenkelige transaksjoner. Definisjonen er derfor av stor prinsipiell viktighet. MAD definerer innsideinformasjon på følgende måte:

"Inside information shall mean information of precise nature which has not been made public, relating directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instrument and which if it were made public, would be likely to have a significant effect on the price of those financial instrument or on the price of related derivative financial instruments."

Uttrykkene "precise nature" og "significant effect on the price" er nærmere definert i første kommisjonsdirektiv artikkel 1 nr.1 og 2 på følgende måte:

"... information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so and if it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of the set of circumstances or event on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments"

"...information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments' shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment."

I første kommisjonsdirektiv fremstår Artikkel 1 pkt 1 som en ren presisering. Artikkel 1 pkt 2 kan derimot, lest isolert, oppfattes som en erstatning for og utvidelse av definisjonen i MAD. Ved å sammenholde MAD rammedefinisjon av innsideinformasjon og kommisjonsdirektivets

utfyllende definisjon kan det synes som om kommisjonsdirektivet også omfatter mindre kvalifisert informasjon enn det MADs definisjon rommer, og således går utover de rammer som MAD setter. Dette kan illustreres ved å sondre mellom tre kategorier av informasjon:

1. Informasjon som med sannsynlighet er irrelevant for prisingen av det relevante finansielle instrument.
2. Informasjon som med sannsynlighet vil ha innvirkning på prisingen, men hvor effekten er ubetydelig/ikke merkbar (jf straks nedenfor om den eventuelle meningsforskjell mellom disse kriteriene).
3. Informasjon som med sannsynlighet ("likely") vil ha "betydelig/merkbar innvirkning" ("significant effect") på prisingen av et finansielt instrument.

Bare det siste punktet omfattes av definisjonen i MAD. Kommisjonsdirektivets artikkel 1 lest uavhengig av MAD kan forstås slik at det omfatter både kategori 2 og 3. Det kan språklig sett muligens også omfatte kategori 1, selv om vi tror at kriteriet "likely to use as a part of the basis" er ment å forstås med den kvalifisering at det gjelder en bruk av betydning for investeringsbeslutningen. Forstått på denne måten vil konsekvensen kunne være at definisjonen i første kommisjonsdirektiv kan oppfattes som å falle utenfor Kommisjonens mandat. Vi vil imidlertid stille spørsmål ved hva som er den holdbare forståelsen av kommisjonsdirektivet på dette punktet, og hvordan sammenhengen mellom MAD og kommisjonsdirektivet best mulig kan oppnås i en nasjonal implementeringslov.

Det er etter vårt syn nærliggende, slik kommisjonsdirektivet gjør, å definere kriteriet "*information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments*" med utgangspunkt i om en fornuftig investor ville benyttet den aktuelle informasjonen i sin investeringsbeslutning. En opplysning/informasjon kan jo ikke direkte påvirke prisene på finansielle instrumenter, men kun indirekte ha en slik effekt, ved å påvirke aktørenes investeringsbeslutninger og prisingen i så måte, som igjen vil påvirke prisdannelsen i markedene.

Leser man kommisjonsdirektivets fortale (pkt 1) ser man da også at kommisjonens sentrale poeng er å få frem at dette kriteriet i MAD-definisjonen forutsetter en *ex ante bedømmelse* av situasjonen, der man må spørre seg hva en fornuftig investor ville ta i betraktning i sin investeringsbeslutning, og ikke den etterfølgende effekten (*ex post bedømmelse*, jf pkt 2). Den *sannsynlighetsbaserte effektilnærmingen* i MADs Artikkel 1 nr 1 er altså slik kommisjonen oppfatter det, bare tilsynelatende (motsatt definisjonen av markedsmanipulasjon i Artikkel 1 nr 2 (a), jf nedenfor). Dette er da også nærliggende, siden MAD hypotetisk spør etter hva som med sannsynlighet ville ha ("would be likely to have") en slik effekt.

Det avgjørende er altså etter kommisjonsdirektivet hvordan en fornuftig investor ville bruke en viss informasjon, under hensyntagen til den forventede effekt denne informasjonen vil kunne ha ut fra det totale relevante informasjonsbilde ("such an assessment has to take into consideration the anticipated impact of the information in light of the totality of the related issuer's activity, the reliability of the source of information and any other market variables likely to affect the related financial instrument or derivative financial instrument related thereto in the given circumstances", se fortalen pkt (1).

I kommisjonsdirektivets artikkel 1 nr 2 er dette formulert som at MADs kriterium "...information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on

the prices of financial instruments or related derivative financial instruments' skal bety ("shall mean") "information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decision.". Vi vil imidlertid stille spørsmål ved om kommisjonen kan ha ment, eller i praksis vil kunne opprettholde som sitt synspunkt, at denne formuleringen helt skal erstatte MADs definisjon og være den (eneste) tekst som skal implementeres på dette punktet i innsidedefinisjonen, uten noen av de kvalifiseringer fortalen trekker frem (den forventede effekten i en totalitet av informasjon) og uten de kvalifiseringer MADs egen definisjon inneholder.

For oss fremstår som sagt kommisjonsdirektivet mer som en angivelse av et utfyllende eller presiserende bedømmelsesgrunnlag (ex ante bedømmelse av den fornuftige investors investeringsgrunnlag), og ikke som et mer eller mindre bevisst forsøk på å utvide rammen for innsideinformasjon sammenlignet med hva Parlamentet og Rådet har vedtatt. Dette vil også gi en forståelse av de utfyllende bestemmelsene i samsvar med rammene for komitologiprosedyren. I denne sammenheng er det for øvrig ikke nødvendigvis et spørsmål hva bestemte personer i tilknytning til Kommisjonen måtte ha ment, men hva som forsvarlig kan opprettholdes som Kommisjonens holdning dersom dette kommer på spissen, hvilket det etter vårt syn er sannsynlig at det vil gjøre.

Det forsvarlige tolkingsstandpunkt er her å søke å harmonisere kommisjonsdirektivets artikkel 1 med de nevnte kvalifiseringer i MAD og kommisjonsdirektivets fortale: De tre ovenfor omtalte kategorier av informasjon, klassifisert ut fra sannsynlig effekt på prisingen, bør overføres til hvordan en "normalisert" fornuftig investor ville benyttet en gitt informasjon i sin investeringsprosess. Dette gir følgende inndeling av situasjoner:

1. Informasjon den fornuftige investor oppfatter som irrelevant, eller som for så vidt inngår i hans beslutningsgrunnlag (anses "relevant") men vurderes som "perifer" eller støttende/supplerende i forhold til annen tilgjengelig informasjon, og som derfor ikke har betydning for prisen han er villig til å handle til, eller hans vilje til å handle.
2. Informasjon som for så vidt påvirker investors investeringsbeslutning, men med en marginal (ikke merkbar/ubetydelig) virkning for utfallet av investeringsbeslutningen og prisen.
3. Informasjon som investor tillegger en så stor betydning for sin investeringsbeslutning at man kan snakke om en merkbar/betydelig virkning for investeringsbeslutningen som sådan eller for prisen han er villig til å handle til.

MAD's definisjon av innsideinformasjon knytter seg til den sannsynlige effekten av en gitt informasjon, men vi tror som sagt at kommisjonen er på trygg grunn når den sier at utgangspunktet må være en ex ante bedømmelse av hvordan den fornuftige investor ville reagert, jf forsøket ovenfor. Men en slik omfortolkning til å gjelde investerings situasjonen (den direkte effekten) vil MADs definisjon ramme kategori 3 i oppstillingen, men derimot ikke kategori 1 og 2. Som omtalt over er det etter vårt syn den mest forsvarlige tolking at kriteriet "information a reasonable investor may be likely to use as part of the basis of his investment decision" skal forstås på bakgrunn av MADs definisjon og fortalen til kommisjonsdirektivet: Man må ved bedømmelsen også ta hensyn til den forventede effekten av informasjonen, herunder om informasjonen med sannsynlighet vil ha en merkbar/betydelig virkning/effekt for utfallet av investeringsbeslutningen.

Det er liten tvil om at kommisjonsdirektivets ordlyd i artikkel 1 pkt 2 skaper en uklarhet i hva som vil være gjeldende EU-rett på dette området. Det bringer en usikkerhet inn i "kjernen av den europeiske verdipapirretten", for å si det litt blomstrende (for så sentral er etter vårt syn

innsidehandelsbestemmelsen). Spørsmålet om hva som er rett fortolkning av MAD og kommisjonsdirektivet og forholdet mellom disse tekstene kan ikke løses i en norsk forarbeidsprosess, men kan på et europeisk nivå bare avklares av EU-domstolen. Etter vårt syn er det imidlertid flere måter å møte denne utfordringen på i nasjonal rett, og noen løsninger er mer ”robuste” enn andre.

3.3 Høringsutkastets forslag – konsekvenser av forslaget

Vi har ovenfor gitt en redegjørelse for hvordan definisjonen av ”innsideinformasjon” i MAD og i første kommisjonsdirektiv kan forstås, og hvordan den etter vår oppfatning bør forstås. Bestemmelsen er en fullharmoniseringsbestemmelse, og det er følgelig ikke rom for en strengere nasjonal definisjon enn hva som følger av MAD og utfyllende direktiver. Tatt i betraktning den usikkerhet som synes å herske rundt forståelsen og rekkevidden av Kommisjonsdirektiv artikkel 1 pkt. 2 burde høringsnotatet hatt en bredere problematisering av dette aspektet, i stedet for å foreslå en implementering av kommisjonsdirektivets definisjon i artikkel 1 pkt 2 uten mye refleksjon over alternativene. Et moment kan synes å være et ønske om å videreføre den strenge norske innsidehandelsbestemmelsen. Vi forstår Kredittilsynets tvil om hvordan forholdet mellom MAD og kommisjonsdirektivet er å forstå, men anser argumentasjonen i pkt 3.4 i høringsnotatet som for knapp og lite fokusert på dette punktet.

For så vidt gjelder den konkrete utformingen av den norske bestemmelsen, er det ikke tatt inn noen kvalifisering overhodet. Det er tilstrekkelig at informasjonen er egnet til å påvirke kursen. Vi antar at man her mener å implementere definisjonen i kommisjonsdirektivet, ut fra en forutsetning om at dette direktivet ligger innenfor rammen av MAD, jf. også kommentarene i høringsnotatet pkt. 3.4.

Det krever heller ikke særlig fantasi å tenke seg at nasjonale, fellende dommer basert på implementeringslover som anvender kommisjonsdirektivets definisjon vil bli brakt inn for domstolen; en forsvarsadvokat vil ha plikt til et slikt forsvar av sin klient.

Norske domstoler vil ikke være bundet av EU-domstolens eventuelle avgjørelse i slike spørsmål, men fra et praktisk perspektiv er det vanskelig å tenke seg at ikke norske domstoler skal følge EU-domstolens avgjørelse i et spørsmål av en slik karakter, som gjelder forståelsen av EUs lovgivningshierarki, anvendt på et at de sterkest harmoniserte felter i EØS-samarbeidet (det frie finansmarked).

Et første, sentralt poeng er at tilfellene der det tas ut offentlig tiltale for misbruk av innsideinformasjon som ikke med sannsynlighet kunne antas å ha vesentlig kurseffekt (kategori 1 og 2 ovenfor) må antas å bli nokså få, i alle fall om man legger til grunn en riktig og realistisk forståelse av vesentlighetskriteriet. Allerede eksistensen av en innsideinformasjonsdefinisjon uten kvalifiseringer som ”vesentlig” eller ”betydelig”/”merkbar” skaper utrygghet og svekker forutberegneligheten. Imidlertid vil man, om man anvender den definisjon høringsnotatet legger opp til, i *alle saker* aktualisere spørsmålet om norsk lov her er i samsvar med MAD. I en fellende dom der noen dømmes for misbruk av innsideinformasjon, forstått som ”opplysninger ... som en alminnelig fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning”, vil det ikke bli skilt mellom vesentlig og uvesentlighet eller vesentlig effekt/merkbar effekt/ingen effekt. Selv den mest åpenbare innsideforbryter kan i prinsippet her gå hele veien til Høyesterett og prosedere på feil lovanvendelse, under henvisning til at norsk rett ikke er i samsvar med MAD.

Utfallet vil med en ikke liten grad av sannsynlighet bli at dommen må oppheves, fordi ankegrunnen er korrekt og lovanvendelsen feil – feil kriterium er anvendt i loven. Høyesterett

må da, eventuelt basert på EU-domstolens avgjørelser eller EFTA-domstolens signaler eller direkte på basis av MAD utforme mer presise retningslinjer for hvilke spørsmål en straffedomstol skal ta stilling til.

I en slik situasjon har norske myndigheter etter vårt syn to alternative veier å gå, som begge etter vårt syn gir en bedre løsning enn høringsnotatets forslag:

- Et alternativ er å søke en full harmonisert tillempling av MAD og kommisjonsdirektivet, i tråd med de synspunkter som er skissert ovenfor.
- Et annet alternativ er å benytte seg av en tradisjonell teknikk i norsk straffelovgivning, med skille mellom ulike straffealternativer. På den måten kan man få skilt ut det sikre området av innsideinformasjonsdefinisjonen (MAD definisjonen) fra det område der det er grunnlag for tvil basert på forholdet mellom MAD og kommisjonsdirektivet.

I begge tilfeller bør man ta som et utgangspunkt at det er MADs kjernedefinisjon som setter grensen for definisjonen av innsideinformasjon, og lojalt oversette denne. Kommisjonsdirektivets utfyllende bestemmelser bør så tematisk inntas i definisjonen.

3.4 Forslag til ny lovt tekst

Vi har nedenfor formulert en definisjon av innsideinformasjon som kan tilpasses begge de pkt. 3.3 skisserte alternativer. De tilpasninger som må gjøres dersom alternativ 2 velges er markert med parenteser.

I den delen av forslaget som ivaretar alternativ 1 har vi foreslått en kvalifikasjon i tråd med hva som etter vår oppfatning er den mest nærliggende tolkningen av MAD sammenholdt med kommisjonsdirektiv artikkel 1 nr. 2.

Det kan her diskuteres hvilket norsk uttrykk som best oversetter uttrykket "significant". Vi er selvsagt kjent med den danske direktivoversettelsen av uttrykket "significant" til "merkbar". Man skal dog ha klart for seg at det kan være en språklig forskjell i forståelsen på dansk og norsk, og det kan reises spørsmål ved om kriteriet "merkbar effekt" er en dekkende oversettelse av "significant effect" til norsk. Isolert sett vil "significant" på engelsk kunne betegne mye av det samme som "noticeable", hvor det siste er nærliggende å oversette med "merkbar". Spørsmålet er imidlertid om sammensetningen med "significant effect" gir en noe annen mening i en kontekst der enhver effekt (på pris) vil være identifiserbar og i den forstand merkbar. Heller ikke begrepet "vesentlig" er dekkende, ettersom det i noen sammenhenger kan peke mot en mer omfattende kvalifisering (jf kontraktsrettens begrep "vesentlig mangel"). I børs- og verdipapirretten har det i teori og praksis utviklet seg et mer dempet vesentlighetskrav enn dette. De fleste kvalifiserte meningsytrere var for eksempel enige om at noen prosents sannsynlig kurseffekt var "vesentlig" etter den tidligere innsidebestemmelsen, jf også Børsklagenemndas praktisering av det i grove trekk antonyme kriteriet "ikke uvesentlig". Dette betyr at det i praksis neppe spiller så stor rolle om man viderefører begrepet "vesentlig" i innsidedefinisjonen (jf til illustrasjon utkastet til forskrift § 1-1 tredje ledd bokstav a, b og d og e, der Kredittilsynet oversetter "significant" med "vesentlig".)

Et tredje alternativ er kriteriet "betydelig". Det er mulig at "betydelig virkning" best gjengir det meningsinnholdet som ligger i begrepet "significant effect" i MADs definisjon av innsideinformasjon, som alternativ til "merkbar virkning". Det kan uansett være grunn til å velge et begrep som markerer at det ikke er snakk om tilbakevending til et vesentlighetskriterium som etter tidligere lov. En slik løsning er etter vårt syn langt å

foretrekke fremfor en tilnærming der lovteksten ikke på noen måte reflekterer MADs kvalifisering ”significant”.

Dette gir følgende definisjon i vphl. § 2-2:

”Med innsideinformasjon menes presis informasjon, som ikke er offentliggjort og som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere av finansielle instrumenter eller et eller flere finansielle instrumenter, og som hvis den ble offentliggjort sannsynligvis ville ha en betydelig/merkbar innvirkning på kursen på disse finansielle instrumenter eller relaterte avledede finansielle instrumenter.

Med presis informasjon menes informasjon som indikerer at en eller flere forhold har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for en konklusjon om den mulige påvirkningen av disse forhold på kursen for de finansielle instrumenter eller avledede finansielle instrumenter.

Ved bedømmelsen om en informasjon hvis den ble offentliggjort sannsynligvis ville ha en betydelig/merkbar innvirkning på kursen på disse finansielle instrumenter eller relaterte avledede finansielle instrumenter, skal det tas utgangspunkt i om det gjelder informasjon som en fornuftig investor sannsynligvis vil bruke som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning (på en slik måte at den får betydelig virkning/merkbar betydning for beslutningens innhold).

(Som innsideinformasjon regnes også annen informasjon som en fornuftig investor sannsynligvis vil bruke som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning).

Første og tredje ledd legger opp til den harmoniserte lesingen av MAD og kommisjonsdirektivet som vi har argumentert for ovenfor. I formuleringen ”skal det tas utgangspunkt i” i tredje ledd ligger den føring at den endelige bedømmelsen fortsatt må skje på basis av MAD definisjonen i første ledd, herunder kravet til (alminnelig) sannsynlighetsovervekt for en vesentlig innvirkning på kursen. Dette åpner for at en domstol kan foreta en bedømmelse av den sannsynlige effekt på prisen uten å gå veien om et konstruert beslutningsgrunnlag relatert til en ”normalisert” fornuftig investor, men dette er en åpning MAD gir rom for, og som vi er usikre på om kommisjonen egentlig mener å avskjære (jf fortalens pkt 2) eller har hjemmel for å avskjære:

Vi tror som sagt at kommisjonen har et vesentlig poeng når den poengterer at man bør starte med en slik ex ante bedømmelse av hva en fornuftig investor ville gjort, men kommisjonen peker jo på at ex post informasjon kan ha en betydning for å verifisere en ex ante bedømmelse. Det kan samtidig tenkes situasjoner der en ”normalisert investor” ikke er den riktige målestokk, for eksempel ved en irrasjonell prising av en aksje i en viss fase, eventuelt basert på rykter. Man kan så tenke seg at en investor i en slik situasjon får presis informasjon om at det er mindre i ryktene enn mange andre tror (det er for eksempel like sannsynlig at det blir noe av et oppkjøp som at det ikke blir det). I gitte tilfeller vil slik informasjon ha vesentlig betydning for kursen dersom den ble kjent, selv om den fornuftige investor ville vært avventende og ikke basert sin investeringsbeslutning på den.

Et annet mulig eksempel er transaksjoner foretatt av primærinnsidere (meldepliktige transaksjoner). Slike transaksjoner kan være motivert av at primærinnsideren har en genuin tro på at kursen på aksjen skal opp eller ned, med den kan også være motivert av primærinnsiderens behov for likvider. Ut fra en rasjonell betraktning skal ikke primærinnsiderens behov for likvider påvirke kursen på den aktuelle aksjen, og i prinsippet

heller ikke nødvendigvis dennes tro på aksjens fremtid. Erfaring viser imidlertid at innsidertransaksjoner uavhengig av motivasjon kan påvirke kursen på den aktuelle aksjen. Hvis den rasjonelle investor fikk kunnskap om at en primærinnsider hadde foretatt en transaksjon uten samtidig å vite noe om primærinnsiderens beveggrunner, og det var like sannsynlig at beveggrunnen var begrunnet i en oppfatning om aksjen fremtidige utvikling som behov for likvider, skulle ikke dette ha noen betydning for hans investeringsbeslutning.

Generelt kan man tenke seg en rekke praktiske tolkingsspørsmål knyttet opp mot de aktuelle definisjoner av innsideinformasjon og som det er riktig å henvise til domstolenes bedømmelse fremfor avgrensning i lovens definisjon; på dette punktet tror vi at Kredittilsynets forslag kan ha utilsiktede konsekvenser.

Et alternativ er å skrive inn MADs kvalifisering av den sannsynlige prisseffekten ("significant effect") også i gjengivelsen av kommisjonsdirektivets ex ante norm, jf vår tilføyelse i parentes i tredje ledd. Dette vil etter vårt syn fremstå som et praktisk forsøk på å løse den mulige motstrid mellom de europeiske tekstene, og representerer en tilnærming vi tror at norske myndigheter vil kunne få positiv respons på fra mange kretser.

Fjerde ledd representerer her det annet straffealternativ for det tilfelle man også skulle ønske å ta inn kommisjonsdirektivets definisjon, eventuelt også dersom det er et viktig hensyn å videreføre den norske, ukvalifiserte definisjonen av innsideinformasjon, jf ovenfor. Første til tredje ledd er da første straffealternativ. Ved en slik tottrinnsstilnærming vil påtalemyndigheten ved tiltale etter straffebudet i første alternativ slippe å bli møtt med usikkerheten rundt forholdet mellom MAD og første kommisjonsdirektiv. Ved anvendelse av trinn to vil usikkerheten fortsatt være til stede.

Nettopp betoningen av at det er to alternativer forsterker selvsagt oppmerksomheten omkring usikkerheten i rettskildebildet. Vår tilnærming er imidlertid at verken den norske lovgiver eller de som berøres av denne lovgivningen er tjent med at usikkerheten omkring rettskildegrunnlaget ligger i det skjulte.

4. HARMONISERINGSGRAD – HERUNDER OM REKKEVIDDEN AV INNSIDEHANDELSFORBUDET M.M.

Som Kredittilsynet påpeker under pkt. 1.2 i sitt høringsnotat er MAD en del av den overordnede Financial Services Action Plan ("FSAP") hvis overordnet målsetning er å skape et indre marked for finansielle tjenester innenfor EØS området. Dette fremgår også i fortalen til MAD. Fra fortalen pkt. 11 og 12 hitsettes:

"The existing Community legal framework to protect market integrity is incomplete. Legal requirements vary from one Member State to another, leaving economic actors often uncertain over concepts, definitions and enforcement. In some Member States there is no legislation addressing the issues of price manipulation and the dissemination of misleading information.

Market abuse consists of insider dealing and market manipulation. The objective of legislation against insider dealing is the same as that of legislation against market manipulation: to ensure the integrity of Community financial markets and to enhance investor confidence in those markets. It is therefore advisable to adopt combined rules to combat both insider dealing and market manipulation. A single Directive will ensure throughout the Community the same framework for allocation of responsibilities, enforcement and cooperation." (vår utheving)

Kredittilsynet uttaler om direktivets harmoniseringsgrad følgende:

"Kredittilsynet antar at enkelte av Direktivets artikler er fullharmoniseringsbestemmelser typisk definisjonene. [...] Mange av direktivets artikler er imidlertid minimums bestemmelser, noe som innebærer at norsk rett kan ha strengere regler. Det må vurderes konkret hvilke artikler som er fullharmoniseringsregler og hvilke som er minimumsregler"

Kredittilsynets oppfatning på dette punkt er etter vår oppfatning for enkel. Etter vår oppfatning må hvert enkelt element av de enkelte artikler vurderes konkret med hensyn til harmoniseringsgrad, for på denne måten å oppfylle de grunnleggende beveggrunnene bak direktivet – å skape et felles rammeverk i hele EØS-området.

Kredittilsynets utgangspunkt om at definisjonene skal betraktes som fullharmoniseringsforpliktelser følges ikke fullt ut opp i høringsnotatet. Meldepliktige primærinnsidere defineres i MAD artikkel 6 4, samt utkast til tredje kommisjonsdirektiv artikkel 1 nr. 1. Dette er en presis definisjon som etter vår oppfatning må oppfattes som en felles definisjon for hele EØS området, og således ikke kan oppfattes som noen minimumsregel slik Kredittilsynet mener, jf. høringsnotatet pkt. 15.2.

Som en konsekvens av dette kan ikke personer utover den personkrets som nevnes i kommisjonsdirektivet inntas i den nasjonale lovgivning. Ifølge MAD artikkel 6 nr. 4 må en person for å kunne defineres som primærinnsider ha "discharging managerial responsibilities within the issuer".

CESR uttaler følgende om passusen "...within the issuer..." i Final Paper punkt 41:

"CESR is of the view that the requirement "...within an issuer..." excludes external persons such as auditors and other advisers and service providers who may be closely linked to the issuer..."

Etter vår oppfatning medfører dette at revisorer samt tillitsvalgte i konsernselskaper må tas ut av den gruppen av meldepliktige som i dag anses som meldepliktige primærinnsidere etter norsk lovgivning, jf. vphl. § 3-1.

Fristen for å melde meldepliktige transaksjoner er derimot en minimumsforpliktelse som følgelig kan settes strengere av det enkelte medlemsland. Dette var også oppfatningen i CESR's arbeid med utfyllende bestemmelser til MAD.

5. MARKEDSMANIPULERING

Definisjonen av markedsmanipulasjon er den del av høringsnotatet som klarest vises svakheten med den syntetiske metoden, der direktivtekstene ikke oversettes, men i stedet sammenfattes i det Kredittilsynet oppfatter som "essensen". Vi skal i det følgende gi enkelte eksempler på hvordan det har medført at den språklige mening endres eller blir borte. Til slutt vil vi presentere et forslag til implementeringstekst.

5.1 Sannsynlighetskravet

I MAD artikkel 1 nr. 2 defineres markedsmanipulasjon på følgende måte i (a) og (b) (vi kommer tilbake til (c)):

"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 Kredittilsynet forslag til ny vphl. § 2-8 er uttrykket "likely to give" søkt implementert med ved uttrykket "vil kunne gi". Uttrykket "likely to give" er i den danske oversettelsen av direktivet oversatt med "kan gi", men skal ved anvendelse av riktig engelsk forståelse utvilsomt bety et krav om (alminnelig) sannsynlighetsovervekt.

Uttrykket "vil kunne gi" kan forstås slik det er tilstrekkelig at det bare er en mulighet for at den aktuelle handlingen kan gi uriktige eller misvisende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter - altså som en anvisning om langt lavere sannsynlighetsgrader. Kredittilsynet gir her bestemmelsen klar større rekkevidde enn det er holdepunkter for i MAD. Dette er et sentralt punkt i definisjonen, som nettopp knytter definisjonen av markedsmanipulering til den sannsynlige effekten av handlemåten.

5.2 Andre "handlinger"

I forslag til ny vphl. § 2-8 annet ledd første kulepunkt har Kredittilsynet, i tillegg til transaksjoner eller handelsordre ("transactions or orders to trade"), inkludert "handlinger" som selvstendig kategori i sitt forslag til markedsmanipulasjonsdefinisjon. Bakgrunnen for dette er at Kredittilsynet tolker MAD artikkel 1 nr. 2 (b) dit hen at passusen "any other form of deception or contrivance" ikke relaterer seg til innledningen "transaction or orders to trade", men er en handlingsbeskrivelse som står på egne ben. En slik forståelse kan ikke være riktig ut fra ordlyden og oppbygningen for øvrig. Vi mener derfor at "handlinger" bør tas ut av forslaget til definisjon av markedsmanipulasjon.

Dette kan kanskje synes som et mindre punkt, men det er ikke tilfelle. Det åpner for en dramatisk utvidelse av rommet for manipulative handlinger fra å omfatte "handler og ordre" og falske og misvisende informasjonshandlinger til å romme alt som med sannsynlighet kan ha den effekt å gi et falsk eller uriktig kursbilde.

5.3 Artikkel 2 annet ledd tredje strekpunkt

I forhold til MAD artikkel 1 nr. 2 annet ledd tredje strekpunkt har Kredittilsynet etter vår oppfatning tolket MAD uriktig. Fra den danske versjonen av MAD 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 nr. 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 utkast til forskrift § 1-1 første ledd bokstav d) 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. (vår utheving)*

Ved å sammenholde den danske og den engelske versjonen av direktivet fremgår det at for å kunne rammes må 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 har tatt utgangspunkt i den engelske versjonen av MAD som sier "taken positions" og tolket det som "å gi sin meningsytring". Dette er imidlertid en klar feiltolkning – det er ikke tilfeller av motstridende snakk man er ute etter å ramme.

5.4 "Akseptert markedspraksis"

Uttrykket akseptert markedspraksis har to funksjoner i MAD: 1) som et forsvar for den som har opptrådt på en måte som strider mot den generelle definisjonen av markedsmanipulering, og 2) som del av definisjonen av innsideinformasjon i forbindelse med råvarederivater.

En svakhet med MAD og utkastet til tredje kommisjonsdirektiv er at de har hovedfokus på markedsmanipulasjon. Store deler av faktorene som nevnes i utkast til tredje kommisjonsdirektiv artikkel 2 passer dårlig ved vurderingen av akseptert markedspraksis i relasjon til definisjonen av innsideinformasjon i forbindelse med varederivater. Direktivets svakhet blir forsterket ved at Kredittilsynets knapt omtaler innholdet i uttrykket "akseptert markedspraksis" i relasjon til varederivatmarkedet. For å gi markedsaktørene bedre forutberegnelighet bør det gis noen retningslinjer for hva som kan betraktes som akseptert markedspraksis i forbindelse med varederivater.

Det er også flere elementer av misforståelse i implementeringsforslaget hva angår dette begrepet.

1. Et første eksempel er at Kredittilsynet i sitt forslag til forskrift § 1-2 omskriver begrepet "akseptert markedspraksis" til "alminnelig akseptert markedspraksis", men slik at det Kredittilsynet skal avgjøre hva som er "alminnelig akseptert". Direktivenes tilnærming er at må være snakk om en markedspraksis som må være akseptert ("accepted market practices") men hvor det er myndighetenes aksept som teller; ikke om en praksis er mer eller mindre alminnelig akseptert av markedsaktørene.

2. I Kredittilsynets utkast til forskrift i medhold av vphl. kapittel 2 § 1-2 annet ledd bokstav (c) heter det ellers som følger:

"Kredittilsynet avgjør om en markedspraksis skal anses som alminnelig akseptert. Ved sin vurdering skal Kredittilsynet blant annet ta hensyn til følgende:

[...]

c graden av transparens på det aktuelle markedet," (vår utheving)

Dette synes å være et forsøk på å implementere følgende passus i utkast til tredje kommisjonsdirektiv artikkel 2 som sier hvilke faktorer man skal legge vekt på ved bedømmelsen av en markedspraksis, og der nr 1 (a) lyder slik:

"the level of transparency of the market practice to the whole market" (vår utheving)

At et marked er "transparent" eller "gjennomsiktig" henspeiler normalt på hvorvidt all relevant informasjon er tilgjengelig for alle aktørene i markedet, jf idealet om det perfekte marked der alle aktører har all relevant informasjon. Dette vil i praksis både gjelde utstederspesifikk informasjon, og informasjon om de kurser det handles til. Rapporteringsplikten til børsene (Nord Pool og Oslo Børs) med hensyn til medlemmenes handel utenfor børs, og børsens videreformidling av slik informasjon til hele markedet, bidrar nettopp til transparens om til hvilke kurser det til enhver tid handles. Et transparent marked med god informasjonstilgang vil normalt øke tilliten blant aktørene, ved til at alle har det samme beslutningsgrunnlaget for sin investeringsbeslutning. I et absolutt gjennomsiktig marked vil investorene ikke legge inn noe kurspremie som skal bøte for usikkerheten rundt lik informasjonstilgang. Dette vil i sin tur medføre at utstederselskapene for en billigere kapitaltilgang gjennom førstehåndsmarkedet. Ansvar for at markedet har høy grad av gjennomsiktighet vil normalt ligge på markedsplassen og tilsynsmyndigheter som Kredittilsynet og ØKOKRIM, gjennom effektiv håndhevelse av de børsrettslige atferdsreglene.

Den transparens eller gjennomsiktighet MAD her sikter til, har imidlertid ingenting med transparens i denne betydningen å gjøre, men gjelder transparensen eller "offentligheten" om man vil, om eksistensen av den aktuelle, i utgangspunktet "manipulative" markedspraksis. Poenget er ganske enkelt at myndighetene ved bedømmelsen av om en markedspraksis skal aksepteres, skal se hen til hvor allment kjent det er i markedet at slik praksis forekommer. Vi finner ikke dette reflektert i Kredittilsynets forslag.

3. Av 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."

Gjennom denne prosedyren vil en sikre mest mulig homogen praksis innenfor EØS-området. Ved å ha mest mulig lik praksis vil også faren for konkurransevridning mellom ”komparative markeder med ulik praksis minskes. Det finnes få spor av en slik prosedyre i Kredittilsynets lovforslag. Dette er etter vår oppfatning uheldig, siden en slik prosedyre vil være en forutsetning for å kunne samordne markedspraksisen innenfor EØS-området. Vi mener derfor at det bør inntas i lov eller forskrift en egen prosedyre for å oppfylle direktivets forpliktelser på dette punkt. Vi foreslår som sagt at bestemmelsen om markedsmanipulasjon samles i verdipapirhandeloven – i den grad man ønsker å ha en utfyllende forskrift er dette bestemmelser som kan flyttes til forskrift uten at tolkingen vanskeliggjøres.

Vi har ikke vedlagt et utkast til bestemmelser om hvilke momenter som bør tas i betraktning ved vurderingen av en markedspraksis, men er av den oppfatning at også denne delen av høringsnotatet (forskriften § 1-2) bør gjennomgås nøye, med sikte på en mest mulig korrekt oversettelse. Vi har her pekt på en misforståelse i implementeringen, men det er større eller mindre unøyaktigheter også i bokstavene a) til b) og d) til h). Vi savner også utkast til tredje kommisjonsdirektiv artikkel 2 pkt 3.

4. For den aktør som ved handel eller ordreinnleggelse opptrer på en måte som objektivt sett faller innenfor MAD's effektbaserte definisjon av markedsmanipulasjon i artikkel 1 nr. 2 (står for handel eller ordre som gir eller med sannsynlighet gir falske eller villedende signaler om tilbud, etterspørsel eller pris) legger MAD opp til ”forsvarsmekanisme” med omvendt bevisbyrde: Vedkommende kan søke å bevise (”establish”) at han hadde en legitim begrunnelse for sin opptreden og at handlemåten var i overensstemmelse med akseptert markedspraksis.

Forslaget til implementeringsbestemmelse i § 2-3 inneholder bare det ene av dette kriterium – vilkåret om ”legitime grunner” er her utelatt. Mens andre av forslagene i høringsnotatet bidrar til en skjerpet norsk standard, er konsekvensen her den motsatte. Poenget med kriteriet ”legitime grunner” er at det kan foreligge ulike former for markedspraksis som er ”akseptert” selv om det kan skape uriktige pris- eller volumsignaler, for eksempel fordi dette anses ”nødvendig” eller ”praktisk” for å gjennomføre en handelsavvikling eller kundebehandling, eller fordi det er teknisk vanskelig å unngå prispåvirkninger. Her er poenget at en praksis som er ”tvilsom” sett i forhold til kjernedefinisjonen, men som er akseptert ”av nød” eller praktiske årsaker, ikke skal kunne misbrukes; aktøren må bevise at han ikke anvendte den for å manipulere markedene, men for å utføre legitime handlinger. I det norske forslaget holder det til frifinnelse at aktøren viser til at det foreligger en akseptert markedspraksis.

Videre; 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 foreslått å implementere en regel med omvendt bevisbyrde. MAD legger imidlertid opp til sanksjonsfrihet for statene. Direktivforpliktelsene kan derfor oppfylles ved å innføre et administrativt sanksjonsregime. Konsekvensen av at man ikke innfører et ikke-straffesanksjonert regime mot den som ikke kan påvise at han både hadde legitime grunner og opptrådte i tråd med akseptert markedspraksis, er at man underimplementerer direktivet. Det er et krav etter MAD at den som ikke kan oppfylle sin bevisbyrde på dette punktet, skal møtes med sanksjoner.

5.5 Reguleringsteknikken

MAD og første kommisjonsdirektiv legger opp til en kompleks struktur i definisjonen av markedsmanipulasjon, der kommisjonsdirektivets artikkel 4 og 5 supplerer MAD-definisjonen

med såkalte "non-exhaustive signals" (det vi på norsk vil kalle "momenter") med hensyn til hvordan bestemte kriterier i MAD-definisjonen skal forstås.

I norsk rettskildelære snakker man tradisjonelt om "retningslinjer" for å betegne slike normer, som angir faktiske forhold som skal tillegges vekt i en rettslig bedømmelse uten at det dreier seg om nødvendige eller tilstrekkelige betingelser i forhold til en gitt rettsvirkning. Knut Bergos bok "Høyesteretts forarbeidsbruk" kapittel 9 inneholder en massiv kritikk av denne terminologien. Dette går imidlertid ikke på at dette ikke er viktige og nyttige normer, men at det er misvisende å snakke om en "retning" eller "veiting"; det er snarere slik at man anviser tilfeller det skal tas utgangspunkt i og sammenlignes med; "prototyper" på hva som typisk kan være markedsmanipulasjon, om man vil. Eksempelvis – det er langt mer nærliggende å si at en handel gir et falsk eller villedende signal dersom det skjer omfattende handel eller ordreinnleggelse straks før et tidspunkt da en referansepris settes (se bokstav g) i artikkel 4).

Et tilsynelatende kompliserende element er at enkelte av disse momentene i direktivet mer kan synes å peke på aktørens motiv enn relatere seg til den potensielle effekten for prisen. Forholdet er imidlertid at MAD ikke legger opp til en generell analyse av aktørens motiv, men søker å ramme visse handlinger med bestemte effekter, og i den forbindelse skisserer en del "prototyper" det skal tas utgangspunkt i.

Selv om dette altså er en "lovteknikk" som er kjent i norsk rett, så er reguleringsteknikken ikke så vanlig i forhold til lovanvendelseskjønn som dette. I kommisjonsdirektivet er teknikken i seg selv ytterligere kompleks, både fordi dette utgjør et fjerde nivå, etter det generelle effektbaserte forbudet, forsvarsmekanismen for akseptert markedspraksis og de uttømmende eksempler og fordi det *kan* fremstå som momenter som ikke knytter seg til bestemte språklige kriterier i direktivets tekst. Det er imidlertid en klar tekstmessig og logisk sammenheng her, som man tydelig ser ved å lese overskriftene til de to artikler i kommisjonsdirektivet.

Her tror vi at høringsutkastet forsterker uklarheten, ved å ytterligere bryte den språklige og logiske forbindelse mellom tekstene i direktivet og kommisjonsdirektivet, med forslaget om en lovbestemmelse utfylt av forskrift. Videre er direktivets og det utfyllende direktivets tekster omstrukturert og omfortolket, på en måte som får en mening som allerede i utgangspunktet er tungt tilgjengelig selv for ekspertene, til å nærmest bli borte.

Etter vårt syn er en annen teknikk her klart å anbefale: MAD-definisjonen og kommisjonsdirektivets utfyllende "diagnostic signals" bør inntas i loven, eventuelt i et eget kapittel om "Markedsmanipulasjon" fordelt over flere kapitler, jf vedlegg. En slik samlet fremstilling, med hovedvekt på korrekt oversettelse av direktivet i engelsk språkform, vil også avhjelpe språklige misforståelser i høringsnotatet. Kanskje bør departementet også velge en struktur der innsidebestemmelsene m.m. (de tilhørende regler om taushetsplikt og lister m.m.) samlet i ett kapittel, regelverket om markedsmanipulasjon i ett annet.

5.6 Virkningsbestemmelse med krav til subjektiv skyld?

Store deler av definisjonen av markedsmanipulering i MAD er virkningsbasert, eller mer presist sannsynlighets- og virkningsbasert. Det vil si det ikke generelt oppstilles noe vilkår om subjektiv skyld hos gjerningspersonen. For at en opptreden skal betraktes som markedsmanipulering etter artikkel 1 nr 2 bokstav a) og c) er det i utgangspunktet tilstrekkelig at opptreden med sannsynlighet vil få den virkning som direktivet beskriver.

Vi presiserer for ordens skyld at "virkningen" vi snakker om i forhold til bokstav a) første strekpunkt og bokstav (c) ikke ligger i at markedene for det finansielle instrument påvirkes i videre forstand (at andres priser eller handler påvirkes). Det avgjørende er at transaksjonen eller ordren gir et uriktig eller villedende signal om priser eller etterspørsel eller tilbud.

Motsatt gjelder bokstav a) annet strekpunkt, der det kreves at vedkommende "sikrer" prisen på et kunstig nivå; i det må formodentlig ligge at vedkommende faktisk lykkes. Og i kravet om "collaboration" vil det formodentlig også ligge et krav om bevisst handling; man vil neppe kunne si at noen samarbeider uten at de er seg bevisst at de gjør det.

Det at en handel må fungere som "signal" innebærer at handelen eller ordren må ha eller med sannsynlighet må ha et potensial for å påvirke andre aktører i markedene og dermed priser og volumer i markedet i videre forstand. Dette vil avhenge av hvordan de aktuelle handler eller ordre formidles til markedet; kun handler som bekjentgjøres i en eller annen form vil kunne ha en slik signaleffekt, og den uriktige eller villedende effekten vil avhenge av hvordan ordren eller handelen bekjentgjøres, herunder hva markedet ellers vet eller kan forventes å vite.

Et spørsmål som fortsatt gjenstår å løse ved fortolking, er i hvilken utstrekning aktører kan "kjøre kurser" ved reelle handler av større volumer. Svaret ligger nå i hvorvidt aktøren rammes av annet strekpunkt på grunn av dominerende størrelse alene eller sammen, eller om første strekpunkt vil fange det opp. Dette vil bl.a. avhenge av om måten det skjer på gir et uriktig eller villedende signal.

Ifølge MAD artikkel 1 nr. 2 bokstav b) betraktes "transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance" som markedsmanipulasjon. Dette er ingen "virkningsdefinisjon". Implisitt i denne delen av definisjonen ligger det nok et krav om det må foreligge manipuleringshensikt hos hovedmannen. Å ramme disse handlingene i sin uaktsomme form slik Kredittilsynet foreslår i sitt utkast til lovtekst, er derfor uproblematisk i den forstand at det ikke innskrenker direktivets ramme (men hvor man altså kan spørre seg om den objektive gjerningsbeskrivelsen kan være oppfylt med ren uaktsomhet).

Dreier en derimot scenen mot MAD artikkel 1 nr. 2 bokstav a) første strekpunkt blir forholdet et annet. Her defineres "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" som markedsmanipulasjon. I denne delen av definisjonen inngår ingen subjektive elementer som del av bestemmelsen objektive side. Fra en logisk synsvinkel kan man si at MAD her går ut over den ramme tittelen "market manipulation" anviser, ettersom det ikke er nærliggende å snakke om "manipulasjon" dersom ingen har som hensikt å manipulere prisene eller forstår at prisene blir manipulert, men kun burde ha forstått at deres reelle ordre og transaksjoner bidro til å skape et feil prisbilde. Spørsmålet er imidlertid om man kan innfortolke en slik reservasjon gjennom overskriften. I den grad man gjør det, så må det eventuelt få den konsekvens at det ikke holder med uaktsomhet.

Også denne delen av definisjonen er etter Kredittilsynets utkast til lovtekst ment å bare skulle rammes i sin uaktsomme form, og ikke objektivt slik MAD krever. Ved å innføre et regime hvor de objektive handlinger ikke rammes, underimplementeres imidlertid direktivet i den grad man ikke innfortolker subjektive krav også i handlingsnormen i bokstav (a). Denne eventuelle underimplementeringen kan bøtes på ved å innføre et administrativt sanksjonsregime hvor også de objektive overtredelser rammes, som for eksempel et overtredelsesgebyr lik det børsloven anviser.

Samme problemstilling gjelder delvis for handlingsalternativet i bokstav (c), men er her noe mindre praktisk. Her stiller direktivet krav til uaktsomhet eller forsett så langt det dreier seg om spørsmålet om en informasjon var uriktig eller villedende. Derimot stilles ikke noe krav om at vedkommende forsto eller burde ha forstått at den også med sannsynlighet ville gi feil eller villedende signaler om de finansielle instrumenter.

Også i forhold til eksemplene på kursmanipulasjon i MAD artikkel 2 annet ledd er det grunn til å merke seg de mange nyanser i gjerningsbeskrivelsen. Første strekpunkt rammer den som opptrer alene eller i samarbeid med andre for å sikre ("to secure") en dominerende posisjon med den effekt å "fikse" priser eller andre urettferdige markedsforhold. Her kan man vanskelig forstå bestemmelsen annerledes enn at "sikrings- og fiksingshensikt" må til. Motsatt gjelder annet og tredje strekpunkt (med mindre man innfortolker et subjektivt element i kriteriet "taking advantage" m.m).

Oppsummeringsvis er vårt poeng at man i den videre forarbeidsprosess bør være oppmerksom på de subjektive elementer som ligger i deler av selve gjerningsbeskrivelsen i disse bestemmelsene. Ved å markere i forarbeidene at gjerningsbeskrivelsen har forrang vil man kunne unngå den uklarhet som har foreligget i gjeldende bestemmelser om kursmanipulering med hensyn til forholdet mellom gjerningsbeskrivelse med elementer av hensikt og den generelle klausul om at forsett og uaktsomhet rammes.

Vi nevner for ordens skyld at dette ikke er en motstrid som kan løses ved at man lar verdipapirhandelloven § 14-3 få forrang hva angår alle subjektive elementer. Gjør man det, så har man "overimplementert" direktivet i forhold til alle kriterier der direktivets tekst må forstås slik at den inneholder subjektive kvalifiseringer, jf ovenfor.

Løsningen er etter vårt syn heller ikke å klargjøre dette ved å innta norske presiseringer i den objektive gjerningsbeskrivelsen (for eksempel slik at et hensiktskrav tas inn i alternativ (a) annet strekpunkt eller (c)). Det beste er etter vårt syn å implementere direktivet ordrett og la domstolene løse dette, men slik at det i forarbeidene presiseres at det er implementeringsbestemmelsen og ikke det norske skyldkravet som teller i tilfelle motstrid.

6. FORBUDET MOT INNSIDEHANDEL

6.1 Indirekte erverv

I Kredittilsynets høringsnotat tolkes uttrykket "direkte eller indirekte" i MAD artikkel 2 nr. 1 slik at indirekte kjøp omfatter kjøp av aksjer i et selskap som eier finansielle instrumenter som innsideinformasjonen vedrører.

Ordlyden i det gamle innsiderdirektivet var på dette punkt identisk med MAD. Etter det gamle innsiderdirektivet var oppfatning at uttrykket "direkte eller indirekte" relaterer seg til hvorvidt gjerningspersonen handler i det aktuelle finansielle instrumentet direkte eller indirekte ved handel i derivater som har det aktuelle finansielle instrumentet som

underliggende. Det finnes ikke holdepunkter i MAD's direktivtekst eller fortale som skulle tilsa at denne forståelsen er ment endret ved vedtagelsen av MAD.

Vi mener derfor at det bør presiseres klart i forarbeidene at indirekte kjøp ikke skal omfatte kjøp av aksjer i et selskap som eier finansielle instrumenter som innsideinformasjonen vedrører.

6.2 Innsidelister

MAD artikkel 6 nr. 3 tredje ledd oppstiller krav om føring av lister over nærmere angitte personer med tilgang til innsideinformasjon.

Vedrørende innholdet i denne listen er det klart at MAD med tilhørende utfyllende bestemmelser må forstås som en minimumsforpliktelse, jf. passussen "at least" i utkast til tredje kommisjonsdirektiv.

Ifølge tredje kommisjonsdirektiv artikkel 5 nr. 2 bokstav b kreves det at listen i det minste inneholder datoen for når listen ble utformet og oppdatert. Det er ikke noe krav om at klokkeslettet for når en person fikk tilgang til innsideinformasjon må oppgis.

I høringsnotatets pkt. 5.4 foreslår Kredittilsynet at innsiderlisten også skal inneholde klokkeslettet for når en person fikk tilgang til innsideinformasjon skal oppgis.

I CESR's Consultative Paper on additional level 2 implementing measures (Consultative Paper)¹ pkt. 60 ble et lagt opp til innsiderlisten skulle ha et meget vidtrekkende omfang. Fra Consultative Paper pkt. 60 hitsettes:

"Each list should indicate at least:

- *The related matter or event,*
- *The person's function and responsibilities,*
- *When the person had access to it the first time,*
- *If and when the person had no more access to subsequent information relating to the event or matter."*

CESR's Consultative Paper – førte til en unison tilbakemelding fra de store markedsaktørene om at et slikt regime på den nærmeste ville være umulig å etterleve. Videre ble det påpekt at regelverk med et slikt omfang som CESR har foreslått vil legge bånd på langt større ressurser enn det en eventuell gevinst kunne forsvare. Som en konsekvens av den unisone tilbakemeldingen fra markedet ble CESR's Advise on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (Final Paper)² justert slik at innholdet i innsiderlisten ble mindre omfattende enn først foreslått av CESR. I CESR's Final Paper til kommisjonen ble kulepunkt en tatt ut slik at det ikke må fremgå av listen hvilken informasjon som gjør at vedkommende person kom på listen. Videre ble kulepunkt tre justert slik at det er tilstrekkelig at det fremgår av listen dato for utforming og eventuell oppdatering.

¹ CESR's Consultative Paper on additional level 2 implementing measures (Consultative paper) er CESR's høringsnotat til markedsaktørene.

² CESR's endelige råd til kommisjonen.

På disse punkt ser det for øvrig ut til at CESR's Final Paper blir fulgt opp av kommisjonen. Tilbakemelingen fra mange av jurisdiksjonene innen EU trekker etter vår oppfatning i retning av å være tilbakeholden med å pålegge mer omfattende plikter enn det CESR foreslo i Final Paper.

Antallet strafferettslige reaksjoner etter brudd på børsrettslige atferdsregler er i dag relativt lavt. Av denne grunn blir ofte relativt bagatellmessige brudd utførlig omtalt i media. Ved å innføre en regel som det er praktisk talt umulig å etterleve vil omfanget av brudd på disse reglene trolig øke, med dertil hørende medieomtale. En slik økt negativ medieomtale kan skape ett inntrykk av at slike brudd foregår i stor utstrekning, og følgelig gi et inntrykk av et marked med lav integritet, mens realiteten er at lovgiver har laget og håndhever en regel som det på det nærmeste er umulig å etterleve for den enkelte aktør i markedet. Konsekvensen ved å innføre slik regel kan altså bli at allmennhetens tillitt til verdipapirmarkedet svekkes. Vi mener derfor at klokkeslett bør tas ut av listen over informasjon som skal oppgis

6.3 Utstederselskapers informasjonsplikt

Ved å benytte definisjonen på "innsideinformasjon" som koblingsbegrep for flere av de børsrettlige atferdsreglene sikres et konsistent regelverk. Det bør imidlertid i børsforskriften § 5-2 inntas en korrekt referanse til vphl. § 2-2 der definisjonen fremgår. Man bør videre innta den reservasjon som fremgår av MAD artikkel 6 – innsideinformasjon som "direkte gjelder utstederen" ("directly concerns said issuer"). Ellers risikerer man at informasjonsplikten for et selskap på norsk børs kan oppfattes som en annen og strengere enn ellers i Europa. Også her synes med andre ord en mer bokstavnær og presis tilnærming å være på sin plass i forhold til fullharmoniseringsbestemmelser.

I Kredittilsynets utkast til endringer i børsforskriften § 5-2 heter det som følger:

"Selskapet skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som angår selskapet eller dets aksjer, herunder ikke-ubetydelige endringer i forhold som tidligere har blitt offentliggjort." (vår utheving)

I første kommisjonsdirektiv artikkel 2 nr. 3 heter det som følger:

"Any significant changes concerning already publicly disclosed inside information shall be publicly disclosed promptly after these changes occur, through the same channel as the one used for public disclosure of the original information." (vår utheving)

Valget av uttrykket "significant changes" har trolig sin bakgrunn i et ønske om å skape et konsistent regelverk, hvor uttrykket "significant" er hentet fra kjernedefinisjonen av innsideinformasjon i MAD artikkel 1 nr. 1 som taler om "...significant effect on the price...". Dette viser for så vidt hvor problematisk det kan være å operere med forskjellige standarder med hensyn til kvalifiseringskriteriet "significant". Her tror vi at høringsnotatet treffer med den kanskje beste oversettelsen, jf ovenfor. Det er imidlertid grunn til å harmonisere bruken av slike kvalifiseringer i lov og forskriftsverket, og til å bruke kvalifiseringene der direktivene anviser dem.

I høringsnotatet blir ellers de to eksemplene i første kommisjonsdirektiv på situasjoner som vil kunne legitimere utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon utførlig omtalt. Det bør etter vår oppfatning på en klarere måte presiseres at disse eksemplene ikke er uttømmende, men bare eksempler på situasjoner som vil kunne unnta utstederselskapet fra plikten til å umiddelbart informere børsen. Det er heller ikke gitt at de eksemplene som nevnes i første

kommisjonsdirektiv og som er relativt snevre, er ment å skulle danne den nedre grensen for når et utstederselskap kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon.

6.4 Analyser og investeringsanbefalinger

Analyser og investeringsanbefalinger hindres ikke av landegrenser. Det er derfor viktig at reglene på dette området i størst mulig utstrekning er like i hele i EØS området. Kredittilsynet har på dette punkt valgt en tilnærming hvor MAD og kommisjonsdirektivets tekst i stor utstrekning er tatt inn i sin helhet. For å oppnå målet om mest mulig likelydende regler i hele EØS området samt unngå faren for at viktige elementer av direktivenes innhold blir på veien er Kredittilsynets tilnærming etter vår oppfatning riktig.

Med vennlig hilsen

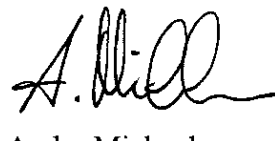
Wiersholm, Mellbye & Bech, advokatfirma AS



Knut Bergo
knut.bergo@wiersholm.no



Kjersti T. Trøbråten



Andre Michaelsen