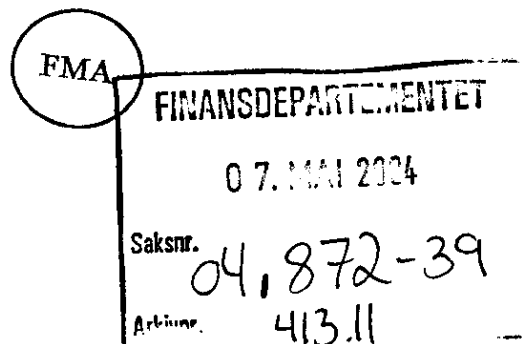


Finansdepartementet  
v/ Finansmarkedsavdelingen  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

e-post: [arkiv.postmottak@finans.dep.no](mailto:arkiv.postmottak@finans.dep.no)



Deres ref:

Vår ref: 298038

Dato: 5. mai.2004

## Høringsuttalelse - begrenset revisjon av verdipapirhandeloven m.v. - implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv

### 1 Innledning

Det vises til Finansdepartementets brev datert 3. mars 2004 vedlagt Kredittilsynets høringsnotat datert 1. mars 2004 om begrenset revisjon av verdipapirhandeloven m.v. som følge av implementeringen av EUs markedsmisbruksdirektiv.

Høringsfristen var satt til 3. mai 2004. Oslo Børs beklager at høringsuttalelsen er noen dager forsinket.

### 2 Direktivreglenes status

Det er uttalt i høringsnotatet at det må vurderes konkret hvilke av direktivets artikler som er fullharmoniseringsregler og hvilke som er minimumsregler. Børsen oppfatter høringsnotatet slik at det ikke foreligger klarhet fra EU-hold i dette spørsmålet. Det skaper imidlertid visse problemer i forhold til implementeringen av reglene og det kan ha stor betydning for hvor langt Norges forpliktelser rekker når det gjelder implementeringen av direktivet i norsk rett, samt senere tolkning basert på blant annet praksis fra øvrige medlemsland. Samtidig har vi forståelse av at det ikke er mulig å skaffe full klarhet i status til reglene.

Det er naturligvis prisverdig at Norge søker å holde seg innenfor den meget stramme tidsrammen for implementering, og børsen er enig i at Norges evne til direktivimplementering gir et inntrykk av vilje til å etterleve EØS-avtalen som styrker avtalens effekt. Etter børsens vurdering kunne det være grunn til å vurdere å se an hvilke valg som foretas i andre land og hvilke vurderinger som gjøres av reglenes status dersom førte til vesentlige forsinkelser.

Spørsmålet om fullharmonisering gjør seg særlig gjeldende for direktivets definisjoner. Spørsmålet reiser seg for eksempel i forbindelse med definisjonen av innsideinformasjon i § 2-2 første ledd hvor det ikke klart fremkommer hvorvidt bestemmelsen er fullharmoniseringsbestemmelse eller en minimumsbestemmelse. Se nedenfor under punkt 4.

I den utstrekning reglene ikke må antas å være fullharmoniseringsregler og man i Norge har frihet til å gå lengre enn minstekravet er det som foreslått ønskelig å beholde de strengere regler som man har ansett å fylle viktige hensyn i Norge. Som eksempel nevnes fristen for primærinnsidernes meldeplikt. Dog kan som nevnt nedenfor nordisk harmonisering tilsi at det i enkelte tilfelle velges lempligere løsninger dersom reguleringen samlet sett ikke fremstår som svekket.

### **3 Nordisk harmonisering**

Som Finansdepartementet er kjent med ønsker Oslo Børs sammen med de øvrige børsene i Norden som del av Norex-samarbeidet å fremme harmonisering av regler. Oslo Børs' deltagelse i Norex-samarbeidet bygger på et mål om å øke tilgjengeligheten for norske verdipapirer blant internasjonale investorer for derved skap økt omsetning, økt likviditet, reduserte kostnader og derved lavere pris på kapital for norsk næringsliv. Gjennom et handelssystem, felles handelsregler og tilretteleggelse for kryssmedlemskap er antallet medlemmer økt betydelig. Utenlandsandelen av aksjonærer i børsnoterte selskaper er ca 1/3 mens de står for ca 2/3 av handelen. For internasjonale meglerhus og investorer er regelverk en barriere og en kostnad ved å handle i små markeder. Dersom man kunne øke harmoniseringen av regelverk mellom de nordiske land, ville det vært et vesentlig bidrag til å øke konkurransekraften til det norske verdipapirmarkedet.

Som Finansdepartementet er kjent med har Norex-børsene tatt et initiativ til samarbeid for å sette harmonisering på dagsorden i de regelendringsinitiativ som tas som følge av EUs Financial Action Plan. Vi setter i den forbindelse pris på den imøtekommenhet og interesse departementet har vist, og håper dette kan lede til materielle resultater. Samtidig ser vi at den meget stramme tidsplanen for implementering av markedsmisbruksdirektivet og at høringsnotatet allerede er utsendt kan gjøre det vanskelig å få gjort vesentlige samordninger på dette området. Vi vil likevel oppfordre lovgiver om å se hen til de andre nordiske land der hvor direktivet åpner for ulike løsninger.

### **4 Innsidereglene**

#### **4.1 Utforming av innsidehandelsforbudet**

Oslo Børs viser til høringsutkastet punkt 3.4 og utkast til nye regler i verdipapirhandelloven §§ 2-2 og 2-3.

Børsen er enig i den konklusjon Kredittilsynet legger til grunn, hvoretter reglene om innsidehandel i markedsmisbruksdirektivet antas å være i overensstemmelse med gjeldende norsk rett slik vphl § 2-1 i dag tolkes.

Børsen har imidlertid visse innvendinger til utformingen av reglene. Vi viser til at noe av usikkerheten i implementeringen av reglene synes å være knyttet til et ubesvart spørsmål om direktivet er et fullharmoniseringsdirektiv eller minimumsdirektiv. Uavhengig av spørsmålet om fullharmonisering, viser børsen imidlertid til at Kredittilsynet i høringsutkastet synes å tilsikte innholdsmessig fullharmonisering på dette punkt. Dette bør presiseres med tanke på fremtidig anvendelse av reglene og den praksis som utvikles i Europa for øvrig.

Som Kredittilsynet viser til i høringsnotatet punkt 3.2.1.1 fremgår det av fortalen til første kommisjonsdirektiv at to av de essensielle elementene i definisjonen av insideinformasjon er nettopp "presise natur of that information" og "the significance og its potential effect". Begge disse ord/uttrykk er utelatt i hoveddefinisjonen av insideinformasjon i forslaget til ny vphl § 2-2.

Etter vår oppfatning bør de sentrale elementene i direktivets innsidedefinisjon kunne gjenfinnes i de norske reglene, for å oppnå den harmonisering man gir uttrykk for å ønske. Børsen forstår at det kan være en viss skepsis til for Norges del å gjeninnføre de nevnte uttrykk da lignende uttrykk ble tatt ut av lovteksten for forholdsvis kort tid siden. Målet med å ta uttrykkene ut, var å skjerpe reglene for å unngå flere uheldige utfall i domstolene.

Børsen viser til at den usikkerhet og de problemer i anvendelsen av den gamle verdipapirhandelloven § 2-1 som ble søkt fjernet ved endringen i 2001 trolig har hatt en ønsket effekt for håndhevelsen. Kostnaden med en ordlyd som vel er strengere enn regelens innhold er at det skapes usikkerhet hos regelbrukerne om det nærmere innhold i innsidehandelforbudet. Vi er derfor usikker på om det fra markedsaktørenes side ses som helt dekkende når det i høringsnotatet side 22 sies at dagens vphl § 2-1 anses som tilfredsstillende. Selv om det nærmere innhold nødvendigvis må bli til gjennom rettspraksis, er veiledning i lovtekst og forarbeider bidrag til å skape økt forutsigbarhet. Rettspraksis er imidlertid relativt begrenset. Forutsigbarhet for aktørene bidrar til å redusere kostnadene for aktørene og øker rettferdigheten i markedet ved at normenes presise innhold er tilgjengelig for alle, ikke bare gjennom bruk av kostbare rådgivere. Således er bidrag til eksemplifisering og avklaring av tolkningssspørsmål i forarbeidene et gode. Samtidig er vi opptatt av at forutsigbarheten på en hensiktsmessig måte skal avvies mot mulighetene for effektiv håndhevelse.

Børsen legger uansett til grunn at det klargjøres tilstrekkelig i forarbeider til lovendringen som følge av implementeringen av markedsmisbruksdirektivet, at endring av ordlyden ikke tilsikter endring i rettsstilstanden tilbake slik dette ble oppfattet før 2001 endringen.

Børsen mener det på lengre sikt vil være bedre å innta en ordlyd i de norske reglene som så godt som mulig gjenspeiler direktivteksten. Det vil med tiden utvikles en praksis i de øvrige medlemslandene som vil være av betydning for tolkningen av den norske regelen. Vi mener det kan by på problemer å overføre slike tolkninger og anvende den praksis som utvikles for øvrig innen EU, dersom ordlyden i den norske bestemmelsen har utelatt to så sentrale deler av direktivteksten

Når det gjelder uttrykket "significant" behøver ikke den norske oversettelsen av dette ordet være "vesentlig" etter vår oppfatning. Vel så riktig kan det være å benytte begrepet "av betydning", "merkbar" eller lignende. Tidligere erfaring knyttet til begrepet "vesentlig" og nyere erfaring der dette begrepet ble utelatt i lovteksten, tilsier at man i

hvert fall ikke bør gå lenger enn "merkbar". Det vises også til at den danske versjon av direktivet bruker "mærkbar".

Den nærmere veiledning av begrepet slik det fremkommer i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr 2 er i høringsnotatet foreslått inntatt i lovteksten. Disse nærmere forklaringene kan synes noe fremmedartet i forhold til norsk lovgivningstradisjon hvor de gjerne gjenfinnes i forarbeider. Dersom departementet finner at forordningen kan oppfylles uten å ta dette inn i lov eller forskrift, bes dette vurdert.

Et eksempel på hensiktsmessige avklaringer for å øke forutberegneligheten er hvorvidt selskapenes planer, strategier og budsjetter kan anses som innsideinformasjon. Det vises til Kredittilsynets høringsnotat om revisjon av innsidehandelforbudet av 19. januar 2000 avsnitt 7.1 hvor dette fremgår at dette normalt ikke omfattes før de materialiserer seg i konkrete beslutninger, disposisjoner eller prosesser. I den forbindelse nevnes at planer, budsjetter og strategier jo vil være kjent for primærinnsidere til enhver tid, uten at de derved alene har handleforbud.

## 5 Informasjonsplikten

Etter børsens vurdering er direktivets artikkel 6 nr 1 til 3 om børsnoterte selskapers informasjonsplikt, sammen med innsideforbudet og kursmanipulasjonsforbudet blant direktivets hovedregler. Børsen mener det hadde vært heldig, om mulig å regulere også denne hovedregelen i lov, og med eventuelle detaljer i forskrift. At denne regelen i dag fremgår av børsforskriften skyldes vel en historisk tilfeldighet. Lovregulering gir en forankring på et høyere nasjonalt nivå. Ikke minst bidrar selve lovprosessen til å lette senere tolkningsarbeid ved at forarbeidene gjennom departementets og Finanskomiteens behandling får høyere vekt og tilgjengelighet. Etter vår oppfatning har det også en viss symboleffekt at en regel fremkommer i lov.

Etter vår vurdering hadde det vært naturlig å innta informasjonsplikten i verdipapirhandelloven. Slik var det også i verdipapirhandelloven av 1985. Igjen er vi klar over at kortene på mange måter kan være lagt ved at slik regulering ikke er foreslått i høringsnotatet, og at implementeringstiden er så vidt kort. Vi vil likevel anbefale at dette så vidt mulig søkes gjort, eventuelt kan det vurderes å løftes over i lov senere.

## 6 Markedsmanipulasjon

Markedsmanipulasjonsbestemmelsen er foreslått inntatt i ny vphl § 2-8. Høringsnotatet behandler endringen i punkt i punkt 9 flg. Overtredelse av bestemmelsen om markedsmanipulasjon er straffesanksjonert.

Etter vår oppfatning inneholder direktivet og utkastet til ny vphl § 2-8 vurderingstemaer som kan ses som vanskelig å behandle strafferettslig. Utkastet til vphl § 2-8 lyder:

"Transaksjoner, handelsordre eller handlinger som gir eller vil kunne gi uriktig eller misvisende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, eller som sikrer prisen på et unormalt eller kunstig nivå, med mindre transaksjonen, handelsordren eller handlingen er i overensstemmelse med alminnelig akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet"

Det er særlig den siste understrekede delen av definisjonen som etter vår oppfatning kan bli vanskelig å vurdere i forhold til straffesanksjonering av bestemmelsen, samtidig som

det gjør den nødvendige avgrensning mot legitime handlinger. Ulempen med det forslåtte er at henvisningen til "alminnelig akseptert markedspraksis" lett kan forstås som at det som mange andre gjør er lovlig, selv om det ikke har vært formålet med bestemmelsen. Det er også en viss risiko for at domstolene legger en for lempelig vurdering til grunn. Børsen har imidlertid ikke selv funnet noe fullt godt alternativ.

## **7 Meldeplikten**

### **7.1 Tidsfrist**

Børsen anser dagens tidsfrist for å inngi melding videreføres som foreslått så sant dette anses å være i tråd med direktivet. I et marked som det norske der likviditeten i mange selskaper er så vidt lav at kurser lett flyttes, er tidsriktig informasjon om primærinnsideres handel viktig.

### **7.2 Utstedelse av aksjer i konsernselskap**

Vi stiller spørsmål ved hvilket formål det har å pålegge primærinnsiderne å melde om utstedelse av aksjer i andre konsernselskap jf ny ordlyd i lovforslaget § 3-1 første ledd første punktum.

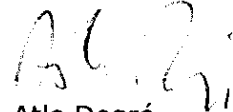
### **7.3 Liste over primærinnsidere og deres nærstående**

Vi støtter Kredittilsynets forslag som presiserer at innsidelister skal holdes løpende oppdatert. Det hadde imidlertid vært heldig om dette fremgikk uttrykkelig, f eks ved å legge inn en ny annen setning fjerde og femte ledd som kan lyde:

"Ved endringer skal ajourført liste sendes vedkommende børs eller autorisert markedsplass senest en uke etter at endringen fant sted".

Ta gjerne kontakt dersom det er spørsmål eller behov for avklaringer.

Med hilsen  
OSLO BØRS ASA



Atle Degré  
Juridisk direktør