

# Norges Fondsmeglerforbund

The Association of Norwegian Stockbroking Companies  
Stiftet 5. oktober 1915



Finansdepartementet  
Finansmarkedsavdelingen  
Postboks 8008 Dep  
0030Oslo

30. mars 2005

Deres ref: 05/472 FM HD

Ad: Høring – utkast til endringer i børsforskriften – gjennomføring av markedsmissbruksdirektiv mv.

Vi viser til brev 2. februar 2005 vedrørende ovenstående med høringsfrist 30. mars 2005.

## 1. Vedrørende utstederselskapenes informasjonsplikt

Norges Fondsmeglerforbund har ikke innvendinger til ordlyden til ny børsforskrift § 5-2, men har enkelte reservasjoner knyttet til kommentarene til bestemmelsene i Kredittilsynets høringsnotat.

Det tidlige gjeldende innsidehandelsdirektivet inneholdt så vidt vi kan se, i motsetning til Market Abuse Directive (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 har ligget 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 til i visse tilfeller å utsette offentliggjøring av selskapsinformasjon.

Etter de nye reglene i børsforskriften § 5-2 legges det imidlertid opp til at terskelen for inntreden av handleforbud samt terskelen for selskapenes løpende informasjonsplikt blir sammenfallende.

Forslaget til den nye børsforskriften § 5-2 (1) lyder:

*"Selskapet skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet, jf verdipapirhandelloven § 2-2 første til tredje ledd".*

Det fremgår i høringsutkastets 3.2.2.2 siste avsnitt at:

*"Gjennomføringen av Direktivets art. 6 nr. 1 medfører etter Kredittilsynets skjønn at terskelen for hvilke opplysninger som er informasjonspliktige, senkes noe i forhold til gjeldende § 5-2 første ledd (vår understrekning). Endringen antas likevel ikke å være stor. For så vidt gjelder kravene i dagens § 5-2 annet ledd og § 5-3, legger Kredittilsynet til grunn at tilsvarende regler vil fremkomme av børsens regelverk. Det antas dessuten at opplysningene det her er snakk om normalt vil være innsideinformasjon slik at den nye hovedregelen i § 5-2 kommer til anvendelse".*

Norges Fondsmeglerforbund påpeker at innsidedefinisjonen synes gjennomført noe strengere i Norge enn i øvrige EU-land som har implementert Market Abuse Direktivet gjennom de tolkningsuttalelser som finnes i forarbeidene. Det vises her til Ot. prp. nr 12 (2004-2005) vedrørende gjennomføringen av markedsmissbruksdirektivet mv punkt 4.5. Departementet valgte å innta direktivenes definisjoner av "presis" og "merkbar" i en definisjon av innsidehandel i en egen bestemmelse for at den norske ordlyden skulle være mest mulig i overensstemmelse med Direktivet. Imidlertid presiserer departementet uttrykkelig at en slik implementering ikke innebærer "noen materiell endring i det norske innsidehandelforbudet".

Departementet uttaler følgende:

*"Kredittilsynet har uttrykt bekymring for at en endring i innsidehandelforbudet vil kunne bli tolket som en reversering av de endringer som skjedde i 2001. Departementet vil presisere at endringene som nå foreslås i innsidehandelforbudet ikke skal tolkes på denne måten. Direktivet kan etter departementets vurdering ikke tolkes slik at det inneholder et vesentlighetskrav tilsvarende det som fantes i vphl. 2-1 frem til 2001, og gjennomføringen av direktivets ordlyd vil derfor ikke kunne innebære en reversering på dette punktet".*

Når det gjelder bakgrunnen for implementeringen av MAD uttaler Departementet følgende;

*"Etter en helhetsvurdering mener departementet at en mest mulig fullstendig gjennomføring basert på direktivets ordbruk er å foretrekke fremfor å videreføre dagens bestemmelser i den språkdrakt den nå har. Det vises til at en slik løsning vil sikre gjennomføring av de mer detaljerte reglene i det utfyllende direktivet, samtidig som den innebærer enkelte prosessøkonomiske fordeler og letter tilgjengeligheten for utenlandske investorer. Videre vil en slik løsning bidra til en større grad av klarhet for omfanget av utstederselskapenes informasjonsplikt".*

Norges Fondsmeglerforbund synes det kan være noe uheldig at departementet legger opp til at innsidehandelforbudet skal forbli uendret tiltross for at ordlyden er blitt endret. Dette kan virke forvirrende ovenfor både norske og utenlandske aktører i finansmarkedet. Hensynet bak MAD er nettopp å skape forutberegnelighet for investorer samt legge forholdene til rette for

et enhetlig europeisk finansmarked. En slik implementering som departementet legger opp til vil motvirke nettopp disse grunnleggende hensyn som er kjernen bak EU-samarbeidet. En norsk ordlyd som tilsynelatende er identisk med øvrige EU-land vil i praksis kunne bli tolket strengere enn hva som vil være tilfelle i andre EU-land.

Ettersom informasjonsplikten i børsforskriften § 5-2 (1) er direkte knyttet opp mot begrepet "innsideinformasjon" i verdipapirhandelloven § 2-2 første til tredje ledd, kan informasjonsplikten etter den nye børsforskriften § 5-2 (1) bli tolket strengere i Norge enn i øvrige EU-land som har implementert MAD.

Vi er ikke kjent med at dagens norske rettstilstand skal ha avdekket et spesielt behov for innstramming 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 tolkningen knyttet til definisjonen av innsideinformasjon vil kunne få en ytterligere skjerpende virkning i praksis.

Det vil etter Forbundets oppfatning være uheldig dersom utstederselskapenes informasjonsplikt blir skjerpet ut over det som følger av den nye EU-lovgivningen og som sådan skal gjelde i hele EU. Et annet forhold 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 blant annet 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.

## 2. Vedrørende utsatt offentlighet - utkastets punkt 3.3

Forslaget til den nye børsforskriften § 5-3 (1) lyder :

*"Selskapet kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf verdipapirhandelloven § 2-4. Ved utsatt offentliggjøring skal børsen uoppfordret og umiddelbart gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Opplysninger som nevnt i forrige punkt skal meddeles børsen skriftlig". (vår understrekning)*

Som det fremgår av forslaget sine siste setning skal opplysninger meddeles skriftlig. I mange tilfeller vil tidsmomentet tale mot at informasjonen oversendes skriftlig. Det vil i mange tilfelle være mer praktisk at denne informasjonen gis *mundtlig* av selskapet per telefon.

Norges Fondsmeglerforbund vil også bemerke at det i henhold til direktivets ordlyd ikke oppstilles noe krav til at informasjonen skal gis skriftlig. Det vises i den forbindelse til Artikkel 6 nr. 2 siste punktum;

*"Member States may require that an issuer shall without delay inform (våre understrekninger) the competent authority of the decision to delay the public disclosure of inside information".*

I høringsutkastet legges det forøvrig opp til at det er selskapet selv som vil være ansvarlig for å vurdere om vilkårene for utsatt offentlighet foreligger, og som således må dokumentere dette i ettertid. Det vises her til punkt 3.3.2, siste avsnitt; "*ansvaret for å vurdere om vilkårene for utsatt offentliggjøring er innfridd, hviler hos foretakene*". Norges Fondsmeglerforbund kan av den grunn ikke se at en muntlig informering til børsen er til hinder for at børsen i ettertid får den dokumentasjon de trenger for å vurdere om vilkårene for utsatt

offentliggjøring var tilstede. Det bes derfor om at siste setning i utkast til ny børsforskrift § 5-3 (1) sløyfes.

Med vennlig hilsen  
**NORGES FONDSMEGLERFORBUND**

Per Broch-Mathisen  
Adm. dir.

Mette Christin Eriksen  
Rådgiver