

Finansdepartementet  
Postboks 8008  
Dep 0030 Oslo

2. mai 2005

Også sendt per e-post: [postmottak@finans.dep.no](mailto:postmottak@finans.dep.no)

**INTERKRAFT CAPITAL MANAGEMENT ASA ("INTERKRAFT") –  
HØRINGSUTTALELSE VEDRØRENDE UTFYLLENDE FORSKRIFTER OM  
MARKEDSMANIPULASJON, RAPPORTERING AV MISTENKELIGE  
TRANSAKSJONER, INVESTERINGSANBEFALINGER MV. – IMPLEMENTERING  
AV EU'S MARKEDSMISBRUKSDIREKTIV MV.**

**1. Innledning og avgrensning**

1.1

Finansdepartementet sendte ved brev datert 18. mars 2005 forslag til utfyllende forskrifter til de vedtatte bestemmelser i lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 ("vphl.") om markedsmanipulasjon, rapportering av mistenkelige transaksjoner og investeringsanbefalinger på høring. Forslaget til utfyllende forskrifter er utarbeidet av Kredittilsynet og er datert 7. mars 2005.

Interkraft er ikke oppført som formell høringsinstans. Under henvisning til den virksomhet som Interkraft utøver og i relasjon til de foreslåtte utfyllende forskrifter, er det naturlig for Interkraft å inngi merknader til deler av den foreslåtte forskrift.

1.2

Interkraft er et foretak hvis virksomhet utelukkende består av aktiv forvaltning av varederivater. Interkraft yter investeringstjenester på individuell basis overfor enkelt-investorer (aktiv forvaltning) samt overfor kollektive investeringsstrukturer, som investerer i varederivater. Interkrafts virksomhet omfattes av definisjonen av aktiv forvaltning, jf. vphl. 1-2 nr. 3. Interkrafts virksomhet er imidlertid unntatt fra konsesjonsplikt i medhold av vphl. § 1-7.

Interkrafts virksomhet er pt. begrenset til handel i varederivater i det finansielle kraftmarked på Nord Pool.

### 1.3

Interkraft vil begrense sine kommentarer til å gjelde den delen av Høringsutkastet som gjelder markedsmanipulasjon (ny vphl. § 2-8) og definisjonen av innsideinformasjon som særskilt gjelder for varederivater (ny vphl. § 2-2 fjerde ledd).

### 1.4

Vi vil i punkt 2 gi våre merknader til den delen av Høringsutkastet som relaterer seg til ny vphl. § 2-8 nr 1 og 2. I punkt 3 gir vi våre merknader til den del av Høringsutkastet som relaterer seg til definisjonen av innsideinformasjon som særskilt gjelder for varederivater (ny vphl. § 2-2 fjerde ledd).

## **2. Utfyllende forskrift til ny vphl. § 2-8 nr. 1 og 2**

### 2.1 Kredittilsynets forslag til forskrift § 1-1

#### 2.1.1 Nærmere om forslaget

I forslaget til forskrift § 1-1 første ledd, punkt a) – g) og annet ledd, punkt a) – b) er det inntatt en ikke uttømmende liste over ”signaler” som vil være indikative, men ikke avgjørende ved vurderingen av om en transaksjon eller handelsordre utgjør markedsmanipulasjon i henhold til ny vphl § 2-8 nr. 1 og 2. § 1-1 første ledd, punkt a) – g) og annet ledd, punkt a) – b) i forslaget til forskrift er i hovedsak en direkte oversettelse av artikkel 4 og 5 i Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF.

Fra EUs direktiv 2003/6/EØF om markedsmissbruk (”MAD”) artikkel 1 nr. 2 utledes det tre eksempler på markedsmanipulasjon. Kredittilsynet antar i Høringsutkastet at disse eksemplene ikke bør fastsettes i forskrift. Det er i Høringsnotatet ikke gitt noen spesiell begrunnelse for dette.

#### 2.1.2 Interkrafts merknader og forslag til endring

Interkraft er enig med Kredittilsynet i at de tre eksemplene på markedsmanipulasjon som kan utledes av MAD artikkel 1 nr. 2 ikke bør fastsettes i forskrifts form. Interkraft er av den oppfatning at de tre eksempler som nevnes i Høringsutkastet på s. 7 omfattes av ordlyden i ny vphl. § 2-8 nr 1, 2 og 3. Det er derfor ikke påkrevd å fastsette eksemplene i forskrifts form, jf. EØS-avtalens artikkel 7. Videre kan en forskriftsfastsettelse av disse eksempler dreie rettsanvenderens fokus bort fra ordlyden i ny vphl. § 2-8 og således forrykke den systematikk som lovgiver har lagt opp til. I tillegg kommer at Kredittilsynet har foreslått å forskriftsfastsette de vurderingsmomenter (signaler) som fremkommer av artikkel 4 og 5 i Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF. Dersom eksemplene i MAD artikkel 1 nr. 2 også fastsettes i forskrift, vil forskriften kunne bli uoversiktlig og tungt tilgjengelig.

Interkraft slutter seg i hovedsak til Kredittilsynets forslag til forskriftens § 1-1. De vurderingsmomenter som angis, er i hovedsak en direkte oversettelse av kommisjonsdirektiv 1003/124/EF artikkel 4 og 5. Norges forpliktelse til å implementere kommisjonsdirektivet oppfylles således gjennom forslaget til forskriftens § 1-1 første ledd punkt a) – g) og annet ledd punkt a) – b), jf. EØS-avtalen artikkel 102, jf. artikkel 7.

Rent språklig mener Interkraft at forskriften bør justeres noe. Betegnelsen "signaler" er etter Interkrafts oppfatning ikke beskrivende for den opplistingen som er gjort i forskriftens § 1-1 første ledd punkt a) – g) og annet ledd punkt a) – b). Opplistingen gir slik Interkraft ser det en beskrivelse av ulike typer handler og transaksjoner som kan være "egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter" og således indikere at det foreligger markedsmanipulasjon, jf. ny vphl. § 2-8 annet ledd nr. 1 (vår understrekning). Uttrykket "signaler" er ikke dekkende som en beskrivelse av den *virkning* som de ulike handelsordre eller transaksjoner kan ha, nemlig at det foreligger markedsmanipulasjon. Som en angivelse av handelsordre og transaksjoner som kan indikere at det foreligger markedsmanipulasjon, er uttrykket "signaler" ikke like dekkende. Interkraft viser i denne sammenheng til at departementet i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 64 omtaler opplistingen i kommisjonsdirektiv artikkel 4 og 5 som "vurderingsmomenter". Dette er språklig sett en mer heldig formulering.

Uttrykket "signaler" i forskriftens § 1-1 første og annet ledd bør endres til "vurderingsmomenter".

Interkraft er klar over at begrepet "signals" er benyttet i den engelske versjonen av kommisjonsdirektivet. Interkraft er av den oppfatning at forskriften § 1-1 første ledd vil oppfylle de krav som stilles i kommisjonsdirektiv 2003/124/EØF artikkel 4, selv om forskriften endres språklig slik som foreslått ovenfor.

## 2.2 Kredittilsynets forslag til forskrift § 1-2

### 2.2.1 Nærmere om forslaget

Det følger av ny vphl. § 2-8 nr. 1 at transaksjoner og handelsordre som i utgangspunktet utgjør markedsmanipulasjon, går fri av manipulasjonsforbudet dersom den siktede godtgjør at transaksjonen var legitimt begrunnet og i overensstemmelse med adferd som Kredittilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet. Det følger av lovens forarbeider at vilkårene om legitim begrunnelse og akseptert markedspraksis er kumulative, jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 65. I vphl. § 2-8 siste ledd er departementet gitt hjemmel til å fastsette nærmere forskrift om blant annet akseptert markedspraksis.

I Høringsnotatet, på s. 9, konkluderer Kredittilsynet med følgende: "For så vidt gjelder akseptert markedspraksis forbindelse med markedsmanipulasjon, finner Kredittilsynet etter å ha konsultert bl.a. NOREX-børsene, ingen eksempler på slik praksis i det norske verdipapirmarkedet i dag." På denne bakgrunn har ikke Kredittilsynet foreslått forskriftsfastsettelse av akseptert markedspraksis. På bakgrunn av at Kredittilsynet ikke kan utelukke at det i fremtiden vil kunne

konstateres markedspraksis som gir grunnlag for Kredittilsynets aksept, er det i forskriftens § 1-2 foreslått en forskriftshjemmel som gir Kredittilsynet adgang til å fastsette forskrift om akseptert markedspraksis.

## 2.2.2 Interkrafts merknader og forslag til endring

Interkraft konstaterer at Kredittilsynet har lagt til grunn at det ikke foreligger etablert markedspraksis som det har funnet grunnlag for å forskriftsfastsette.

Fordi det ikke er mulig å forskriftsfastsette en akseptert markedspraksis, er Interkraft av den oppfatning at ordlyden i vphl. § 2-8 annet ledd nr. 1 må endres. Som det fremkommer under punkt 2.1.2 ovenfor er det et absolutt vilkår for at handelsordre eller transaksjoner som i utgangspunktet utgjør markedsmanipulasjon skal gå fri av markedsmanipulasjonsforbudet, at handelsordren eller transaksjonen er i tråd med markedspraksis som Kredittilsynet har akseptert. Så lenge Kredittilsynet ikke har identifisert markedspraksis som gir grunnlag for slik aksept, blir konsekvensen at den eller de som er siktet for markedsmanipulasjon aldri kan føre bevis for sin uskyld, slik ny vphl. § 2-8 nr. 1 legger opp til. Dette er i strid med det system som lovgiver selv har vedtatt.

Så lenge Kredittilsynet i forskrifts form ikke har fastsatt hva som er akseptert markedspraksis, bør konsekvensen etter Interkrafts oppfatning være at vilkåret om akseptert markedspraksis bare skal være et vilkår for at den eller de siktede skal gå fri fra markedsmanipulasjonsforbudet dersom Kredittilsynet faktisk har forskriftsfastsatt akseptert markedspraksis. Lovteknisk kan dette løses ved at det i ordlyden legges inn en presisering om at vilkåret om akseptert markedspraksis bare skal gjelde dersom Kredittilsynet i forskrift faktisk har fastsatt hva som er akseptert markedspraksis.

På denne bakgrunn foreslår Interkraft at følgende setning føyes til i ny vphl. § 2-8 siste ledd:

*”Vilkåret om Kredittilsynets aksept av markedspraksis i annet ledd nr. 1 gjelder bare såfremt Kredittilsynet i forskrift har fastsatt hva som skal regnes som akseptert markedspraksis.”*

Ved et slikt tillegg til ordlyden i ny vphl. § 2-8 vil det skapes en fornuftig balanse ved håndhevelsen av forbudet mot markedsmanipulasjon: Dersom det foreligger en transaksjon eller handelsordre som i utgangspunktet regnes som markedsmanipulasjon etter ny vphl. § 2-8 annet ledd nr. 1, må den eller de siktede fremdeles godtgjøre at transaksjonen eller handelsordren er legitim. Samtidig vil den eller de siktede gis en mulighet til å bevise sin uskyld, slik lovgiver har lagt opp til ved utformingen av ny vphl. § 2-8 annet ledd nr. 1. Etter Interkrafts oppfatning vil en slik løsning som her skissert ivareta de rettssikkerhetsgarantier som den eller de siktede har krav på, samtidig som effektiviteten i håndhevelsen av forbudet mot markedsmanipulasjon ikke svekkes.

### 2.2.3 Særlig om kravet til akseptert markedspraksis i ny vphl. § 2-2 fjerde ledd

I ny vphl. § 2-2 fjerde ledd er det gitt en særskilt legaldefinisjon av innsideinformasjon vedrørende varederivater. Legaldefinisjonen innebærer blant annet at innsideinformasjon om varederivater vil være *"presise opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent og som direkte eller indirekte angår ett eller flere varederivater og som deltakere på markedet der varederivatene omsettes ville forvente å motta i samsvar med det Kredittilsynet anser som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet"* (vår understrekning).

I Høringsnotatet fremholder Kredittilsynet at det heller ikke for varederivatmarkedet har identifisert markedspraksis som gir grunnlag for aksept og forskriftsfastsettelse. I forhold til ny vphl. § 2-2 fjerde ledd uttaler Kredittilsynet at *"definisjonen av innsideinformasjon for varederivater [i realiteten] må forstås slik at en uttrykkelig aksept fra Kredittilsynet av informasjonsmekanismen i det aktuelle varederivatmarkedet, som utgangspunkt ikke er påkrevd"*, jf. Høringsnotatet s. 10.

Interkraft ser det som uheldig at en lovbestemmelse som danner grunnlag for et eventuelt straffeansvar, ikke skal kunne tolkes etter sin ordlyd. På bakgrunn av dette, samt de momenter som fremkommer under punkt 2.2.2 ovenfor, foreslår Interkraft følgende endring av ny vphl. § 2-2 fjerde ledd første punktum:


*"Med innsideinformasjon om varederivater, menes presise opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent og som direkte eller indirekte angår ett eller flere varederivater og som deltakere på markedet der varederivatene omsettes ville forvente å motta i samsvar med det Kredittilsynet i forskrift eventuelt har fastsatt som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet"* (forslag til endring understreket). Gjennom en slik lovendring vil det klarere fremgå at den av Kredittilsynets aksepterte markedspraksis bare er et vilkår dersom slik markedspraksis er forskriftsfastsatt.

Med en slik endring av ordlyden vil ny vphl. § 2-2 fjerde ledd, første punktum, vil bestemmelsen på en klarere måte gi uttrykk for den forståelse som Kredittilsynet i Høringsnotatet har lagt til grunn.

### 3. Oppsummering

Det fremkommer av Høringsnotatet at Kredittilsynet ikke har identifisert markedspraksis i relasjon til ny vphl. § 2-8 annet ledd nr. 1 og ny vphl. § 2-2 fjerde ledd, som det er grunnlag for å forskriftsfastsette. På denne bakgrunn har Interkraft ovenfor foreslått å endre ordlyden i vphl. §§ 2-8 og 2-2. Interkraft er klar over at det å foreslå endring av lovteksten kan synes noe spesielt all den tid Høringsnotatet omhandler forskrifter. På bakgrunn av de forhold som er redegjort for ovenfor, er imidlertid Interkraft av den oppfatning at Kredittilsynets forslag til forskrifter har synliggjort at en endring av lovteksten er nødvendig.

Med vennlig hilsen  
Interkraft Capital Management ASA



Peter Hammerich  
Styreleder

Kopi: Kraftforvalterforeningen v/sekretariatet