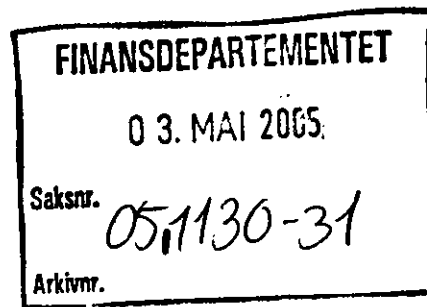


Finansdepartementet  
8008 Dep. 0030 Oslo

Att.: Finansmarkedsavdelingen



Lysaker, 02.05.2005

## HØRINGSUTTALELSE – FORSKRIFT OM MARKEDSMANIPULASJON, RAPPORTERING AV MISTENKELIGE TRANSAKSJONER, INVESTERINGSANBEFALINGER MV. – GJENNOMFØRING AV 1 MARKEDSMISBRUKSDIREKTIV MV.

### 1. Innledning

Vi viser til høringsbrev av 18. mars 2005, med vedlagt blant annet høringsnotat fra Kredittilsynet av 7. mars 2005 med forslag til forskrift under verdipapirhandeloven.

Nord Pool ASA ("Nord Pool") har enkelte kommentarer til forskriftsutkastet. Vi ønsker også å få gi uttrykk for enkelte mer prinsipielle synspunkter på regelverket om markedsmanipulasjon.

### 2. Reglene om markedsmanipulasjon

#### 2.1 Innledning

Implementeringen av Market Abuse Directive 2003/6/EC ("**MAD**") er et av 42 tiltak i den såkalte Financial Services Action Plan ("**FSAP**"), hvis hovedmålsetning er å danne et felles regelverk i Europa, for på denne måten å skape et indre marked for finansielle tjenester. De overordnede målene i FSAP må hensyntas så vel ved implementeringen av MAD som ved implementeringen av de enkelte kommisjonsdirektiv.

MAD legger opp til en implementeringsprosess med fire nivåer av tekster:

- Rammedirektivet
- Implementeringsdirektivene fra Kommisjonen
- CESRs anbefalinger til de enkelte land
- Nasjonal lovgivning i de enkelte EØS-land

Vollsveien 19 · P.O. Box 373  
NO-1326 Lysaker · Norway  
Phone: +47 67 52 80 00  
Fax: +47 67 52 80 01  
Company No: NO 965 662 952 MVA

I praksis vil det også kunne bli snakk om et femte nivå, ved at den enkelte markedsplass har egne adferdsregler for sine medlemmer, slik tilfellet er for Nord Pool ASA, som har egne "Market Conduct Rules" som er felles for den finansielle handelen ved børsen og den fysiske handelen på Nord Pool Spot. I disse reglene med tilhørende anbefalinger tar vi sikte på å gjengi de sentrale bestemmelser fra de høyere nivåer, samt gi økt veiledning gjennom eksemplifiseringer og mer objektive "kjøreregler" for vanskelige situasjoner.

Også unntaket for "akseptert markedspraksis" i rammedirektivet kan sies å introdusere et slikt femte nivå, der markedsadferd/markedsbaserte regler kan gi grunnlag for å fravike forbudsbestemmelser på de øvrige nivåer. I hvilken grad det vil bli aktuelt å be om Kredittilsynets vurdering av bestemte former for markedspraksis opp mot dette unntaket er for tidlig å si. Dette vil bl.a. avhenge av hvor omfattende rekkevidde hoveddefinisjonen av markedsmanipulasjon gis i praksis, særlig med henblikk på en objektiv, virkningsorientert tilnærming.

Vphl. § 2-8 legger opp til at implementeringen i norsk rett skal skje på to nivåer; i lov og forskrift, jf foreliggende utkast. En slik struktur har sine pedagogiske fordeler, men stiller også ekstra strenge krav til presisjon og sammenheng i tekstene. Etter vårt syn er hensynet til mest mulig språklig korrekt norsk direktivimplementering vesentlig, jf de nærmere kommentarer nedenfor. Dette er særlig viktig for Nord Pool ASA, som er en europeisk børs med aktører fra hele Europa.

## **2.2 Et virkningsorientert regime - hoveddefinisjonen i loven og eksempler i forskrift**

Kjernerdefinisjonen av markedsmanipulasjon i MAD art. 1 (2) legger opp til en i all hovedsak objektiv bedømmelse, med lite rom for vurderinger av aktørenes subjektive intensjoner med aktuelle handlemåter. Dette skyldes at man anlegger en virkningsorientert tilnærming i MAD art. 1 (2) første ledd bokstav (a) og (c), jf følgende tekst:

*"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;*

*(c) dissemination of information through the media, including the Internet, or by any other means, which gives, or is likely to give, false or misleading signals as to financial instruments, including the dissemination of rumours and false or misleading news, where the person who made the dissemination knew, or ought to have known, that the*

*information was false or misleading. In respect of journalists when they act in their professional capacity such dissemination of information is to be assessed, without prejudice to Article 11, taking into account the rules governing their profession, unless those persons derive, directly or indirectly, an advantage or profits from the dissemination of the information in question."*

I forhold til (b) legges det i utgangspunktet også opp til en objektiv bedømmelse, men slik at kriteriet "deception" antyder et subjektivt tilleggselement.

I praksis antar vi at definisjon i bokstav a) første setning vil få størst betydning. Denne er i den norske lovteksten oversatt til å omfatte "transaksjoner og handelsordre som er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter".

Lovteksten i § 2-8 kan her synes å gi en annen og strengere effektbasert vurdering enn den engelske direktivteksten, men vi noterer oss av forarbeidene at dette ikke har vært meningen, jf. Ot.prop. nr 12 (2004-2005) side 65 der det legges til grunn at den norske teksten skal svare til direktivet i innhold. Tilsvarende er rammedirektivets bokstav (a) annet strekpunkt og bokstav (b) til dels upresist gjengitt.

Et særlig spørsmål er hvor langt et rent virkningsbasert regelverk kan praktiseres uten at man må innfortolke visse subjektive elementer. Det konkrete eksempel i MAD art. 1 (1) bokstav (a) annet strekpunkt, eksemplene i (2) annet ledd, samt ikke minst signalene i "CESR level 3 – preliminary CESR guidance" kan tyde på at intensjoner dels skal tillegges betydning for vurderingen av om et forhold omfattes av gjerningsbeskrivelsen (og ikke bare i forhold til de subjektive straffbarhetsvilkår i § 14-3). Fra MAD art 1 (2) annet ledd hitsettes:

*"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,*
- the buying or selling of financial instruments at the close of the market with the effect of misleading investors acting on the basis of closing prices,*
- 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."*

Kriteriene "persons acting in collaboration, to secure" i første strekpunkt introduserer enkelte subjektive forhold, men slik at intensjonene med samarbeidet ikke behøver omfatte prisfiksering m.m. (det holder at samarbeidet går ut på å sikre en dominerende posisjon, som har den objektive effekt at man "fikserer" priser eller skaper andre urettferdige forhold). Nettopp fordi disse eksemplene dels introduserer spesifikke subjektive forhold og dels mer presise objektive rekvisitter, er det etter vår klare anbefaling at enten loven eller forskriften gjentar disse

eksempelene, fremfor å kun angi i forarbeidene at eksemplene antas omfattet av lovteksten, slik det legges opp til i Ot.prp. nr 12 og forskriftsutkastet.

Særlig hva angår eksempelet i tredje strekpunkt kan det reises alvorlig tvil om eksemplet faller utenfor kjernedefinisjonen i MAD art 1 (2) (a) til (c). Siden eksempelet er gjort til en del av direktivteksten er det klart at dette skal betraktes som markedsmanipulering etter direktivet.

Vi foreslår derfor at forskriften ikke bare implementerer kommisjonsdirektivene, men også den del av rammedirektivets definisjon som består av de tre strekpunkter med eksempler.

Hvis lovgiver ønsker å ramme denne type opptreden med straff etter norsk rett må det av hensyn til legalitetsprinsippet inntas i enten loven eller forskriften.

At hoveddefinisjonen legger opp til en objektiv bedømmelse der subjektive intensjoner tillegges begrenset betydning, stiller også store krav til rettsanvendelsen, særlig hva angår klassifiseringen av når transaksjoner eller ordre anses for å gi uriktige eller villedende signaler om etterspørsel, tilbud og prisdannelse.

I tilknytning til dette vil vi bemerke at det forhold at Kredittilsynet, Oslo Børs og CESR til nå ikke har identifisert et større behov for unntak for "akseptert markedspraksis", kan ha sammenheng med at den objektive virkningsbaserte standarden nok ikke ennå er utviklet og presisert i tilstrekkelig grad tilknytning til konkret markedsadferd i de enkelte relevante markeder. Først etter å ha identifisert markedsadferd som rent objektivt sett etter omstendighetene sannsynligvis virker villedende, kan man identifisere situasjoner der dette likevel kan være akseptabelt, gitt at aktørene kan dokumentere sine legitime grunner.

Vi vil understreke at slik kartlegging heller ikke en hovedoppgave for tilsynsorganene, men derimot bør være en primær oppgave for markeds plassene og markedsaktørene, som deretter kan foreligge spørsmålene for de relevante myndigheter til godkjenning. Vi ser frem til en konstruktiv dialog med Kredittilsynet om disse spørsmålene.

### **2.3 Implementeringen av kommisjonsdirektivene i forskriften**

Formålet med kommisjonsdirektivene er å angi ikke-uttømmende signaler eller momenter til den nærmere bedømmelse etter hovedregelen. Fra kommisjonsdirektiv 2003/124 EF hitsettes:

*"Manipulative behaviour related to false or misleading signals and to price securing*

*For the purposes of applying point 2(a) of Article 1 of Directive 2003/6/EC, and without prejudice to the examples set out in the second paragraph of point 2 thereof, Member States shall ensure that the following non-exhaustive signals, which should not necessarily be deemed in themselves to constitute market manipulation, are taken into account when transactions or orders to trade are examined by market participants and competent authorities:*

*(a) the extent to which orders to trade given or transactions undertaken represent a significant proportion of the daily volume of transactions in the relevant financial instrument on the regulated market concerned, in particular when these activities lead to a significant change in the price of the financial instrument;*

*(b) the extent to which orders to trade given or transactions undertaken by persons with a significant buying or selling position in a financial instrument lead to significant changes in the price of the financial instrument or related derivative or underlying asset admitted to trading on a regulated market;*

*(c) whether transactions undertaken lead to no change in beneficial ownership of a financial instrument admitted to trading on a regulated market;*

*(d) the extent to which orders to trade given or transactions undertaken include position reversals in a short period and represent a significant proportion of the daily volume of transactions in the relevant financial instrument on the regulated market concerned, and might be associated with significant changes in the price of a financial instrument admitted to trading on a regulated market;*

*(e) the extent to which orders to trade given or transactions undertaken are concentrated within a short time span in the trading session and lead to a price change which is subsequently reversed;*

*(f) the extent to which orders to trade given change the representation of the best bid or offer prices in a financial instrument admitted to trading on a regulated market, or more generally the representation of the order book available to market participants, and are removed before they are executed;*

*(g) the extent to which orders to trade are given or transactions are undertaken at or around a specific time when reference prices, settlement prices and valuations are calculated and lead to price changes which have an effect on such prices and valuations.*

#### **Article 5**

*Manipulative behaviours related to the employment of fictitious devices or any other form of deception or contrivance*

*For the purposes of applying point 2(b) of Article 1 of Directive 2003/6/EC, and without prejudice to the examples set out in the second paragraph of point 2 thereof, Member States shall ensure that the following non-exhaustive signals, which should not necessarily be deemed in themselves to constitute market manipulation, are taken into account when transactions or orders to trade are examined by market participants and competent authorities:*

*(a) whether orders to trade given or transactions undertaken by persons are preceded or followed by dissemination of false or misleading information by the same persons or persons linked to them;*

*(b) whether orders to trade are given or transactions are undertaken by persons before or after the same persons or persons linked to them produce or disseminate research or investment recommendations which are erroneous or biased or demonstrably influenced by material interest.*

Disse signalene angir på samme måte som kjernedefinisjonen en objektiv tilnærming, med lite rom for vektlegging av de mer subjektive elementer. Formålet synes å være å gi objektive kriterier for tilfeller der det ikke sjelden også vil foreligge subjektive intensjoner om å manipulere, men slik at dette ikke er avgjørende for anvendelsen.

Kommisjonsdirektivet er ikke til hinder for at forskriften i praksis suppleres med andre momenter, herunder med subjektive forhold, men en slik tilnærming vil ikke harmonere godt med hovedbestemmelsen i rammedirektivet og loven, der det legges vekt på den potensielle effekten for markedet og ikke på aktørenes intensjoner.

Som vi har påpekt over er det av stor viktighet for oppfyllelsen av de målsetninger som settes i FSAP at det enkelte medlemsland implementerer direktivene på en samvittighetsfull måte. Vi mener derfor det er gledelig at Kredittilsynet nå foreslår en mer ordrett implementering av kommisjonsdirektivet enn hva som var og er tilfelle for MAD. Vi har likevel noen kommentarer til forslaget til forskrift og vedlegg 3 med oversettelse av kommisjonsdirektivet:

Forslaget til forskrift § 1-1 er et forsøk på å implementere kommisjonsdirektiv 2003/124/EF art. 4 a, b, d, e, f og g. I motsetning til den norske oversettelsen begynner de nevnte signalene i direktivet med passussen *"the extent to which"*. I dette uttrykket ligger det en gradbasert dimensjon/graderingsmekanisme som er av viktighet for å få frem nyansene ved det enkelte signal: Jo mer fremtredende et moment er, jo mer skal det telle.

Graden av tilstedeværelse av den enkelte faktor blir således slik forslaget er fremlagt borte. Vi mener derfor at § 1-1 bokstav a, b, d, e, f og g bør tilføyes en graderingsrekvisitt – eksempelvis med tilføysen "i hvilken grad" det og det forhold foreligger.

## **2.4 Behov for ytterligere presisering av standarden?**

Et særlig problem ved reglene om markedsmanipulasjon, er at det legges opp til et effektbasert regime, jf ovenfor, der det sentrale er om en ordre eller transaksjon med sannsynlighet gir et villedende eller falsk eller uriktig bilde av tilbudet, etterspørselen eller prisen for et finansielt instrument.

Ser man på CESRs foreløbige veiledning ("Level 3 – preliminary CESR guidance and information on the common operation of the Directive" (CESR/04-505) møter vi derimot en utpreget subjektiv tilnærming til definisjonen av markedsmanipulasjon: I pkt 4.11 til 4.14 beskrives 17 eksempler på konkret adferd som etter omstendighetene anses som omfattet. Av disse eksemplene er det etter hva vi ser kun eventuelt eksempel pkt 4.13 bokstav e som ikke inneholder en eller flere intensjonskriterier ("with a view of", "intention to", "in order to", "designed to" og så videre). I tillegg kommer at en rekke av eksemplene inneholder spesifikke reservasjoner.

Av dette konstaterer vi at det massivt kommuniserte virkningsorienterte og tilsynelatende objektive orienterte regime kan synes å ha et mer begrenset nedslagsfelt dersom CESR's anbefalinger følges. Vi er selvsagt kjent med synspunktet om at de 17 eksemplene, i likhet med de "diagnostiske flaggene", ikke er ment å være uttømmende. Myndighetene kan således supplere med andre momenter og sanksjonere andre konkrete forhold under hovedbestemmelsene. Det reiser seg imidlertid betydelige forutberegnlighetsspørsmål knyttet til en praksis der de eksempler som kommuniseres av CESR er utpreget subjektivt orienterte samtidig som det på et overordnet nivå uttrykkes at man står foran en overgang til et objektivt virkningsorientert regime. Man risikerer at innholdet i markedsmanipuleringsregimet ikke blir

kommunisert på en korrekt måte, slik at formålet med FSAP ikke oppnås ved at aktørene i de ulike jurisdiksjoner har ulike oppfatninger vedrørende innholdet i markedsmanipuleringsregimet.

Samlet leder dette oss til den konklusjon at det også etter implementeringen av den norske forskriften og ferdigstillingen av "Level 3" anbefalingene fra CESR, vil kunne gjenstå et betydelig arbeid med presiseringer og kommunikasjon av presise normer til markedsaktørene med hensyn til hvilke handlemåter som ikke tillates i de aktuelle markeder. Vi ser frem til dialog med Kredittilsynet og Finansdepartementet om disse spørsmålene.

## 2.5 "likely to give"

I den engelske oversettelsen av MAD heter det at "transactions or orders to trade which give, or are likely to give, false or misleading signals...", betraktes som markedsmanipulering.

Uttrykket "likely to give" ble fra Kredittilsynet foreslått implementert ved uttrykket "vil kunne gi". Nord Pool ga i høringsrunden uttrykk for at passussen "likely to give" måtte forstås som et krav om sannsynlighetsovervekt. Denne oppfatningen ble ikke delt av Finansdepartementet som uttalte følgende:

*"Departementet legger til grunn at direktivet ikke innebærer at det skal kreves sannsynlighetsovervekt etter direktivet, men at det i norsk rett vil bli for strengt med en ordlyd som åpner for å ramme enhver (teoretisk) mulighet for villedende signaler. Uttrykket "egnet til" gir etter departementets syn en rimelig dekkende beskrivelse av EØS-regelen, og foreslår dette tatt inn i utkastet til ny vhl. § 2-8 annet ledd.*

Departementets forståelse på dette punkt kommer i et merkelig lys når vi sammenholder denne med Utenriksdepartementets oversettelse i St.prp. nr. 77 (2003-2004) s. 10 hvor uttrykket "likely to give" oversettes med "kan forventes å gi", noe som etter Nord Pools oppfatning vanskelig kan oppfattes som annet et enn et krav om sannsynlighetsovervekt. Denne uklarheten på et så sentralt punkt er etter Nord Pool syn meget uheldig og bør så raskt som mulig avklares.

## 3. Rapport ved mistanke om innsidehandel og markedsmanipulasjon

Etter vårt syn bør rapporteringsplikten begrenses til kredittinstitusjoner og verdipapirforetak, gjennom en anvendelse av forskriftshjemmelen i vphl. § 2-11. Dette vil etter vårt syn på en egnet måte ivareta de hensyn Finansdepartementet peker på oi Ot.prp. nr 12 side 90 flg., og gi grunnlag for at man først høster erfaring med rapporteringsomfanget fra de profesjonelle tilretteleggere. Dette gjelder særlig siden rammedirektivet neppe hjemler rapporteringsplikt for andre enn de som tilrettelegger transaksjoner ("arranging deals"), hvilket jo er en konsesjonspliktig tjeneste forbeholdt de nevnte institusjoner.

Vi legger til grunn at børser og andre markedsplasser som organiserer handel uansett ikke vil omfattes av § 2-11 og forskriftens kapittel 2.

## 4. Investeringsanbefalinger

Nord Pool ASA har ikke foretatt en full analyse av forslaget til bestemmelser om investeringsanbefalinger. Vi tolker imidlertid utkastet § 3-1 slik at det kun fastsettes regler for analyser m.m. som skal distribueres til et større antall personer (offentlige analyser), mens § 2-10 annet ledd hjemler forskrifter med større nedslagsfelt. Vi støtter forslaget om at regelverket

foreløpig begrenses til de offentlige analyser. Generelt er vår oppfatning at behandlingen av investeringsanbefalinger bør begrenses til en implementering av minstekravene etter MAD, siden investeringsanbefalinger jo blir gjenstand for mer omfattende regulering i regi av MiFID.

Vennlig hilsen  
for **Nord Pool ASA**

  
Erik Thrane