

Norges Fondsmeglerforbund

Norwegian Securities Dealers Association
Stiftet 5. oktober 1915



Finansdepartementet
Finansmarkedsavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030Oslo

FINANSDEPARTEMENTET

0 3. MAI 2005.

Saksnr. 1

Arkivnr.

2. mai 2005

Deres ref: 05/1130 FM HD

Ad: Høring – Forskrift om markedsmanipulasjon, rapportering av mistenkelige transaksjoner, investeringsanbefalinger mv.- gjennomføring av EU's markedsmisbruksdirektiv mv.

Det vises til høringsbrev av 18. mars 2005 samt Kredittilsynets høringsnotat datert 7. mars 2005 med høringsfrist 2. mai 2005. Vi vil i høringsuttalelsen i hovedsak kommentere forslaget kapittel 3 om investeringsanbefalinger i tillegg til enkelte kommentarer til kapittel 1 om markedsmanipulasjon.

Når det gjelder forskriftens kapittel 3 om investeringsanbefalinger vil vi først gi noen generelle merknader og for deretter å kommentere de ulike paragrafene noe mer inngående. Vi har sett hen til den danske forskriften (125 af 28/02/2005) som er vedtatt av Finanstilsynet i forbindelse med implementeringen av markedsmisbruksdirektiv i Danmark. Vi har også sett hen til utkast til den svenske forskriften om samme tema; "*Finansinspektionens föreskrifter om investeringsrekommendationer og handteringen av interessekonflikter*". På flere områder mener vi at den danske forskriften og det svenske utkastet har bedre struktur enn det norske forslaget. Vi mener også at den danske forskriften og det svenske utkastet språklig sett er mer i samsvar med EU-direktivet sammenlignet med det norske utkastet. Dette vil bli påpekt nærmere i forbindelse med kommentarene til de enkelte bestemmelsene. Vi ber departementet overveie å benytte samme struktur som den danske og svenske forskriften. For eksempel ville det vært en fordel om det fantes en bestemmelse om hvilke paragrafer som gjelder generelt for alle som er omfattet av forskriften og hva som gjelder spesielt når verdipapirforetak og kredittinstitusjoner gir investoranbefalinger. Det er videre laget en egen bestemmelse om de tilfeller investoranbefalinger gis muntlig og for anbefalinger av "begrenset omfang". En slik oppbygging av forskriften virker mer hensiktsmessig, da man unngår at den samme bestemmelsen gjentas i hver enkelt paragraf, slik som er tilfelle i den norske forskriften.

KONGENSGATE 2 • POSTBOKS 292 SENTRUM • 0103 OSLO
TELEFON: (+47) 22 00 74 10 • TELEFAKS: (+47) 22 00 74 19
E-MAIL: nfmf@nfmf.no • WEB SIDE: WWW.NEMF.NO
Organisasjonsnummer NO 938 110 840

Når det gjelder markedsmanipulasjon er vår hovedinnvendig at det ikke bør tas med eksempler på mulig markedsmanipulasjon i forskrifter, se pkt 4.

1 Utgangspunkt vedrørende investeringsanbefalinger

Vi vil sterkt fremheve betydningen av at det norske regelverket som gjelder investeringsanbefalinger utformes i samsvar med direktivteksten og at det ses hen til implementeringen i våre naboland (inkl England). Grunnen til dette er flere:

Grunntanken bak lovgivningsprosessen i EU er at det i alle EU/EØS-stater skal være like bestemmelser, de skal tolkes likt og myndighetene skal praktisere dem likt. Det er av stor betydning at analyser/anbefalinger kan anvendes i flere land (markeder) og at aktørene, dvs utgiver og investor kan legge til grunn at analyser/anbefalinger presumptivt er utformet i samsvar med det felles regelverket som gjelder innen EU/EØS (uavhengig av i hvilket land utgiver er hjemmehørende).

Flere av verdipapirforetakene i Norge har konserntilhørighet med verdipapirforetak som opererer i flere nordiske land samt øvrige land. For disse verdipapirforetakene er det selvsagt av stor betydning at de kan implementere et felles regelverk for utforming av sine analyser/anbefalinger som gjelder hele konsernet, da disse analysene/anbefalingene i stor grad retter seg mot investorer i alle markeder. Det er etter hvert blitt ganske vanlig at analyser/anbefalinger som er utformet i ett av konsernets verdipapirforetak "vaskes" i en sentral compliance-avdeling som påser at offentlig regelverk og konsernets egne standarder er oppfylt. Da blir det temmelig upraktisk hvis norske regler avviker fra standardisert internasjonalt regelverk og internt fastsatte standarder.

Som vi vil komme tilbake til nedenfor, vil utkastet til forskrifter på noen punkter være vanskelig praktikable for de store pan-nordiske verdipapirforetakene og det blir galt hvis konsekvensene blir at ansvaret for analysene/anbefalingene legges i morselskap/søsterselskap i eksempelvis Stockholm eller London for å slippe unna vanskelig praktikable norske krav.

Videre er det vesentlig at analysene/anbefalingene ikke "spekkes med" disclaimer'e som inneholder opplysninger av mindre interesse for bedømmelse av analysens/anbefalingens objektivitet, hvilket er formålet med opplysningskravene. Det vil fort lede til at investorer mister interessen for å lese slike disclaimer'e med den følge at opplysninger som presumptivt burde være av interesse ikke kommer til investorenes kunnskap. Det er også en fare for at interessante opplysninger forsvinner i mengden av betydningsløse opplysninger. Vi mener at oversettelsen av en del begreper i kommisjonsdirektivet kan lede til at norske verdipapirforetak blir tvunget til å gi mye irrelevant informasjon, dersom departementet ikke justere forskriftene slik at de blir i tråd med direktivet.

Tilslutt vil vi påpeke at forskriften gjelder finansielle instrumenter generelt og ikke bare aksjer. Med andre ord vil kapitel 3 om investeringsanbefalinger også komme til anvendelse på f. eks kredittanalyser. Dette må Kredittilsynet ha for øye når de fraviker direktivteksten slik som nevnt ovenfor. Det må da ses hen til at hensynene bak opplysningsplikten i aksjeanalyser er andre enn de som gjelder for kredittanalyser. Derfor må ikke de generelle opplysningskravene bli for omfattende.

2 Generelt om begrepsbruken - forskriftens kapittel 3

Norges Fondsmeglerforbund mener at en del sentrale begreper i kommisjonsdirektivet er upresist oversatt eller brukt på en måte som svekker rettsenheten på europeisk nivå samt gir den effekt at de norske reglene om opplysningskrav blir unødvendig omfattende.

Direktivets begrep "*investment banking services*" og "*investment banking transaksjon*" er oversatt med "*investeringstjenester*" – og av og til med tillegg av "*tilknyttede tjenester*" jf forskriftsutkastet §§ 3-6 (f), 3-6 tredje og fjerde ledd. Vi mener en slik oversettelse er feil. Begrepet "*investment banking – services*" vil kun omfatte såkalte "*corporate-tjenester*" i medhold av vphl § 1-2 nr 4. Den danske forskriften benytter begrepet "*investeringsbanktjeneste eller investeringsbanktransaksjoner*", som vi mener er mer i samsvar med direktivets ordlyd. I den offisielle norske oversettelsen av direktivet benyttes samme begreper som i den danske forskriften.

Gjennom den begrepsbruken som er valgt i utkastet, blir de norske opplysningskravene atskillig videre enn det som er forutsatt i direktivet og som implementeres i våre naboland, eksempelvis Danmark. I den forbindelse må det også ses hen til at utformingen av kommisjonsdirektivet har sitt utgangspunkt i at det kan være en iboende interessekonflikt internt i et verdipapirforetak som driver både analysevirksomhet og corporatevirksomhet. Mens analyseavdelinger først og fremst skal tjene investorenes interesser, skal corporateavdelingen først og fremst tjene utstederens interesser. Derfor er det av interesse for lesere av analyser/anbefalinger om verdipapirforetaket har eller har hatt corporateoppdrag for utsteder i motsetning til om verdipapirforetaket har utført for eksempel alminnelige meglingstjenester for utsteder. Opplysning om det sistnevnte følger av ordlyden, men det vil antagelig bryte med verdipapirforetakets taushetsplikt å gi slik opplysning.

Videre kan det synes som om begrepsbruken visse steder i forskriften er noe tilfeldig. For eksempel brukes "*relevant person*" enkelte steder om analytiker og foretak som produserer/distribuerer anbefalinger, mens man i andre tilfeller kun benytter begrepet "*personen*". Det er uklart hvorvidt dette er bevisst. I § 3-5, tredje ledd benyttes f. eks begrepet "*relevante personer*" om foretak og foretaks nærstående. I § 3-6 benyttes "*person*" om både foretak, person og nærstående.

Begrepet "*related legal person*" i kommisjonsdirektivet (2003/125/EC) er gjennomgående oversatt med "*nærstående*", jf §§ 3-5 og 3-6. Gitt definisjonen av nærstående i vphl § 1-4 er det vesentlige forskjeller mellom direktivet og den foreslåtte regulering. I § 3-6 opererer man med "*personen*", som viser tilbake på bla verdipapirforetaket, og dennes nærstående, som i praksis kun vil være juridiske personer og ikke fysiske. Av den grunn kan ikke samtlige alternativ i vphl § 1-4 omfattes av begrepet "*nærstående*" i tilknytning til forskriftens kapittel 3. Vphl § 1-4 nr 1 og 2 relaterer seg til fysiske personer og således vil kun nr 3 og 4 være aktuelle i relasjon til forskriftens kapittel 3. Det kan være fornuftig å definere begrepet "*nærstående*" innledningsvis i § 3-1 for å klargjøre hvem som omfattes av ordlyden. Den dansk oversettelsen i direktivet benytter "*dermed forbundne juridiske personer*" - som indikerer en konserntilhørighet. Den danske forskriften benytter begrepet "*nærstående juridisk person*". I den danske forskriften er "*nærstående juridisk person*" definert innledningsvis som "*en juridisk person, som er konsernforbunden med en juridisk person.*" Det må derfor være forsvarlig å definere nærstående til de som inngår i vphl §1-4 nr. 3 og 4.

Høringsutkastet opererer gjennomgående med kvalifiseringen "*ikke-ubetydelig*", "*ikke-vesentlig*" og "*ikke-vesentlig*" - se §§ 3-5 til 3-7. Vi mener disse begrepene verken

harmonerer med den engelske teksten ("significant") eller den danske oversettelsen ("betydelig") og heller ikke med den endelige forståelsen av "significant" i innsidebestemmelsen. Man må anta at direktivets forskjellige valg er bevisste. Norsk språk er ikke så fattig at man må nøye seg med prefiks som "ikke-" eller "ikke-u.". Det er vanskelig å forstå om man mener annet enn "vesentlig", "merkbar", "betydelig" osv. Her må poenget være å gi tydelige signaler til markedsaktører uten særskilte forutsetninger i "ikke-jussen" uten å måtte tenke i finslepne grenser. Vi mener at man gjennomgående må bruke "betydelig", ellers kan opplysningsplikten bli for omfattende.

Fortalen til kommisjonsdirektivet 2003/125/EF pkt. 3 er ikke inntatt i den oversettelse som er vedlagt høringsnotatet til Kredittilsynet. Her er det imidlertid presisert at regelverket knyttet til utforming og analyser og investeringsanbefalinger ikke er ment å omfatte muntlige investeringsanbefalinger som gis av meglere overfor kunder. En slik vesentlig presisering er ikke inntatt i lovens § 2-10, og det er heller ikke kommentert direkte i Ot.prp. nr 12 (2004-2005). Forskriftsutkastet avgrensner heller ikke mot disse situasjonene. Det foreslåtte regelverk vil være fullstendig upraktisk i forhold til meglers investeringsanbefalinger på en til en basis. Det er derfor påkrevd at det presiseres at regelverket kun er ment å omfatte analytikernes virksomhet, eventuelt at alminnelig meglervirksomhet er unntatt fra kravene. Det vises i denne forbindelse til den danske forskriftstekstens § 1, annet ledd der følgende fremkommer:

"Denne bekentgørelse finder ikke anvendelse på investeringsrådgivning, der gives i form af personlige anbefalinger til en kunde med hensyn til en eller flere transaktioner vedrørende værdipapirer, og som sandsynligvis ikke vil blive offentliggjort."

Det samme er uttalt i den svenske forskriften § 3 der det står:

"Individuell rådgivning till kunder och rekommendationer till endast institutionella kunder som inte avses att bli tillgängliga för ett större antal personer faller utanför föreskrifternas tillämpningsområde".

3 Nærmere om de enkelte bestemmelser i forskriftens kapittel 3

1. § 3-1

- I første ledd benyttes "investeringsstrategi i forbindelse med finansielle instrumenter", som er lite klargjørende. Kommisjonsdirektivet benytter begrepet "concerning one or several" i art. 1 nr.3, som er noe helt annet. Det er ikke strategier "i forbindelse med" – noe som indikerer noe svært generelt og dermed også kan omfatte mer generell finansiell planlegging. Det som skal omfattes er "anbefalinger som gjelder et eller flere instrumenter" som forøvrig er i tråd med den danske forskriften.
- Videre ser vi behov for å komme med noen merknader til definisjonen av "investeringsanbefaling" i første ledd sammenholdt med definisjonen av "distribusjonskanal" i fjerde ledd. Det er viktig og særdeles praktisk å vurdere kapittel 3 om investeringsanbefalinger opp mot forholdet til muntlige presentasjoner som blir gitt mot en bestemt

krets av investorer. Den muntlige presentasjonen, som vanligvis støttes av en powerpoint presentasjon og som foreligger i papirformat til investorene, vil verken før møtet eller senere bli distribuert via e-mail eller via internett. Slike presentasjoner vil kanskje ikke gi uttrykk for en direkte anbefaling, men vil indirekte måtte anses som anbefalinger av investeringsstrategi i henhold til forskriften. Således vil presentasjonen i seg selv etter vårt syn falle inn under definisjonen i vphl § 2-10 og forskriftens § 3-1.

Spørsmålet blir imidlertid om man her kan snakke om at presentasjonen som er ment for offentligheten eller at den "distribueres" på en slik måte at det er sannsynlig at den blir kjent for ett "stort antall personer" jfr forskriftens § 3-1 først ledd jfr fjerde ledd.

Etter vår oppfatning vil slike presentasjoner ikke kunne sies å være ment for offentligheten og man kan heller ikke si at det er ment eller kan bli distribuert til et større antall personer. Ved slike presentasjoner vil det som oftest ikke bli invitert mer enn 10 til 20 personer, og dette kan etter vårt syn ikke anses som et "stort antall personer", jf § 3-1 fjerde ledd. Denne type muntlige presentasjoner må etter vår oppfatning falle utenfor kapittel 3, og det er i den forbindelse behov for en avklaring /presisering på dette punkt.

- Annet ledd litra a) er upresis, jfr at det står "Opplysninger utarbeidet av en uavhengig analytiker". Opplysninger kan vanskelig utarbeides. Her foreslås følgende formulering; "samling og bearbeidelse av opplysninger og informasjon". Tilsvarende gjelder § 3-1 annet ledd litra b). For øvrig må første setning i annet ledd rettes slik at det står en henvisning til første ledd og ikke annet ledd slik som nå.

Det kan videre være fornuftig i annet ledd å klargjøre at definisjonen også omfatter muntlige investeringsanbefalinger, jf den danske forskriften § 2 nr. 3.

- I fjerde ledd foreslås en annen definisjon av begrepet "distribusjonskanal". Det vises her også til den danske og svenske forskriften som etter vårt syn er mer treffende samt definisjonen i direktivet artikkel 1 nr. 7. Istedendfor nåværende ordlyd foreslås følgende ordlyd;
 - *"Med distribusjonskanal menes en kanal hvor opplysningene blir gjort offentlig tilgjengelig eller sannsynligvis vil bli offentlig tilgjengelig, ved at opplysningene gjøres tilgjengelig for et stort antall personer".*
- Når det gjelder forståelsen av begrepet "stort antall personer" viser jeg til våre kommentarer ovenfor.
- Det bør vurderes å innføre en definisjon av begrepet "nærstående" for å klargjøre begrepet nærmere. Det vises her til merknadene ovenfor.

2. § 3-2

- I første ledd bør det fremgå at det er en plikt til å opplyse om "yrkestittel", jfr direktivets ordlyd.
- Siste ledd i denne paragrafen er i den norske forskriftsteksten gjentatt i hver enkelt bestemmelses siste ledd, jfr § 3-2 til og med § 3-6, noe som etter vårt syn er unødig tungvint. Disse foreslås strøket og isteden erstattes med en bestemmelse om forskriftens anvendelse på muntlige anbefalinger generelt, tilsvarende den danske forskriftens § 12 og den svenske forskriftens § 5.

3. § 3-3:

- I første ledd bokstav d) benytter den norske forskriften terminologien "*rimelig og forsvarlig*". Direktivets benytter "*reasonable*" i artikkel 3 nr 3. Vi mener at begrepet "rimelig" ikke passer i relasjon til investeringsanbefalinger. Imidlertid er "forsvarlig" et bedre uttrykk som alene oppfyller direktivets ordlyd.
- Siste ledd er unødig, jf punkt 2 ovenfor.

4. § 3-4

- I første ledd bokstav a har man brukt begrepet "*viktige kilder*". Direktivtekstens artikkel 4 nr 1 a) bruker "*substantially material sources*". Dette er i den danske forskriften oversatt til vesentlig kilder, jfr dens § 7 nr 1 og er mer dekkende etter vårt syn. Se også den svenske forskriften § 4. Istedenfor bør det stå: "*Alle vesentlige kilder, herunder den relevante utsteder, samt om anbefalingen er blitt forelagt utsteder og om den ble endret som følge av dette før offentliggjøring*".
- I første ledd bokstav d kan det spørres hva som menes med en "analyse av relevante forutsetninger". Det samme gjelder til dels formuleringen "risikoer knyttet til anbefalingen". Etter vår oppfatning er den danske ordlyden i forskriftens § 7 nr 5 bedre på dette punkt; "*en hensigtsmæssig advarsel om risikoen ved den anbefalede investering, herunder en følsomhedsanalyse af de relevante forudsætninger*".
- I første ledd bokstav f operer utkastet med begrepet "*utarbeidelse og spredning*" av anbefalingen. En slik gjengivelse blir noe upresis jf direktivets art 4 nr 1 (e) hvor uttrykket "*was first released for distribution*", er brukt. Den danske oversettelsen bruker etter vår mening en mer riktig gjengivelse av ordlyden, "*anbefalingen første gang ble frigivet til distribution*". Videre i bokstav f har man brukt "pris", mens kurs etter vår oppfatning er mer treffende.
- Siste ledd er unødig, jf punkt 2 ovenfor.

5. § 3-5

- I første ledd i.f brukes uttrykket; "*kan forventes å påvirke*", som er noe annet enn den engelske versjonen "may reasonably be expected to impair..". i art. 5 nr.1. Danskene oversetter dette med "forventes at skade". "Impair" betyr å svekke. Det er nok ikke riktig å si at dette blir det samme som å forvente å "*påvirke* en anbefalings objektivitet".
- I annet ledd innføres "*ikke-ubetydelig*" - som oversettelse av "*significant*" i art. 5 nr.1. Den danske oversettelsen benytter begrepet "*betydelig*". En slik ulik implementering av direktivets ordlyd vanskelig for markedsaktørene og forholde seg til. Det vil videre være vanskelig å lage interne standarder som skal gjelde i flere europeiske land. Her kan det være behov for å samordne de begrepene som benyttes i og med at begrepene ikke innebærer noen særlig materiell forskjell.
- Tredje ledd er språklig sett vanskelig tilgjengelig. Den danske teksten er mer forståelig, jfr. § 5 stk. 2 og stk. 3.
- I tredje ledd (a) og (b) møter vi begrepet "*nærstående*", som må klargjøres nærmere jfr merknadene ovenfor i punkt 2 og direktivet art 5 nr 2 (a) og (b). Det kan som sagt være behov for at begrepet defineres innledningsvis.
- I fjerde ledd omhandles anbefaling som "*er begrenset i omfang*". Hva som menes med dette er uklart, jfr direktivets art 5 nr 3. Det gjøres unntak vedrørende synliggjøring av visse typer informasjon for investeringsanbefalinger som er av "*begrenset omfang*." For denne type anbefalinger er det tilstrekkelig at det skjer en tydelig henvisning til hvor opplysningene er å finne (eksempelvis nettsted) forutsatt at opplysningene er lett tilgjengelig. Den engelske versjonen bruker uttrykket; "*Where such disclosures would be disproportionate in relation to the length of the recommendation distributed...*" I den danske versjonen heter det; *ikke står i rimeligt forhold til anbefalingens længde...*. Vi mener at den norske oversettelsen på dette punkt er noe uklar, hvilket gjør at det vanskelig å forstå hva som ligger i anbefalinger av "*begrenset omfang*". Vi mener den danske forskriften har valgt en ordlyd som er mer klargjørende og for så vidt mer i samsvar med direktivets ordlyd.
- Siste ledd er unødig, jf punkt 2 ovenfor.
- Det bør også inntas en presisering i siste ledd i denne bestemmelsen at regelen ikke medfører noe plikt til å bryte effektive informasjonsbarrierer ("Chinese walls") jfr. den danske forskriftsteksten § 5 fjerde ledd på dette punkt.

6. § 3-6

- Første ledd:

- Her omhandler man "*foretak i samme konsern*" - som synonymt med "*related legal person*", jf direktivets art 6 nr 1. I utkast til forskrift § 3-6 litra a-g benyttes den samme terminologien; "*related legal person*"; men her oversettes begrepet til "nærstående". Dette fremstår som forvirrende og en unøyaktig oversettelse av direktivets ordlyd. Her er det behov for å klargjøre nærmere hvordan man ønsker å oversette "*related legal person*" i den norske forskriften og således bruke begrepet konsekvent gjennom hele forskriften. Når det gjelder hva som er en mest riktig oversettelse av begrepet "*related legal person*" vises her til våre kommentarer innledningsvis.
- De kvalifiserende grenser som direktivet operer med i pkt a) er ikke tatt med i forskriftsteksten. Direktivet åpner riktignok for lavere grenser enn dette, men konsekvensene av at det ikke fastsettes grenser bør tenkes nøye gjennom. Problemstillingen er først og fremst knyttet til at konserner hvor verdipapirforetak inngår kan drive mangeartet virksomhet. Det kan i den forbindelse være vanskelig for verdipapirforetaket å ha oversikt over ethvert eierskap i utsteder som selskaper innen samme konsern har til enhver tid. Små poster som andre selskaper innen konsernet har i utstederen analysen gjelder, er dessuten lite relevant for investorers oppfatning av analysens objektivitet. Vi mener derfor at direktivets bestemmelse bør gjennomføres slik teksten lyder i den danske forskriften § 8 nr 1) og 2). Tilsvarende kan verdipapirforetak være børsnoterte selskaper (banker) og utsteders eierposisjon kan variere fra dag til dag. I enkelte situasjoner kan det være umulig for verdipapirforetaket å vite utsteders eierposisjon, f. eks fordi det kan være et utenlandsk selskap som eier aksjer i en norsk bank, og som er registrert via en forvalter (inntil flaggegrensen på 5 % nås).
- Det er heller ikke presisert hvorvidt det skal opplyses om verdipapirforetaks beholdning av aksjer som ledd i den alminnelige kapitalforvaltning, som ledd i investeringstjenestevirksomheten eller begge deler. Det er etter vårt syn uheldig ikke å avgrense opplysningsplikten til kun å omfatte aksjer som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning. Foretakenes beholdning som ledd i investeringstjenestevirksomheten er kundegenererte beholdninger og gir således ikke utrykk for foretakets egen eierinteresse i den aktuelle utsteder. Videre varierer denne type beholdninger kontinuerlig gjennom dagen. Det følger dessuten av punkt d) at det skal opplyses om verdipapirforetaket er market-maker eller likviditetsgarantist, hvilket er egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomheten.
- I bokstav c) benyttes begrepet "*ikke-uvesentlig*", og viser her til merknadene ovenfor punkt 2, jf direktivets "*significant*" (eng) og "*betydelig*" (danske)

- Bokstav e) bør omformuleres, da oversettelsen er direkte feil. Direktivet benytter følgende ordlyd "has been lead manager or co-lead manager over the past 12 months". Den danske forskriften benytter en tilsvarende ordlyd. Imidlertid benytter det norske utkastet "tilrettelegger eller hatt lignende oppdrag i forbindelse med finansielle instrumenter utstedt av det aktuelle utstederforetaket". Denne ordlyden utvider i stor grad opplysningsplikten og det er vel ingen grunn til at de norske reglene skal være strengere enn direktivets ordlyd og den danske forskriften forøvrig. Vi foreslår følgende formulering; " *hvis aktuelt, at personen eller dens nærstående har vært tilrettelegger eller medtilrettelegger i forbindelse med et offentlig tilbud av utstederens verdipapirer*".
- Bokstav f) bør også omformuleres, da den norske oversettelsen av "investment banking services" er feil. Etter vår oppfatning kan det ikke være grunn for at de norske reglene skal være strengere enn direktivets ordlyd samt våre nærmeste naboland forøvrig. Vi viser i den forbindelse til våre kommentarer innledningsvis.
- Annet ledd:
 - Direktivets "in general terms" er i den norske forskriften oversatt med "på generelt grunnlag opplyses". Den danske forskriften oversetter uttrykket med "generelle opplysninger", som språklig sett er bedre.
- Tredje ledd:
 - I siste setning må det tilføyes et "eventuelle erverv". Se ellers her "investeringstjenester eller tilknyttede tjenester" - som er noe annet enn "tied to investment banking transactions" i art 6 nr 3. Her må man bruke begrepet corporate-transaksjon, som er det som interessant å få frem.
 - Forskriften benytter begrepet "lønns- eller bonusordninger". Det er vanskelig å tenke seg at juridiske personer kan omfattes av dette begrepet. Uttrykket "vederlag" bør være bedre.
- Fjerde ledd:
 - "Ikke-ubetydelige investeringstjenester eller tilknyttede tjenester" er noe annet enn "material investment banking services", jfr art 6 nr 4 i.f. Her er det vel snakk om vesentlig betydning.
- Femte ledd er uklar og antagelig uriktig, jfr ovenfor kommentarene til § 3-5.
- Siste ledd er unødig, jf punkt 2 ovenfor.

- I § 3-6 bør det videre inntas et siste ledd der det presises at kravene ikke innebærer noen plikt til å bryte effektive informasjonsbarrierer ("chinese walls") der slike er etablert av en juridisk person for å unngå interessekonflikter mellom virksomhetens avdelinger jfr. den danske forskriften § 8 annet ledd.

7. § 3-7

- I første ledd benyttes begrepet "*spre*", jfr "*disseminate*" (eng) og "*utbreder*"(danske). Begrepet "*publisere*" kan kanskje være mer klargjørende. Den danske oversettelsen er nok langt bedre på dette punkt.
- Videre kan det i første ledd være grunn til å tilføye "*på eget ansvar*" for at den norske ordlyden skal bli mer i samsvar med direktivet. Dette er også i samsvar med den danske forskriften.
- I annet ledd er "*substantially*" oversatt med "*ikke-uvesentlig*". I den danske versjonen benyttes "*vesentlig*", som vel er en noe mer korrekt oversettelse.

8. § 3-8

- I høringsutkastet er det medtatt "*foretak i samme konsern*". Dette følger ikke av direktivets art 9 og heller ikke av den danske forskriften § 16. Dette innebærer at de norske reglene på dette punkt har et videre omfang enn hva direktivet tar sikte på. Vi mener dette er uheldig og strider mot den grunnleggende tanken i EU om regelharmonisering.

4 Markedsmanipulasjon - forskriftens kapittel 1

Det er etter vår oppfatning høyst tvilsomt om det er nødvendig og hensiktsmessig med en implementering av eksemplene i første kommisjonsdirektiv i en egen forskrift. Vi mener lister over mulig manipulasjon ikke er egnet for lov eller forskrifter, men mer kan tjene som veiledning under behandling av konkrete saker.

Når det gjelder den nærmere definisjon av hva som er å anse som manipulasjon er det viktig å være klar over at en del av de eksempler som nevnes i første kommisjonsdirektiv (og som foreslås tatt inn som eksempler i forskriften) kan være helt ordinære i enkelte markeder, da vurderingen av den eventuelt manipulative effekt mv vil avhenge av handelsteknikker, tradisjoner, likviditet, gjennomlysning mv. For eksempel kan tilfeller som nevnt i utkastets bokstav a) og b) være temmelig normalt i mindre likvide deler markeder. Vi mener det vil stride mot alminnelige sunn fornuft å utforme regler som fastslår at slik atferd kan være markedsmanipulasjon (selv om det selvsagt kan være tilfelle). Ved en slik eksemplifisering risikerer man faktisk å snu bevisbyrden, samtidig som man karakteriserer normalsituasjoner som mistenkelige. Dette vil ikke være særlig bra.

Når det gjelder forpliktelsen til å implementere eksemplene fra kommisjonsdirektivet, vil vi vise til innledningen i art 4 hvor det heter at:

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:

Av dette følger det temmelig klart at det ikke foreligger noen plikt til å innta dette i lovs eller forskrifts form. Medlemslandenes plikt er knyttet til å sikre at de gitte, ikke uttømmende, eksemplene blir tatt i betraktning av markedsaktører og tilsynsmyndigheter når man skal vurdere enkeltransaksjoner eller ordre, f eks i forhold til rapporteringsplikter.

Det følger av det ovenstående at vi mener § 1-1 i forskriftsutkastet kan utgå.

Dersom den likevel tas med, vil vi foreslå følgende innledning i § 1-1.

"Ved vurdering av om handelsordre eller transaksjoner utgjør markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 2-8, annet ledd nr. 1, kan det tas hensyn til om en eller flere av de indikasjoner på kursmanipulasjon som er angitt i det følgende er til stede. Selv om en eller flere av de nevnte indikasjoner foreligger, medfører imidlertid ikke dette at handelsordren eller transaksjonen skal anses som kursmanipulasjon."

Med vennlig hilsen

NORGES FONDSMEGLERFORBUND

Per Broch-Mathisen

Adm. dir.

Mette Christin Eriksen
Rådgiver