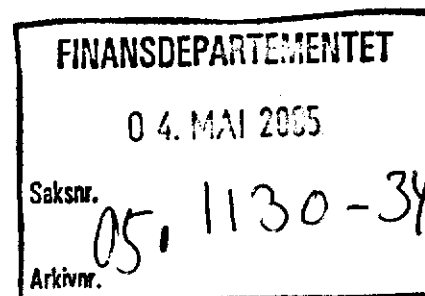


Finansdepartementet
Postboks 8008 - Dep.
0030 OSLO



Deres ref.
05/1130 FM HD

Deres brev
18.03.2005

Vår ref.
2005/00203

Dato
02.05.2005

Høringsuttalelse – forskrift om markedsmanipulasjon, rapportering av mistenkelige transaksjoner, investeringsanbefalinger mv. – gjennomføring av EUs markedsmissbruksdirektiv mv.

Vi viser til Deres brev 18.03.05 vedrørende høring om ovenstående.

Bakgrunnen for forslaget til forskrift er endringer som er gjennomført i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover som ledd i gjennomføringen av markedsmissbruksdirektivet. Nærværende forskriftsforslag følger opp hele tre kommisjonsdirektiver samt en kommisjonsforordning – en kommisjonsregulering som er både omfattende og detaljrik.

Finansnæringens Hovedorganisasjon og Sparebankforeningen står sammen om denne høringsuttalelsen.

1. Generelt

Forskriftens ordlyd bærer preg av å være direkte oversatt fra engelsk til norsk, og er til dels vanskelig tilgjengelig. Dette er etter vårt syn uheldig med tanke på at man her står overfor straffesanksjonerte plikter for aktørene.

Vi har først og fremst kommentarer til reglene i forskriftens kapittel 1 om markedsmanipulasjon, samt kapittel 3 om investeringsanbefalinger, men vi vil også knytte noen korte bemerkninger til kapittel 2 om rapporteringsplikten.

Kredittilsynet skriver i sitt høringsnotat på side 4 og 5 at man har lagt opp til å implementere den aktuelle kommisjonsregulering uten vesentlige tillegg eller endringer. I den forbindelse nevnes at tilsvarende gjennomføring er lagt til grunn i de fleste EØS-land, f.eks. Danmark.

Etter vårt syn kan en ikke se at den danske forskriften har lagt opp til en slik tilnærming som Kredittilsynet her gjør gjeldende. Tvert imot er det i de to danske forskrifter som foreligger, henholdsvis "Bekendtgørelse om utarbejdelse og udbredelse til offentligheden af visse investeringsanalyser" og "Bekendtgørelse om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejders transaktioner, insiderlister, underretning om mistænkelige transaktioner, indikationer på kursmanipulation og accepteret markedspraksis (bekendtgørelse om markedsmisbrug)", lagt opp til at man har innledende bestemmelser om anvendelsesområdet og definisjoner. Videre er det spesielt i den førstnevnte forskriften laget et skille mellom hva som kreves generelt for alle omfattet av forskriften og hva som kreves spesielt når kredittinstitusjoner og verdipapirforetak gir investoranbefalinger. Det er videre laget en egen bestemmelse om de tilfeller investoranbefalinger gis muntlig og for anbefalinger av begrenset omfang. Tilsvarende gjelder utkast til svensk forskrift om samme tema, nemlig "Finansinspektionens föreskrifter om investeringsrekommandationer og handteringen av interessekonflikter". Man unngår dermed at dette gjentas i hver enkelt paragraf. Man har forøvrig heller ikke i våre naboland lagt opp til en slik slavisk gjengivelse av direktivteksten mht setnings- og paragraf oppbygning som det norske utkastet legger opp til. Den danske og svenske forskriften er dermed vesentlig mer gjennomarbeidet og lettere tilgjengelig og skaper mindre rom for tolkningstvil enn det norske utkastet.

Dersom målet er å implementere den aktuelle kommisjonsregulering uten vesentlige tillegg eller endringer, bør i alle fall oversettelsen gi et korrekt norsk språklig innhold. Slik forskriftsteksten nå lyder er, frykter vi at forskriftsforslaget kan gi feil meningsinnhold i forhold til den opprinnelige direktivteksten. Spesielt gjelder dette kapittel 3 om investeringsanbefalinger. Videre kan det se ut som man enkelte steder direkte har fraveket direktivteksten og lagt seg på en strengere regulering, uten at dette er kommentert nærmere i høringsnotatet. Dette gjelder både begrepet "nærstående" og opplysningsplikten med hensyn til eierskap i utsteder jf. § 3-6.

Forskriften gjelder finansielle instrumenter generelt og ikke bare aksjer. Med andre ord vil kapittel 3 om investeringsanbefalinger også komme til anvendelse på for eksempel fondsandeler, opsjoner eller kredittanalyser. Dette må Kredittilsynet ha for øye når de fraviker direktivteksten slik som nevnt ovenfor, idet dette vil kunne innebære en konkurransevridning i negativ retning for aktørene i det norske verdipapirmarkedet uten at markedet samtidig tilføres vinninger. Det bør i alle fall gis en kvalifisert begrunnelse for hvorfor man fraviker direktivteksten her og at det vurderes opp i mot hensiktsmessigheten av slik utvidet opplysningsplikt for anbefalinger knyttet til *ethvert* finansielt instrument.

I den forbindelse kan det også nevnes at det etter vårt syn generelt er gitt sparsomme føringer i høringsnotatet for hvordan forskriften er å forstå. Dette gjør at det blir vanskeligere for markedsaktørene å vite hva som er akseptabel praksis og ikke.

Etter vårt syn er derfor ikke forskriften slik den nå er foreslått, i en akseptabel form.

Vi vil nedenfor ta for oss de aktuelle bestemmelser og de problemstillinger vi ser dersom forskriften blir stående uendret, samt komme med konkrete forslag til korreksjoner i forskriftsteksten.

2. Markedsmanipulasjon – forskriftens kapittel 1

§ 1-1 om markedsmanipulasjon er ifølge høringsnotatet ment som en direkte oversettelse av kommisjonsdirektivet 2003/124/EC, henholdsvis artikkel 4, 5 og 6 i dette kommisjonsdirektivet. De såkalte signaler som er listet opp i § 1-1 er imidlertid etter vår oppfatning eksempler på helt vanlige og normale transaksjoner i markedet. Utgangspunktet kan dermed bli at normale transaksjoner i markedet skal vurderes som ulovlige inntil det motsatte er bevist.

Det ble diskutert i forbindelse med lovendringen hvorvidt det var nødvendig og hensiktsmessig å implementere eksemplene i direktivet i en egen forskrift slik det nå er gjort. Det vises i den forbindelse til Norges Fondsmeglerforbunds høringsuttalelse gjengitt delvis på s. 60 i Ot.prp. nr 12. Departementet drøfter innspillet på s. 64 og uttaler i den forbindelse at det var deres foreløpige vurdering at momentene bør fremkomme av lov og forskrift. På denne bakgrunn kan det være ønskelig å nok en gang fremføre at det vil være uheldig med en slik eksemplifisering i en forskrift idet man for det første risikerer å snu bevisbyrden samtidig som man karakteriserer normalsituasjoner som mistenkelige. Jf. bl.a. at de tilfeller som nå er listet opp i § 1-1 første ledd a) og b) vil være temmelig normale i mindre likvide markeder.

Under enhver omstendighet, dersom man skal ta med disse eksemplene bør forskriften ikke gå lenger enn direktivteksten. Dette er etter vår oppfatning tilfelle nå og det vises her til den implementering som har skjedd i dansk rett jf. nedenfor.

Det er videre sentralt at man i forarbeidene til forskriftene sier noe om hvordan de ulike formuleringene i forskriftens § 1-1 skal forstås. Høringsnotatet gir etter vår oppfatning liten veiledning på dette punkt.

Vi vil nedenfor kommentere de enkelte ledd i paragrafen:

2.1 § 1-1, første ledd

Her står det:

"Ved vurdering av om handelsordre eller transaksjoner utgjør markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 2-8, annet ledd nr. 1, skal det tas hensyn til følgende ikke uttømmende liste over signaler som ikke nødvendigvis i seg selv skal anses som markedsmanipulasjon."

I den danske forskriftsteksten om "Bekendtgørelse av markedsmissbrug" § 17 står det:

"Ved vurderingen af om handelsordrer eller transaktioner udgør kursmanipulation i henhold til § 38, stk. 1, nr. 2 og 4, i lov om værdipapirhandel m.v., kan Finanstilsynet og markedsdeltagerne tage hensyn til, om en eller flere af de i stk. to nævnte indikationer på kursmanipulation er til stede. Så fremt en eller flere af de i stk. 2 nævnte indikationer er til stede, medfører dette ikke nødvendigvis, at handelsordren eller transaktionen skal anses som kursmanipulation."

Etter vårt syn innebærer dette en mer korrekt gjengivelse av det som må være meningsinnholdet i direktivteksten. Man bør isteden få frem at det *kan* være faktorer som indikerer markedsmisbruk, men at de ikke nødvendigvis trenger å innebære dette.

Vi foreslår derfor i stedet følgende tekst "*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 i seg selv at handelsordren eller transaksjonen skal anses som kursmanipulasjon.*" Alternativt: "*Ved vurdering av om handelsordre eller transaksjoner utgjør markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 2-8, annet ledd nr. 1, kan det tas hensyn til følgende indikasjoner som ikke er en uttømmende liste og som ikke nødvendigvis i seg selv skal anses som markedsmanipulasjon.*"

2.2 § 1-1, første ledd a) til b)

Det bemerkes at teksten i § 1-1 første ledd a) til g) språklig sett synes å være vanskelig tilgjengelig. I og med at aktørene her underlegges en rapporteringsplikt ved mistanke om markedsmisbruk jf. vphl § 2-11 er det viktig at det er klart hva som legges i de ulike såkalte signalene i utkast til forskrift.

Høringsnotatet har imidlertid ingen nærmere forklaring om hva de legger i de ulike begrepene, for eksempel savner vi en nærmere redegjørelse for hva som menes med "betydelige kjøps- eller salgsposisjoner" jf. § 1-1 første ledd b) og "betydelig" i forhold til hva. FNH er opptatt av at norsk praksis blir tilpasset en mest mulig ensartet praksis innenfor EØS-området.

Tilsvarende spørsmål oppstår i forhold til § 1-1, første ledd d) der det står "omvendte posisjoner i løpet av et kort tidsrom".

Også § 1-1, første ledd e) bærer preg av en oversettelse ord for ord som gjør meningsinnholdet vanskelig tilgjengelig. At kursene endres medfører jo ikke markedsmanipulasjon i seg selv.

2.3 § 1-1, annet ledd

Når det gjelder § 1-1, annet ledd foreslås det på samme måte som første ledd en omformulering av teksten her i tråd med den danske forskriftens § 18. Det bemerkes i den forbindelse at det vel ikke er listen man skal ta hensyn til, men signalene.

3. Rapportering – forskriftens kapittel 2

Med hensyn til rapportering er spørsmålet hvem som er rapporteringspliktig etter loven dersom en sparebank eller andre opptrer som agenter på vegne av verdipapirforetaket. Spørsmålet er da om det er sparebanken som agent eller verdipapirforetaket eller begge som har rapporteringsplikt. I Ot.prp. nr 12 s. 91 uttalte departementet i den forbindelse at det burde vurderes om kun personer/foretak som yter investeringstjenester skulle være omfattet, idet rapporteringsplikten innebar en nyskapning i Norge. Dette kunne tilsi at man avventet utviklingen noe før en eventuelt gjorde meldeplikten gjeldende for andre grupper man ikke

var forpliktet å inkludere. Departementet foreslo på denne bakgrunn hjemmelen i § 2-11, første ledd om at det kunne fastsettes i forskrift at den kun skulle gjelde verdipapirforetak og kredittinstitusjoner. Kredittilsynet har imidlertid i forskriftsutkastet ikke valgt å foreta en slik begrensning, men da med motsatt begrunnelse, jf. høringsnotatet s. 11.

Den nye lovens § 2-11 fastslår at rapporteringspliktig som rapporterer i god tro, ikke bryter taushetsplikt eller kan være gjenstand for erstatningskrav. Dette forutsetter imidlertid at agenten/formidleren som et verdipapirforetak benytter seg av, faktisk er rapporteringspliktig. Dersom han ikke er rapporteringspliktig direkte, men skal rapportere til verdipapirforetaket bør det presiseres i forskriften at lovens § 2-11, tredje ledd gjelder tilsvarende for slik rapportering. Dette bør klargjøres nærmere i forskrift.

For øvrig stilles det spørsmålsteget ved om det ikke bør tas inn en bestemmelse i forskriften tilsvarende hvitvaskingsloven § 9 om at man i visse tilfeller kan gjennomføre en transaksjon før melding/rapportering skjer. Det vises i den forbindelse til at man i lovforarbeidene har tatt opp om rapporteringspliktige kan bli strafferettslig ansvarlig som medvirker dersom han gjennomfører en transaksjon der han på forhånd har en mistanke om f. eks innsidehandel jf. Ot.prp. nr 12. s. 91 første avsnitt i annen spalte. Av vphl § 2-11 annet ledd fremgår det at man ikke skal melde fra til andre om at melding er eller vil bli inngitt. Tatt i betraktning av at en mistanke kan oppstå før gjennomføring av transaksjonen vil en slik nektelse reelt sett innebære en varsling. Det er derfor vår oppfatning at dersom utgangspunktet skal være at man ikke skal gjennomføre en transaksjon ved mistanke bør det også gis en bestemmelse om dette i forskriften, jf. at dette ikke er sagt eksplisitt i dagens lov, men uttalt i forarbeidene. Videre bør det i så fall gis tilsvarende bestemmelser som i hvitvaskingsloven § 9, nemlig at dette utgangspunktet ikke alltid vil gjelde og at man dermed i visse tilfeller kan vente med å varsle til etter at transaksjonen er gjennomført.

4. Investeringsanbefalinger – forskriftens kapittel 3

4.1 Generelt

Det bemerkes at forskriften også på dette området språklig sett synes å være tungt tilgjengelig, med de uheldige virkninger dette kan gi for de aktørene som må forholde seg til denne.

Det vises til sammenligning til de danske forskrifter om "Bekentgørelse om udarbeidelse og udbredelse til offentligheden af visse investeringsanalyser" samt den svenske forskriften som begge er vesentlig mer gjennomarbeidet enn det norske utkastet. For eksempel er det i den danske forskriften innledende bestemmelser om anvendelsesområdet. Slik den norske forskriftsteksten nå er utarbeidet, er dette sagt i hver enkelt bestemmelse, noe som gjør forskriften mindre oversiktlig. Det foreslås derfor at den norske forskriften bygges opp på tilsvarende måte ved at man i en bestemmelse sier noe om hvilke deler av forskriften som gjelder spesielt for verdipapirforetak og kredittinstitusjoner.

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, ei heller er det kommentert direkte så vidt vi kan se av departementet i Ot.prp. nr 12. Forskriftsutkastet avgrensner heller ikke mot disse situasjonene.

Det foreslåtte regelverk vil være fullstendig upraktisk i forhold til meglers investeringsanbefalinger direkte overfor en enkelt kunde. 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 instituonella kunder som inte avses att bli tillgängliga för ett större antal personer faller utanför föreskrifternas tillämpningsområde".

Når det gjelder muntlige anbefalinger for øvrig er det i direktivteksten i hver enkelt bestemmelse uttalt at medlemsstatene skal påse at det er innført hensiktsmessig regulering for å sikre at kravene i bestemmelsen tilpasses disse. Dette er gjentatt i den norske forskriftsteksten i hver enkelt bestemmelses siste ledd, jf. § 3-2 til og med § 3-6, noe som etter vårt syn er unødig tungvint. Disse foreslås derfor strøket og isteden erstattes med en bestemmelse om forskriftens anvendelse på muntlige anbefalinger generelt, tilsvarende den danske forskriftens § 12 og den svenske § 5.

Det samme gjelder de tilfeller der kravene i bestemmelsen ikke står i forhold til analysens lengde hvor man isteden kan henvise til opplysningene jf. den norske forskriften jf. §§ 3-4, 3-5 og 3-6 nest siste ledd. I stedet for å gjenta dette i disse bestemmelsene kan man lage en bestemmelse vedrørende dette, jf. til sammenligning den danske forskriftens § 11.

Det kan også reises spørsmål ved om *investorpresentasjoner* faller inn under kapittel 3 om investeringsanbefalinger. Med det tenker vi på tilfeller hvor en bestemt krets av investorer blir invitert, og der det finner sted en muntlig presentasjon av et selskap sammen med meglerhusets mer generelle markedssyn. Den muntlige presentasjonen vil vanligvis støttes av en Powerpoint-presentasjon, som også foreligger i papirformat til deltakerne. Denne presentasjonen vil verken før møtet eller senere bli distribuert via mailsloyfer eller på Internett. De som blir invitert, vil kunne være forskjellige kunder, men det vil alltid være en bestemt krets kunder. I slike presentasjoner vil det kanskje ikke gis uttrykk for en direkte anbefaling i en eller annen retning, men indirekte vil nok dette kunne anses som anbefalinger av investeringsstrategi etter forskriften og således vil presentasjonen i seg selv etter vårt syn falle inn under definisjonen i vphl § 2-10 og forskriftens § 3-1.

Spørsmålet her blir imidlertid om man her kan snakke om at presentasjonen er ment for offentligheten eller at den "distribueres" på en slik måte at det er sannsynlig at den blir kjent for et stort antall personer jf. forskriftens § 3-1, først ledd jf. 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 blir det gjerne ikke invitert mer enn 10 til 20 personer, og dette kan ikke anes som et "større antall personer" etter mitt syn. Denne type presentasjoner vil derfor slik vi ser det falle utenfor kapittel 3. Imidlertid er det ønskelig at dette spørsmålet blir avklart.

Det anses for viktig at man enten i forarbeider eller i forskriften direkte sier noe om når man har med "et stor antall personer" å gjøre. Vil det være 3 eller 10 eller 20 eller 50. En naturlig språklig forståelse av forskriften samt direktivet på dette punkt (snakker om "large number of persons") er at vi må være oppe i 40/50 personer før vi har med et stort antall personer å gjøre. Det kan her være naturlig å trekke en parallell til vphl § 5-1 vedrørende reglene om prospektplikt. Grensen for å utarbeide prospekt går ved gjeldende lov ved 50 personer. Når et færre antall investorer inviteres til en slik lukket presentasjon og hvor materiellet ikke blir distribuert ut til dem eller andre pr Internett eller pr mail o.l. er det derfor vår oppfatning at dette faller utenfor loven og forskriften.

Begrepsbruken er for øvrig lite gjennomarbeidet og kan føre til tolkningstvil. F. eks brukes "relevant person" enkelte steder om analytikere og foretak som produserer/distribuerer anbefalinger, mens man i andre tilfeller kun benytter begrepet "personen". Hvorvidt dette er bevisst eller ikke er uklart.

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.

Videre benyttes begrepet "nærstående" uten at dette er nærmere definert. Det antas at dette ikke er sammenfallende med verdipapirhandelloven § 1-4, men en fotnote i høringsnotatet på s. 8 kan tyde på det motsatte. Dette vil i så fall være i strid med direktivteksten, uten at en slik utvidelse er nærmere begrunnet. Det vises her til at direktivteksten snakker om "related legal persons" som også er direkte oversatt til tilknyttede juridiske personer. I § 3-6 har man likevel kun skrevet "dens nærstående", men uten at man innledningsvis har en definisjon der det klart fremkommer at nærstående er en juridisk person, slik det er definert i verdipapirhandelloven § 1-4, nr. 3-5. Det vises til sammenligning til den danske forskriftens § 2 nr 7 og det svenske utkastet §§ 8 og 9. Det antas at man i det norske forslaget også har tenkt på nærstående juridiske personer, i det en annen definisjon vil kunne føre galt av sted.

Det vises i den forbindelse til at det kan oppstå problemer om hva som faktisk skal oppgis dersom en kreditt-/derivat- eller aksjeanalytiker i et verdipapirforetak/kredittinstitusjon har nærstående f. eks ektefelle, som arbeider i et annet verdipapirforetak/kredittinstitusjon der nærstående arbeider med corporate-oppdrag på egenkapital- eller fremmedkapitalsiden, som market-maker eller med analyser. Slik ordlyden er i utkastet til forskrift, kan det synes som om det eventuelt også skal opplyses om hva nærståendes arbeidsgiver har av interesser mv. i utstederforetaket.

For øvrig har vi følgende kommentarer til de enkelte paragrafer:

4.2 Definisjoner jf. § 3-1

Henvisningen i andre ledd må være til *første* ledd.

Vi vil foreslå en annen definisjon av 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. I stedet for nåværende ordlyd foreslås f. eks: "Med distribusjonskanal menes en kanal som gjør informasjon tilgjengelig for et stort antall personer og som dermed innebærer at informasjonen blir definert som offentlig tilgjengelig." Eventuelt: "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".

I tillegg må man ha definisjon av hva som ligger i nærstående, jf. den danske direktivteksten og kommentarene ovenfor.

4.3 Identiteten til den som utarbeider en investeringsanbefaling jf. § 3-2

Når det gjelder første ledd her, bruker man begrepet "personen" uten at det er nærmere definert. Det vises her til den danske teksten der personen er definert i § 2 nr. 1 jf. § 3.

I direktivteksten klargjør man videre hva slags opplysninger som er relevante, nemlig navn og jobbetegnelse. Det samme gjelder den danske forskriften og det svenske utkastet. I det norske forslaget snakker man kun om identiteten uten at det er sagt noe nærmere om hva man legger i dette. I stedet for den ordlyd som nå foreligger i første ledd foreslås det derfor følgende: "En person som fremlegger en investeringsanbefaling skal sikre at det i investeringsanbefalingen opplyses om navn og yrkestittel på den eller de fysiske personer som har utarbeidet anbefalingen samt navnet på den juridiske person som er ansvarlig for fremleggelsen."

I annet ledd må det gjøres den presisering at det faktisk foreligger selvregulerende standarder eller adferdsregler for vedkommende som utarbeider investeringsanbefalingen jf. direktivteksten artikkel 2 nr 2 og den danske forskriften § 6. Det foreslås derfor alternativ tekst nemlig "Hvis den som utarbeider investeringsanbefalingen ikke er underlagt tilsyn, men eventuelt i stedet er underlagt selvregulerende standarder eller adferdsregler skal anbefalingen tydelig henvisne til disse". Videre bør relevante personer som verken er underlagt tilsyn eller eventuelle selvregulerende standarder eller adferdsregler opplyse om dette.

4.4 Generelle krav til investeringsanbefalinger jf. § 3-3

I bokstav c) er brukt ordet ikke-uvesentlig forutsetninger i den danske direktivteksten § 4 nr. 3 er det brukt vesentlige forutsetninger. Tilsvarende gjelder en rekke andre steder i forskriften jf. f. eks § 3-6 og § 3-7. Det er vårt forslag at man isteden her bruker "vesentlig" osv. dersom det er det man mener.

For øvrig synes teksten i den norske forskriften noe underlig formulert både i § 3-3, første ledd c) og d). Det vises til sammenligning til direktivteksten artikkel 3 nr 1 c og artikkel 3 nr 3 og den danske forskriftens § 4. Det foreslås derfor at man i § 3-3 c) skriver: "alle prognoser, kursmål og prisestimer angis som slike, og at vesentlige forutsetninger som ligger til grunn for utarbeidelsen eller bruken av investeringsanbefalingen fremkommer tydelig". Videre foreslås det i at man i § 3-3 d) skriver: "anbefalingen fremstår som rimelig. Relevant person skal etter forespørsel fra Kredittilsynet kunne begrunne at investeringsanbefalingen er rimelig."

4.5 Ytterligere krav til investeringsanbefalinger jf. § 3-4

Når det gjelder første ledd så er det som nevnt ovenfor vår oppfatning at man isteden burde ha en bestemmelse om hvilke paragrafer som gjelder generelt for alle og hvilke som gjelder spesielt for verdipapirforetak og kredittinstitusjoner, sml. den danske forskriften her.

I bokstav a) har man brukt begrepet "viktige kilder", mens man i direktivteksten artikkel 4 nr 1 a) snakker om "substantially material sources". Dette er i den danske forskriften oversatt til vesentlig kilder, jf. dens § 7 nr 1 og er mer dekkende etter vårt syn. Se også den svenske forskriften § 4.

For øvrig er det upresist når det i § 3-4 første ledd a) står "etter dette". Det vises til sammenligning til den danske forskriftsteksten § 7 nr. 2 her. Isteden bør det derfor 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".

Videre bør teksten i § 3-4, første ledd c) endres til "betydningen av innholdet av de investeringsanbefalinger som gis" jf. den danske direktivteksten § 7 nr 4 samt selve direktivteksten.

Når det gjelder § 3-4, første ledd d) kan det spørres hva som menes med en "analyse av relevante forutsetninger". Også "risikoer knyttet til anbefalingen" synes å være en uvanlig uttrykksmåte. Det vises til sammenligning til den danske forskriftens § 7 nr 5 her.

Også § 3-4, første ledd e) er upresis i sin ordlyd jf. § 7 nr 6 og 7 i den danske forskriftsteksten som er bedre også på dette punkt.

I bokstav § 3-4, første ledd f) har man brukt "pris", mens kurs etter vår oppfatning er mer treffende.

Vi har også av samme grunner forslag til ny tekst i § 3-4, første ledd g): "eventuelle endringer i investeringsanbefaling i forhold til tidligere investeringsanbefaling om de samme finansielle instrumenter eller utsteder som er blitt utarbeidet i løpet av de siste 12 måneder, samt dato for den tidligere anbefalingen".

4.6 Generelle krav til opplysninger om interessekonflikter jf. § 3-5

Her er det vår oppfatning at nærstående begrepet må endres. Det vises til det som er sagt ovenfor om at det må være juridiske nærstående og ikke nærstående generelt.

Det bør i tillegg inntas en definisjon innledningsvis mht hva som ligger i en juridisk nærstående.

Også her innebærer den danske forskriftsteksten § 5 en bedre gjennomføring av direktivet enn det norske forslaget.

F. eks er forskriftens tredje ledd vanskelig og tungt tilgjengelig og man burde isteden legge seg opp til den oversettelsen som man finner i den danske forskriftsteksten. Under enhver omstendighet bør forskriften rettes slik at det står "interesser eller interessekonflikter mellom

den relevante juridiske personen eller dennes juridiske nærstående og utsteder" jf. § 3-5, tredje ledd a) og b).

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") jf. den danske forskriftsteksten § 5, fjerde ledd på dette punkt. Det burde i hele tatt komme klarere frem i forskriften hvor langt opplysningsplikten går.

4.7 Ytterligere krav til opplysninger om interessekonflikter jf. § 3-6

Også her er begrepsbruken uklar både i forhold til bruken av ordet person og i forhold til bruken av ordet nærstående. Det bes om en klargjøring om hva man her mener.

Tilsvarende bestemmelse er gitt i den danske forskriftens § 8 og i det svenske utkast til forskrift § 9.

Når det gjelder § 3-6, første ledd a) og b) har Kredittilsynet lagt opp til at man skal opplyse om eierskap i aksjer. I direktivteksten artikkel 6 er det presisert at det dreier seg om "major shareholdings" som igjen er definert til å være over 5 % av den samlede utstedte aksjekapital. Både i den danske forskriften og i det svenske utkastet til forskrift har man valgt å legge seg på grensen på 5 %, selv om for så vidt direktivet åpner opp for at man kan gå under grensen på 5 %.

Etter vår oppfatning er det ingen grunn til at man i Norge skal ha en annen regel enn våre naboland. Generelt er vi av den oppfatning at norske rammevilkår bør være sammenfallende med våre konkurrenters jf. avslutningsvis.

Enhver aksjepost kan ikke sies å være vesentlig. Det er også viktig i denne sammenheng å minne om at forskriften omfatter investeringsanbefalinger knyttet til ethvert finansielt instrument, ikke bare aksjer og grunnfondsbevis. Det vil virke merkelig at et verdipapirforetak som utarbeider for eksempel kredittanalyser skal opplyse om enhver aksjepost verdipapirforetaket eventuelt eier i utsteder og som utsteder eier i verdipapirforetaket. En kredittanalytiker vil ikke ha incentiv til å gi eller bli påvirket til å gi en bedre kredittrating selv om foretaket skulle eie noen aksjer i utstederforetaket da en kredittanalyse ikke har noen direkte påvirkning på utsteders aksjekurs mv..

Det er heller ikke presisert hvorvidt det skal opplyses om et 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 endres denne type beholdninger ofte kontinuerlig gjennom handelsdagen.

§ 3-6, første ledd e) bør også omformuleres. Ordlyden her bærer preg av en dårlig oversettelse jf. innledningsvis der det står: "hvis aktuelt". Det vises igjen til den danske forskriften § 8 nr. 5 der det står "såfremt personen, hvis hovedverv består i at utarbejde investeringsanalyser,

eller en nærstående juridisk person i de foregående 12 måneder har været lead manager eller co-lead manager i forbindelse med et offentlig tilbud av utstederens verdipapirer".

Også i § 3-6 bør det videre inntas et siste ledd der det presiseres 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 jf. den danske forskriften § 8, annet ledd.

4.8 Generelle krav ved spredning av investeringsanbefalinger utarbeidet av tredjemenn jf. § 3-7

I direktivteksten artikkel 7, samt i det danske forskriftsforslaget § 13 er det presisert at man her snakker om personer som på eget ansvar sprer en investeringsanbefaling. I det danske forskriftsforslaget § 13 og direktivteksten er det dessuten tatt med en presisering at dette ikke gjelder dersom det i forbindelsene med utbredelsen er mulig å identifisere de personer som har ansvaret for utarbeidelsen av selve investeringsanbefalingen. Det stilles spørsmålsteget ved hvorfor dette er utelatt i det norske utkastet. Dette antas å være viktige presiseringer og bør dermed inntas i den norske forskriften.

5. Generelle synspunkter knyttet til EU-harmonisering og særnorske ordninger

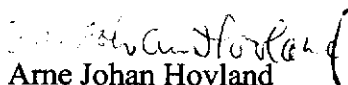
Norge er gjennom EØS-avtalen i stor grad forpliktet til å harmonisere norsk lovgivning på verdipapirrettens område i takt med fremdriften i de andre EØS/EU-landene. En grunnleggende tanke bak ønsket om harmonisering av EØS/EU-lands lovgivning er at det antas å være av avgjørende betydning i forhold til fri flyt av kapital, vare – og tjenesteytelser at det i minst mulig grad finnes ulike særnasjonale reguleringer.

Det er en kjensgjerning at lovgiver på verdipapirrettens område i Norge på mange punkter har valgt en strengere nasjonal regulering enn andre EØS/EU-land, og strengere enn hva Norge er forpliktet til i forhold til EØS/EU-regelverket.

Dette høringsutkastet fra Kredittilsynet synes å videreføre denne trenden, på tross av at det i høringsnotatet på s. 4 uttales at det i stor grad er lagt opp til å implementere den aktuelle kommisjonsregulering uten vesentlig tillegg eller endringer. At det i Norge igjen likevel legges opp til strengere regler samsvarer dårlig med ovennevnte harmoniseringstankegang og innebærer en konkurransevridning i negativ retning for aktørene i det norske verdipapirmarkedet.

Vennlig hilsen

FINANSNÆRINGENS HOVEDORGANISASJON SPAREBANKFORENINGEN I NORGE


Arne Johan Hovland
Fagsjef


Hans K. Halle
Avdelingsdirektør