

Finansdepartementet  
V/Finansmarkedsavdelingen

Akersgt. 40,

Postboks 8008 Dep., 0030 Oslo

## **Høringsuttalelse – i tilknytning til implementeringen av MiFID**

Vi viser til Finansdepartementets pressemelding av 21. februar 2006 vedrørende Verdipapirmarkedslovutvalgets ("Utvalget") Innstilling II (NOU 2006:3) med utkast til nye bestemmelser i lov om verdipapirhandel og ny lov om regulerte markeder til implementering av MiFID og Transparencydirektivet.

Nordic Association for Electricity Traders ("NAET") har nedenstående merknader til utkastet, begrenset til de deler av utkastet som er relevant for handel i energimarkedene. Vi kommenterer således bl.a. ikke de deler av utkastet som berører Transparencydirektivet.

### **1. INNLEDNING – GENERELLE KOMMENTARER**

Utvalget har i meget liten grad foreslått nye nasjonale regler på de felter der MiFID åpner for det, og på noen områder foreslått å oppheve gjeldende særnorske regler. Vi deler dette prinsipielle synet. Etter vår oppfatning er det vesentlig at rammebetingelsene for norske aktører og norske regulerte markeder samsvarer med de rettslige reguleringer man typisk møter i toneangivende europeiske land. Særlig for aktører fra små stater, som i tillegg oppfattes å ha en mindre klar europeisk tilknytning på grunn av at vi ikke er medlemmer av EU, er det vesentlig at det rettslige rammeverket oppfattes å tilsvare "europeisk standard".

På noen punkter kunne nok Utvalget vært dristigere med hensyn til å foreslå oppheving av særnorske regler, og i større grad søkt en harmonisering mellom norske regler og MiFID. Det sentrale formålet med MiFID er nettopp å søke mot felles europeiske rettslige rammer, og i et slikt perspektiv burde et naturlig fokus for lovarbeidet vært å arbeide for en rettstilstand der norsk rett i så vel i materielt innhold og tekstmessig utforming er harmonisert med og enkelt gjenkjennbart fra et europeisk rettsperspektiv, med utgangspunkt i den engelske direktivtekst.

Generelt er vår oppfatning at forslagene i NOU 2006:3 er vellykkede ut fra et slikt perspektiv. Det finnes likevel svakheter i forslaget, til dels av nokså vesentlig karakter. MiFID med tilhørende implementerende rettsakter utgjør et omfattende og komplekst regelverk, som har vært gjenstand for en lang forberedelsesprosess. Dette har resultert i tekster som er komplekse, men som med visse unntak fremstår som godt gjennomarbeidede, med bruk av en internasjonal og til dels meget spesialisert fagterminologi som ikke alltid er like lett å trenge igjennom. Det kan nok fremstå som om Utvalget på enkelte punkter burde hatt mer fokus på en språklig korrekt oversettelse, og valgt en enklere implementeringsteknikk der man startet med en faglig kvalifisert oversettelse av direktivet fra engelsk til norsk, og så benyttet det som grunnlag for et nytt lovforslag.

Det fokus som synes å ha vært på gjeldende norsk rett, og spørsmålsstillingen om gjeldende rett er/ikke er i samsvar med direktivet, kan synes å ha gått på bekostning av en slik detaljert språklig analyse. Dette har medført at det enkelte steder er oppstått en, slik vi tolker det, utilsiktet motsetning mellom en faglig forsvarlig oversettelse av den engelske teksten og det norske forslaget. Disse svakheter bør la seg avhjelpe dersom Finansdepartementet i det videre arbeidet innhenter/foretar en full språklig kontroll opp mot direktivet. Vi kommenterer i det følgende enkelte av disse avvikene, uten ambisjon om å være uttømmende.

## 2. DEFINISJONEN AV FINANSIELLE INSTRUMENTER

Ifølge NOU 2006: 3 side 43 har Utvalget som generelt utgangspunkt at den norske definisjonen av finansielle instrumenter bør være i samsvar med MiFIDs definisjon både i systematikk oppbygging og innhold.

NAET er av den oppfatning at det er viktig at aktørene har like spilleregler når de konkurrerer i det samme markedet. Energimarkedet er av utpreget internasjonal karakter. MiFID er et regelverk som har sitt utspring i FSAP hvis overordnede mål er å legge forholdene til rette for en indre marked for finansielle tjenester gjennom å fjerne grensekryssende hindringer. Dette søkes gjort gjennom å legge forholdene til rette for felles regler innenfor EU/EØS-området. Definisjonen av finansielle instrumenter er videre til dels kompleks og sammensatt. Ved å følge direktivet tett med hensyn til implementering vil man unngå at det oppstår divergens mellom den norske implementeringen og den som skjer i resten av EU/EØS-området.

NAET gir derfor sin støtte til utvalgets utgangspunkt, om at om at den norske definisjonen av finansielle instrumenter bør være i samsvar med MiFIDs definisjon både i systematikk, oppbygging og innhold.

Etter vår oppfatning er det imidlertid flere svakheter i den tekniske utformingen i forslaget. Definisjonen av finansielle instrumenter er på flere punkter ikke i samsvar med definisjonen, bl.a. gjelder dette det helt sentrale begrep "omsettelige verdipapirer" der det så vel hva angår aksjer som obligasjoner er vesentlige feil i den norske teksten.

Av spesiell interesse for oss er imidlertid tilnærmingen til varederivater, der Utvalget har valgt å ikke foreslå definisjoner som inkorporerer definisjonene i direktivet, men har i stedet foreslått en egen norsk kortdefinisjon med tilhørende forskriftshjemmel, der vi forstår at tanken er å implementere de mer detaljerte direktivdefinisjonene sammen med de utfyllende retningslinjer fra EU, som ventes å ha form av en kommisjonsforordning. Forordningen foreligger foreløpig i utkast form, og har karakter av å være utfyllende definisjoner til visse begreper i direktivets definisjoner.

Vi tror den norske tilnærmingen er uheldig, av flere grunner. For det første gjelder at lesere med kjennskap till direktivet – hvilket vil være en lang rekke internasjonale aktører – ikke enkelt vil gjenfinne direktivets definisjoner i den norske loven. For det andre risikerer man med den norske tilnærmingen å skape uorden i sammenhengen som det legges opp til mellom direktivets definisjon og forordningen, jf det foreliggende forslag der forordningen fremstår som en utfyllende forskrift som knytter seg opp til helt bestemte kriterier i direktivets definisjoner. Dersom man i den norske teksten ikke tilnærmet slavisk anvender direktivets definisjon, risikerer man at dette samspillet mellom generell definisjoner og utfyllende begrepsdefinisjoner i forordning ikke oppnås.

For å oppnå best mulig samsvar med MiFID hva angår systematikk, oppbygging og innhold er det NAETs syn at en bedre fremgangsmåte vil være at direktivets definisjoner ordrett gjenfinnes i den norske lovteksten, og ikke bare inntas i forskrift.

Dersom forordningen er klar før proposisjonen er klar, bør man vurdere å også ta denne inn i lovteksten. I motsatt fall bør forordningen implementeres ved ordrett transformasjon eller inkorporasjon (der det i den norske forskriften helt enkelt vises til forordningen, som blir norsk rett i norsk språkdrakt).

## 3. REGELVERKET FOR VERDIPAPIRFORETAK

### 3.1 Foretak som kun yter investeringstjenester relatert til varederivater

I MiFID art. 2 oppstilles det en rekke unntak fra direktivet, herunder bokstavene (b), (i), (k) og (l) som har særlig interesse for kraftselskaper.

Utvalget uttaler flere steder at det ut fra hensynet til norske aktørers konkurransevilkår og for å forhindre regelarbitrasje bør det gjøres unntak i henhold til direktivet for alle de aktuelle unntakshjemlene. NAET støtter utvalgets syn og begrunnelse med – hensyn til å benytte unntakene – fullt ut.

Med hensyn til unntaket i direktivets art 2 bokstav (i) er kommisjonen i henhold til direktivets art. 2 (3) gitt hjemmel til å fastsette utfyllende regler. Kommisjonen har til nå ikke initiert noen prosess for å fastsette slike utfyllende regler. For det tilfellet at slike utfyllende regler skulle bli gitt, er det NAETs syn at de samme prinsippene som er omtalt over vedrørende finansielle instrumenter bør gjelde. Frem til slike regler eventuelt gis, er det vårt håp om at man ved praktiseringen av reglene

vil legge stor vekt på hvordan unntakene praktiseres i toneangivende europeiske land som Tyskland, England og Frankrike.

Aktører som driver investeringstjenester i varederivater har frem til nå ikke vært underlagt krav om konsesjon. Det antas at en rekke av de foretak som ikke vil komme inn under unntakene i direktivets art 2 vil måtte søke konsesjon som verdipapirforetak for å yte investeringstjenester knyttet til varederivater.

Virksomheten til disse foretakene har en annen karakter enn den som drives av verdipapirforetak som yter investeringstjenester i egenkapitalinstrumenter, ved at deres virksomhet i hovedsak vil være rettet mot næringsdrivende kunder, eventuelt ha begrenset omfang og være et tillegg til annen hovedvirksomhet knyttet til de aktuelle varer.

De fleste av reglene som er foreslått i NOU 2006:3 er basert på MiFID, hvorefter Norge er forpliktet å implementere regler slik at det stilles visse europeiske minimumskrav til verdipapirforetaks virksomhet og deres ansatte.

Enkelte av de foreslåtte reglene har imidlertid ikke sitt utspring EU forpliktelser, men er særnorske, og kan således endres uten at det ville innebære noe brudd på norske EU forpliktelser. Blant reglene i forslaget som er særnorske nevnes kap. 8, § 9-6, § 10-2, § 10-3, § 10-5, § 10-6, § 10-9.

Dagens særnorske virksomhetsregler er først og fremst tilpasset egenkapitalinstrumenter, og er ikke i samme utstrekning tilpasset foretak som bare yter investeringstjenester knyttet til varederivater. Etter NAETs oppfatning bør denne erkjennelsen foranledige en tilnærming hvor det gjøres endringer som gjøre det mulig for mer fleksible løsninger for slike foretak.

For å oppnå de mål som settes i FSAP om et indre marked er det NAETs primære forslag at alle særnorske regler som knytter seg til konsesjonsbelagt virksomhet tas ut, for på denne måten å få et regelsett som er likt det andre EU land har. Dette vil gjøre at norske aktører konkurrerer på samme vilkår som sine utenlandske konkurrenter.

Skulle departementet komme til at dette forslag ikke følges, bør man i alle fall innføre dispensasjonshjemler for de særnorske reglene slik at det skapes en størst mulig fleksibilitet. Dette er særlig viktig med hensyn til de foretak som tradisjonelt ikke har vært underlagt slik regulering og som de særnorske reglene ikke er særlig tilpasset. Disse foretakene har for øvrig ikke hatt anledning til å påvirke lovgivningsprosessen av de særnorske reglene, siden de på tidspunktet for vedtagelsen av reglene ikke var underlagt konsesjonsregimet.

Forslag til kapittel er en videreføring av dagens vphl. kapittel 2a. Dette er regler som ble vedtatt i en tid da yting av investeringstjenester i tilknytning til varederivater ikke var en aktuell problemstilling. Slik forslaget er utformet vil ansatte i foretak som bare driver investeringstjenestevirksomhet i tilknytning til varederivater bli underlagt begrensninger i sin handel med alle typer finansielle instrumenter. Inngangsvilkåret for disse reglene er at den ansatte normalt har innsyn i eller arbeider med investeringstjenester eller forvaltningen av finansielle instrumenter for foretaket eller foretakets kunders regning. Reglene er ment å forebygge interessekonflikter mellom kunde og ansatte, men for foretak som bare yter investeringstjenester i tilknytning til varederivater finnes det ingen latente interessekonflikter knyttet til den ansattes eventuelle private handel i aksjer, andre egenkapitalinstrumenter og obligasjoner og så videre så langt dette ikke inngår i foretakets tjenestespekter.

Det er derfor NAETs syn at Departementet bør benytte forskriftshjemmelen som følger av lovforslagets § 8-2 (3) til å gjøre unntak fra reglene i kapittel 8 for handel foretatt av ansatte i verdipapirforetak som bare yter tjenester i tilknytning til varederivater, når slik handel foretas i egenkapitalinstrumenter.

### **3.2 De generelle regler for verdipapirforetak**

Etter forslaget § 9-8 kan tillatelse som verdipapirforetak gis til aksjeselskap, allmennaksjeselskap og kredittinstitusjon. Det bemerkes at Direktivets artikkel 4, 1 gir medlemsstatene anledning til å tillate andre organisasjonsformer, herunder fysiske personer. NAET støtter synspunktet om at aksjeselskap kan få konsesjon som verdipapirforetak. Det kan imidlertid være grunn til å åpne for at også andre juridiske personer kan gis konsesjon. I kraftbransjen kan man møte enkelte andre organisasjonsformer enn ASA og AS.

Regelverket for verdipapirforetak synes for øvrig i det vesentlige godt gjennomarbeidet med sikte på overensstemmelse mellom direktivtekst og lovforslag. Vi bemerker dog at det på en del punkter også her er diskrepanser som ikke synes tilsiktet.

Et eksempel er direktivets regler om verdipapirforetaks bruk av tredjepart til utføring av tjenester i artikkel 13 punkt 5:

**"An investment firm shall ensure, when relying on a third party for the performance of operational functions which are critical for the provision of continuous and satisfactory service to clients and the performance of investment activities on a continuous and satisfactory basis, that it takes reasonable steps to avoid undue additional operational risk. Outsourcing of important operational functions may not be undertaken in such a way as to impair materially the quality of its internal control and the ability of the supervisor to monitor the firm's compliance with all obligations."**

Utvalget foreslår dette regulert i § 9-11 (1) og (2), med følgende ordlyd:

**(1) Verdipapirforetaket skal innrette sin virksomhet slik at foretaket .....**

**4. treffer betryggende tiltak slik at operasjonell risiko begrenses til et minimum når det benytter seg av en tredjepart til utføring av operasjonelle funksjoner, jf. annet ledd, "**

**(2) Verdipapirforetak kan ikke overlate viktige operasjonelle funksjoner til tredjepart dersom dette fører til at foretakets internkontroll og evne til å påse etterlevelsen av dets forpliktelser blir merkbart forringet. "**

For oss fremstår den norske lovteksten som strengere enn direktivets krav, bl.a. er kravet om at verdipapirforetaket skal ta rimelige forhåndsregler for å unngå unødig operasjonell tilleggssisiko som følge av outsourcingen i det norske forslaget blitt til en plikt til å treffe "betryggende tiltak" for å begrense operasjonell risiko (generelt) til et minimum. Videre benyttes begrepet "merkbart" som oversettelse av "materially" i direktivet, hvilket normalt oversettes med "vesentlig". I sum betyr dette at det etter ordlyden tilsynelatende gjelder strengere krav til norske verdipapirforetaks outsourcing enn det som følger av direktivet på europeisk plan.

Forslaget til § 10-12 (2) fastsetter at verdipapirforetaket skal opplyse kunden om interessekonflikt dersom selskapet ikke kan ivareta kundens interesser på en tilstrekkelig måte. Etter direktivets artikkel 18 punkt 2 har man ikke opplysningsplikt dersom det "with reasonable confidence" kan unngås at kundens interesser blir skadelidende. Igjen er vurderingstemaet etter den norske loven annerledes og tilsynelatende strengere enn MiFiD. Av hensyn til korrekt implementering, foreslås det derfor at § 10-12 (2) endres slik at "med rimelig sikkerhet" settes inn foran "sikre kundens interesser".

Forslaget til § 10-15 pålegger verdipapirforetak "å treffe alle nødvendige tiltak for å oppnå det best mulige resultat" ved utførelse av ordre. Direktivet bruker derimot ordlyden "reasonable", hvilket betyr "rimelig" (jf også den danske versjonen av direktivet). NAET anbefaler her at "nødvendige" byttes ut med "rimelige".

## **4. REGELVERKET FOR MULTILATERAL HANDELSFASILITETER**

### **4.1 Definisjon**

Utkastet inneholder en definisjon av multilateralt handelssystem i § 2-5:

**Med multilateral handelsfasilitet (MHF) menes et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter i samsvar med ufravikelige regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter.**

Direktivets definisjon er som følger:

**"Multilateral trading facility (MTF)" means a multilateral system, operated by an investment firm or a market operator, which brings together multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with non-discretionary rules - in a way that results in a contract in accordance with the provisions of Title II;**

Etter NAET's forståelse er kravet til "ufravikelige regler" ikke en dekkende oversettelse av direktivets krav til "non-discretionary rules", som i direktivet er ment å avgrense multilaterale handelsfasiliteters og regulerte markeders regelbaserte handel/avtaleslutningsprosedyrer mot de (i utgangspunktet) frie eller skjønnsmessige slutningsprosedyrer som kjennetegner tradisjonell megling av handel med finansielle instrumenter, jf fortalen pkt (6):

**The term "buying and selling interests" is to be understood in a broad sense and includes orders, quotes and indications of interest. The requirement that the interests be brought together in the system by means of non-discretionary rules set by the system operator means that they are brought together under the system's rules or by means of the system's protocols or internal operating procedures (including procedures embodied in computer software). The term "non-discretionary rules" means that these rules leave the investment firm operating an MTF with no discretion as to how interests may interact. The definitions require that interests be brought together in such a way as to result in a contract, meaning that execution takes place under the system's rules or by means of the system's protocols or internal operating procedures.**

At reglene ikke må være skjønnsbaserte hvilket ikke er det samme som at reglene må være ufravikelige. Man kan godt ha handelsregler som er fravikelige, men der fravikelsen ikke er rent diskresjonær/skjønnsbasert, men knyttet til nærmere vilkår/betingelser. Motsatt er det etter direktivet ikke godt nok at reglene er ufravikelige dersom de er diskresjonære i innhold.

Kravet til "bringe sammen tredjeparters kjøps- og salgsinteresser" er for øvrig utelatt i den norske teksten, hvilket skaper en viss uklarhet med hensyn til om automatiske matching systemer for foretaks egenhandel.

#### 4.2 De nærmere regler

Direktivets artikkel 14 nr 1 stiller følgende krav til operatørene av en MTF:

**1. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF, in addition to meeting the requirements laid down in Article 13, establish transparent and non-discretionary rules and procedures for fair and orderly trading and establish objective criteria for the efficient execution of orders.**

I lovforslaget heter det at "den som driver MHF, skal i tillegg til å tilfredsstille kravene i § 9-11:

- 1. ha gjennomsluttede og ufravikelige handelsregler, herunder etablere objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre",**

NAET antar at begrepet "transparent" i denne sammenhengen best oversettes med "klare" (regler) og vil som sagt bemerke at begrepet "ufravikelig" legger for strenge føringer på kravet til handelssystem; poenget er å sikre at det er ikke-skjønnsbaserte handelsregler, slik at man oppnår en rettferdig og ordnet handel.

Direktivets artikkel 14 nr 2 sier som følger:

**2. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF establish transparent rules regarding the criteria for determining the financial instruments that can be traded under its systems.**

I den norske lovteksten er dette skrevet som at man må ha "gjennomsluttede og klare regler om hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet". Innholdsmessig er avviket ikke stort, men det etterlater spørsmål med om kravet til "gjennomsluttede" regler her innebærer mer enn at man må ha "klare" regler.

Artikkel 14 nr 2 annen setning lyder slik:

**Member States shall require that, where applicable, investment firms or market operators operating an MTF provide, or are satisfied that there is access to, sufficient publicly available information to enable its users to form an investment judgement, taking into account both the nature of the users and the types of instruments traded.**

I den norske teksten er dette beskrevet som at man må "i nødvendig grad påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, sett hen til type bruker og type finansielt instrument". Direktivtekstens term "where applicable"

samsvarer ikke med den norske reservasjonen "i nødvendig grad" – poenget er operatøren har en ubetinget plikt til å sikre at tilstrekkelig informasjon alltid tilgjengelig.

Artikkel 14 nr 3 lyder som følger:

**3. Member States shall ensure that Articles 19, 21 and 22 are not applicable to the transactions concluded under the rules governing an MTF between its members or participants or between the MTF and its members or participants in relation to the use of the MTF. However, the members of or participants in the MTF shall comply with the obligations provided for in Articles 19, 21 and 22 with respect to their clients when, acting on behalf of their clients, they execute their orders through the systems of an MTF.**

Den norske teksten sier at "kravene i §§ 10-13, 10-15, og 10-16 gjelder ikke for transaksjoner som slutes på MHF mellom personer som nevnt i andre ledd, eller mellom slike personer og MHF. Kravene i §§ 10-13, 10-15 og 10-16 gjelder imidlertid overfor nevnte personers kunder". Etter vårt syn kan det på en klarere måte fås frem poenget; at deltakerne i MHF må oppfylle de nevnte lovreglene i forhold til kundene, når de utfører kundeordre gjennom en MTF.

Artikkel 14 nr 5 sier som følger:

**5. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF clearly inform its users of their respective responsibilities for the settlement of the transactions executed in that facility. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF have put in place the necessary arrangements to facilitate the efficient settlement of the transactions concluded under the systems of the MTF.**

Den norske teksten stiller krav om at MHF skal "tydelig informere sine brukere om deres ansvar for gjennomføring av transaksjoner sluttet i fasiliteten" samt "sørge for at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner på MHF". Også med tanke om at kapittel 11 etterfølges av kapittel 12 med tittelen "Verdipapiroppgjør", kunne det vært klargjørende om begrepet "settlement" var direkte oversatt med "oppgjør", ikke minst siden "gjennomføring av transaksjoner på MHF" språklig (og praktisk) kan bli forstått slik at det er gjennomføringen av selve transaksjonen (handelen/slutningen) på/i MHF det siktes til.

Direktivets artikkel 26 stiller krav til MTF's markedsovervåkning, og sier at man herunder skal overvåke med sikte på å identifisere regelbrudd, "disorderly trading conduct or conduct that may involve market abuse". I den norske teksten er dette oversatt som "rettsstridige handelsforhold og markedsmissbruk, jf kap 3", hvilket er upresist: "Uordentlig handelsførsel" er kanskje ikke en innarbeidet norsk term, men innholdet harmonerer nok i stor grad med kravet i vphl. § 3-9 om at ingen skal praktisere urimelige forretningsmetoder, og at man generelt skal utvise god forretningskikk i verdipapirmarkedet. Begrepet "Market Abuse" er ikke klart definert i direktivet, men sikter formodentlig til reglene som er en implementering av Market Abuse Direktivet (MAD). Dette omfatter så vel mer som mindre enn reglene i kapittel 3 i den norske loven (som ikke inneholder alle relevante regler som implementerer MAD samt enkelte norske særregler). Ved å referere til kapittel 3, gis dermed markedsovervåkingen en annen ramme enn det direktivet krever.

Direktivets artikkel 26 nr 2 lyder som følger:

**2. Member States shall require investment firms and market operators operating an MTF to report significant breaches of its rules or disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse to the competent authority. Member States shall also require investment firms and market operators operating an MTF to supply the relevant information without delay to the authority competent for the investigation and prosecution of market abuse and to provide full assistance to the latter in investigating and prosecuting market abuse occurring on or through its systems.**

I NOU 2006:3 er dette forsøkt implementert i § 11-2 (2) og (3):

**(2) Den som driver MHF, skal umiddelbart gi melding til Kredittilsynet ved mistanke om vesentlige brudd på fasilitetens egne regler, rettsstridige handelsforhold og markedsmissbruk, jf. kapittel 3.**

**(3) Den som driver MHF, skal bistå Kredittilsynet ved mistanker om markedsmisbruk, jf. kapittel 3. Bistanden skal gis uten kostnad for Kredittilsynet**

Som det fremgår er rapporteringsplikten til dels strengere enn etter direktivet (rapportering allerede om mistanke om brudd på egne regler og uordentlig handelsførsel) uten at dette synes tilsiktet. Etter vårt syn er dette en lite heldig utvidelse; det betyr at en operatør faktisk må melde fra til Kredittilsynet ved mistanke om brudd på egne regler, mens direktivets modell altså er at operatøren først skal etterforske mistanken og konstatere om det foreligger regelbrudd eller rettstridige handelsforhold, og så rapportere til myndigheten når man har konstatert at så foreligger. Kravet om at operatøren skal "bistå" Kredittilsynet uten kostnad går også ut over det direktivet har tilsiktet (gi full assistanse, i første rekke ved å gi myndighetene relevant informasjon, i forbindelse med etterforskning og straffeforfølgning av "market abuse" på eller gjennom systemene).

De ovenstående punkter viser at det er en god del avvik med hensyn til hvordan regelverket for multilaterale handelsfasiliteter er foreslått implementert sett i forhold til den engelske teksten, slev om formålet har vært full implementering. Til dels dreier det seg om legale detaljer, men samlet gir det et regime som ikke fullt ut samsvarer med direktivet i den versjonen som typisk vil bli toneangivende (den engelske). NAET vil her anbefale at man ordrett gjengir direktivets regler i oversettelse fra engelsk.

## **5. REGELVERKET FOR REGULERTE MARKEDER**

### **5.1 Definisjonen**

Definisjonen i lov om regulerte markeder § 1-3 lyder som følger:

- (1) Med regulert marked menes foretak som organiserer eller driver et multilateralt system der det legges til rette for regelmessig omsetning og opptak til handel av finansielle instrumenter i samsvar med markedets ufravikelige regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter.**

Dette er ikke i tråd med definisjonen i MiFID artikkel 4(14) som lyder som følger:

**14) "Regulated market" means a multilateral system operated and/or managed by a market operator, which brings together or facilitates the bringing together of multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with its non-discretionary rules - in a way that results in a contract, in respect of the financial instruments admitted to trading under its rules and/or systems, and which is authorised and functions regularly and in accordance with the provisions of Title III;**

Som det fremgår er direktivets krav at handelen skal skje i tråd med "non-discretionary rules", hvilket ikke er det samme som at disse reglene må være ufravikelige, jf tilsvarende kommentar ovenfor. Man kan godt ha handelsregler som er fravikelige, men der fravikelsen ikke er diskresjonær/skjønnsbasert, men knyttet til nærmere vilkår. Motsatt er det etter direktivet ikke godt nok at reglene er ufravikelige, dersom de er skjønnsmessige/diskresjonære i innhold.

Vi bemerker også at MiFID definisjonen ikke stiller krav til opptaksreglenes ufravikelighet, men kun at handelen skal gjelde finansielle instrumenter som er tatt opp til handel/notering i henhold til systemets regler. Det norske forslaget er således ikke en korrekt implementering av MiFID siden nedslagsfeltet for de nasjonale regler om "regulerte markeder" ikke samsvarer med direktivets.

Forslaget vil ha den direkte konsekvens, dersom det blir vedtatt som lov, at en norsk børs ikke oppfyller definisjonen så fremt man anvender opptakskriteriet basert på skjønn. Samtidig gjelder at lovforslaget legger opp til et bredt skjønn med hensyn til om verdipapirene er "egnet for børsnotering", jf også forslaget til § 3-2. I NOU'en på side 119 legger utvalget til grunn at kravet om "ufravikelige" opptaksregler (som man synes å oppfatte som et krav etter direktivet), ikke er til hinder for at det introduseres "opptaksregler med skjønnsmessige vilkår", men her savnes en klar linje i argumentasjonen: Man synes å mene at kriteriet "ufravikelige regler" implementerer direktivets krav til "non-discretionary rules" hva angår handelsregler, men da kan man ikke godt tillate at det introduseres skjønnsbaserte opptaksvilkår, så lenge begge deler forutsettes regulert av samme kriterium "ufravikelige regler". Dersom dette kriteriet "ufravikelige regler" forstås slik at det tillater skjønnsbaserte opptaksvilkår, vil jo det samme måtte gjelde for handelsreglene, der direktivet som sagt ikke tillater skjønnsbaserte regler.

NAET vil på dette punktet anbefale at definisjonen utformes ordrett i tråd med direktivet, slik at også andre aspekter ved definisjonen ivaretas:

14) "Regulert marked" er et multilateralt system som opereres av en markedsoperatør, og som sammenkobler eller på annen måte matcher tredjeparts kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter i systemet i tråd med ikke-diskresjonære regler slik at det resulterer i en kontrakt vedrørende et eller flere finansielle instrumenter som tatt opp til handel i tråd med reglene og /eller systemet, og som er fungerer regelmessig;

## 5.2 Virkeområde

MiFiD Artikkel 36 nr 1 og 4 lyder som følger,

**1. Member States shall reserve authorisation as a regulated market to those systems which comply with the provisions of this Title.**

**Authorisation as a regulated market shall be granted only where the competent authority is satisfied that both the market operator and the systems of the regulated market comply at least with the requirements laid down in this Title.**

**4. Without prejudice to any relevant provisions of Directive 2003/6/EC, the public law governing the trading conducted under the systems of the regulated market shall be that of the home Member State of the regulated market.**

Vår forståelse er at direktivet oppstiller et konsesjonskrav for hjemstaten til et regulert marked. Slik det fremstår for oss, har Utvalget misforstått direktivet med hensyn til det geografiske virkeområde for reglene om regulerte markeder. MiFiD er ment å etablere en "Europa-pass" ordning for de regulerte markeder.

Meningen med artikkel 36 nr 4 er bl.a. å avgrense hvilket lands offentligrettslige regler ("public law" betyr konsesjonskrav og andre offentligrettslige regler) som skal gjelde, nærmere bestemt reglene i hjemlandet for det regulerte markedet. Med andre ord – norsk offentlig rett skal kun gjelde for regulerte markeder der Norge er hjemstat.

Grunnen til at lovvalget i artikkel 36 nr 4 avgrenses til "public law" er for øvrig at man i direktiv et ønsket å muliggjøre at de privatrettslige forhold kan reguleres av andre lands rettsregler enn hjemlandets rett, for eksempel slik at en norsk børs bestemmer at transaksjonene skal reguleres av engelsk rett, motsatt tolkingen i NOU'en side 118. Fraktderivatbørsen IMAREX anvender allerede i dag engelsk rett for sin virksomhet.

Forslaget til norsk implementeringslov inneholder ikke noen adekvat avgrensning på dette punktet, siden man i forslaget til § 1-2 (1) anviser en virksomhetsbasert definisjon som lar all "virksomhet som regulert marked, herunder børs, i Norge" bli omfattet av reglene. Konsekvensen er at for eksempel en svensk eller engelsk børs som driver "grenseoverskridende børsvirksomhet" som i rimelig grad er rettet mot eller involverer bl.a. Norge, kan avkreves norsk konsesjon.

NAET vil anbefale at det gis en klargjøring av at det kun er "norsk regulert marked" som omfattes av lov om regulerte markeder. Det bør også angis nærmere når Norge er å anses som hjemstat for et regulert marked.

## 5.3 Reglene for de regulerte markeder

MiFiD artikkel 36 nr 1 fjerde ledd lyder:

**The operator of the regulated market shall provide all information, including a programme of operations setting out inter alia the types of business envisaged and the organisational structure, necessary to enable the competent authority to satisfy itself that the regulated market has established, at the time of initial authorisation, all the necessary arrangements to meet its obligations under the provisions of this Title.**

NAET kan ikke se at denne bestemmelsen er implementert i forslaget til ny lov.

MiFiD artikkel 37 stiller krav til "management" skal være "of sufficiently good repute and sufficiently experienced" mens artikkel 38 sier at de som har "significant influence" over management skal være "suitable". I den norske teksten er dette samlet i en felles bestemmelse i § 2-7, hvilket betyr at det er kvalifikasjonskrav også for styremedlemmer.



Generelt har man i det norske forslaget valgt å videreføre kravene i dagens norske børsløv (med bl.a. eierbegrensninger) og så supplert med MiFID kravene. Vi vil stille spørsmål om ikke man her burde ha tenkt mer offensivt i retning av harmonisering, men går ikke i detaljer på dette feltet.

#### **5.4 Manglende implementering av Artikkel 34 om valg av oppgjørssystem**

MiFID Artikkel 34 lyder som følger:

**Access to central counterparty, clearing and settlement facilities and right to designate settlement system**

**1. Member States shall require that investment firms from other Member States have the right of access to central counterparty, clearing and settlement systems in their territory for the purposes of finalising or arranging the finalisation of transactions in financial instruments.**

**Member States shall require that access of those investment firms to such facilities be subject to the same non-discriminatory, transparent and objective criteria as apply to local participants. Member States shall not restrict the use of those facilities to the clearing and settlement of transactions in financial instruments undertaken on a regulated market or MTF in their territory.**

**2. Member States shall require that regulated markets in their territory offer all their members or participants the right to designate the system for the settlement of transactions in financial instruments undertaken on that regulated market, subject to:**

**(a) such links and arrangements between the designated settlement system and any other system or facility as are necessary to ensure the efficient and economic settlement of the transaction in question; and**

**(b) agreement by the competent authority responsible for the supervision of the regulated market that technical conditions for settlement of transactions concluded on the regulated market through a settlement system other than that designated by the regulated market are such as to allow the smooth and orderly functioning of financial markets.**

**This assessment of the competent authority of the regulated market shall be without prejudice to the competencies of the national central banks as overseers of settlement systems or other supervisory authorities on such systems. The competent authority shall take into account the oversight/supervision already exercised by those institutions in order to avoid undue duplication of control.**

**3. The rights of investment firms under paragraphs 1 and 2 shall be without prejudice to the right of operators of central counterparty, clearing or securities settlement systems to refuse on legitimate commercial grounds to make the requested services available.**

NOU'en side 110-111 diskuterer artikkel 34, som man mener er inkorporert gjennom nåværende vphl. § 6-6 jf forslaget til § 13-6 (1). Det fremstår her som at Utvalget her har misforstått direktivet og/eller gjeldende norsk lov, ettersom § 6-6 kun sier at verdipapirforetak og kredittinstitusjoner kan opptre på vegne av andre kunder i forhold til en oppgjørssentral (rollen som clearingrepresentant).

Derimot har Utvalget laget en forskriftshjemmel i § 13-6 (2) for å regulere norske verdipapirforetaks og regulerte markeders adgang til utenlandske oppgjørssystemer. Dette er forskriftsregulering som - dersom det blir aktuelt - lett vil komme i konflikt med direktivets artikler 34, 35 og 46 om rett til "cross border" tilkoblinger.

NAET vil på dette punktet anbefale at den norske lovteksten implementerer direktivet i ordrett oversettelse fra engelsk.

## **6. ANDRE ENDRINGSFORSLAG**

### **6.1 Kredittgivning**

Utvalget foreslår i kapittel 10 en viss liberalisering av særnorske bestemmelser, bl.a. hva angår reglene for lån av finansielle instrumenter (ny § 10-6) og kredittgivning (ny § 9-6). Etter vårt syn er det ikke grunn til å opprettholde nasjonale regler på disse områdene. Hva spesielt angår kredittgivning, støtter vi opphevelsen av kravet om tilbakebetaling innen 30 dager. Vi vil bemerke at rammen for kreditt bør utvides til kredittgivning i forbindelse med alle "investeringstjenester som ytes gjennom foretaket". Også kreditt ved sikkerhetsstillelse vil da omfattes, motsatt § 10-7.

Vårt prinsipielle poeng er at norske verdipapirforetak her ikke bør ha mindre handlefrihet enn sine europeiske konkurrenter.

## 6.2 Netting

Det er etter NAET's oppfatning grunn til å utvide nettingbestemmelsene i kapittel 14 til å omfatte alle transaksjoner som gjelder finansielle instrumenter samt transaksjoner knyttet til underliggende instrumenter til derivater.

Dette har betydning for banker, verdipapirforetak og oppgjørssentraler, og vil kunne få betydning også for foretak i energibransjen. Banker, verdipapirforetak og oppgjørssentraler har anledning til å etablere nettingavtaler som en del av avtaler om finansiell sikkerhetsstillelse etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse, men denne loven er begrenset til kunder som ikke er fysiske personer, og rekkevidden for denne loven er avgrenset til å gjelde "finansielle instrumenter". Mange derivatkontrakter vil kunne heves og sluttavregnes ved insolvens også etter de alminnelige konkursrettslige regler, på grunn av avtalenes art (kredittelementet), mens dette ikke nødvendigvis vil gjelde for transaksjoner i andre finansielle instrumenter (herunder spothandel og terminhandel med fysisk oppgjør så langt dette ikke kvalifiserer som finansielle instrumenter) samt handel med underliggende instrumenter til derivater.

Konsekvensen kan bli at eksempelvis verdiforetak ikke kan foreta en full "sluttavregning" av alle transaksjoner med en privatkunde i tilfelle mislighold. Den umiddelbare konsekvens er at foretakene dermed heller ikke kan legge til grunn full nettoavregning for kapitaldekningsformål. Dette betyr at kundene belastes en større egenkapitaldekning, hvilket vil kunne øke kostnaden for kundene, og eventuelt må avkreves høyere sikkerheter. Dette er en ulempe utenlandske verdipapirforetak kan unngå dersom regimene for netting er bedre utviklet i deres hjemland, hvilket er vår erfaring at de gjennomgående er.

For store aktører i handelen med varer og varederivater er det av særlig stor betydning at man kan foreta en sluttavregning av alle relevante kontrakter med kunder og motparter, herunder kontrakter som gjelder fysisk levering, ut fra et fullt "porteføljeprinsipp".

Norske aktører i den internasjonale vare- og varederivathandelen vil erfaringsmessig med internasjonale motparter både handle standardiserte derivater (som er å regne som finansielle instrumenter) og forta handler med underliggende råvarer og benytte instrumenter som ikke alltid vil kvalifisere som finansielle instrumenter etter MiFIDs definisjoner. Dersom det her hersker tvil om adgangen til å foreta "close out netting" for hele porteføljen mot norske aktører i en insolvenssituasjon, blir effekten at det oppstår økte kostnader for norske aktører, ettersom et nettoprinsipp heller ikke kan anvendes for beregning av "limits" og sikkerhetskrav mot den norske motpart og kapitalkravet for motparten knyttet til dette.

Den mulige konsekvensen er også at derivathandelen organiseres av aktører etablert utenfor Norge, i regi av datterselskaper i andre europeiske land som har nettingregler bedre tilpasset den internasjonale handelen med råvarer og derivater. Vi kan ikke forstå at dette er en "utflytting" norske myndigheter ønsker å oppmuntre til.

NAET er av den oppfatning at den begrensede rammen for netting etter vphl. kan representere en svekkelse av konkurransekraften for norske verdipapirforetak, banker og oppgjørssentraler i et stadig tøffere internasjonalt marked. NAET vil derfor anbefale Finansdepartementet å foreslå en utvidelse av nedslagsfeltet for reglene om netting til å omfatte alle "transaksjoner vedrørende finansielle instrumenter og underliggende instrumenter til finansielle instrumenter", slik at det kan foretas close out netting av alle typer transaksjoner i finansielle instrumenter og transaksjoner i underliggende varer og andre underliggende instrumenter.