

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Deres ref: 06/1195 FM EGR

Vår ref: 415468

Dato: 19.06.2006

## **Høringsuttalelse - NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter (gjennomføring av MiFID og transparencydirektivet)**

Det vises til Finansdepartementets brev 28. februar 2006 og departementets senere ettersendelse av utredningen i trykket versjon. Vi beklager at vår høringsuttalelse er blitt noe forsinket.

### **1 Generelt**

Implementeringen av de to direktivene fullfører for børs- og verdipapirretten den rekken av regelendringer som har fulgt med EUs Financial Services Action Plan. For planens formål om å øke effektiviteten ved et felles europeisk marked har verdipapirmarkedsreguleringen vært sett som en viktig brikke. Målet er gjennom harmonisering og gjensidig anerkjennelsesprinsipper å bidra til å øke konkurransen og redusere næringslivets pris på egen- og fremmedkapital. For å oppnå dette har det være sentralt å innføre harmoniserte minstestandarder for investorbekyttelse og gjennomlysning.

Oslo Børs vil påpeke at vi har en vel utbygget verdipapirmarkedsregulering og investorbekyttelse. På mange områder har vi velutviklet regelverk og praksis som først nå blir EU-regulert. På andre områder går vi lenger enn EU-reguleringen. På flere områder må dagens prinsipper erstattes av nye prinsipper som fyller samme formål. Dette kan synes unødig ut fra nasjonale formål. Men for å øke det europeiske kapitalmarkedets effektivitet vil slik harmonisering kunne virke positiv. Mens implementeringsbyrden og kostnadene kommer nå, vil de positive effektene kunne ta mange år.

At harmonisering vil kunne bidra til økt effektivitet og lavere kostnader innebærer at vi i utstrakt grad må være villige til å erstatte velfungerende ordninger med nye ikke utprøvde regler. Dersom vi i Norge i tillegg til å implementere det omfattende EU-regelverket også fullt ut skulle bevare eksisterende ordninger, vil det medføre et regelbyråkrati og en etterlevelsbyrde som vil kunne virke negativt på norske aktørers konkurransedyktighet internasjonalt, og som vil kunne påvirke internasjonale aktørers villighet til å investere og tilby tjenester i Norge. Allerede det at direktivene, og særlig MiFID er et så vidt omfattende regelverk gjør faren for overregulering stor.

Oslo Børs mener utvalget i hovedsak har funnet en hensiktsmessig balanse mellom implementering og videreføring, men mener man nok kunne gått noe lenger i å erstatte eksisterende regler innen et felt med direktivbestemmelser som fyller samme formål. Børsen vil også oppfordre departementet til å få oversikt over hvor stor utstrekning andre land har implementert direktivene uten vesentlige tilleggskrav. I tilfelle taler dette sterkt for å avvike norske særregler. Selv om dette gjelder som et overordnet prinsipp for implementeringen har vi påpekt enkelte særlige områder nedenfor hvor dette er særlig relevant.

I den grad det utkrystaliserer seg ulike retninger i EØS, vil et sekundært mål være harmonisering innen Norden. Selv om det norske verdipapirmarkedet i stor grad retter seg mot Storbritannia og USA, ser mange utenlandske aktører på Norden under ett. Oslo Børs har også felles handelssystem og handelsregler med de andre nordiske børsene. Det er også en god tradisjon for fellesnordisk regulering på andre områder som selskaps- og avtaleretten. Ønske om harmonisering innen Norden må imidlertid for hvert enkelt område avveies mot harmonisering mot andre deler av Europa, og mot hensynet til effektive løsninger. Hensynet til nordisk harmoniserte løsninger har heller ikke samme betydning for Norge hvor børsen ikke er del av et svensk børs konsern.

Direktivene, og særlig MiFID er rammeregulering der utfyllende regulering vil bli fastsatt av EU-kommisjonen i henhold til Lamfalussy-prosedylene, og hvor også utfyllende tolkning og praksis vil harmoniseres i noen utstrekning. Lovverket må derfor nødvendigvis utformes som rammelovgivning med stor bruk av forskriftshjemler. Selv om nivå 2 nok vil være klart når departementet behandler lovforslaget, anbefales at nivå 2 fortsatt bør være i forskrift nettopp for å gi den fleksible tilpasning ved endringsbehov som Lamfalussy-prosessen forutsetter.

At en så vidt vesentlig del av reguleringen gjøres i forskriftsform stiller imidlertid krav om at vesentlige brukerinteresser involveres i dette arbeidet også, og da før høring av forslag hvor endringspotensialet vanligvis vil være begrenset. Vi utelukker ikke at vi i forbindelse med videre arbeid med level 2 og planlegging av direktivimplementeringen vil kunne ha synspunkter og innspill også til de spørsmål som er omfattet av herværende høring.

Utvalget har hatt en omfattende direktivregulering til behandling på relativt begrenset tid, særlig i lys av at samme utvalg også fremla NOU 2005:17 om overtagelsestilbud i august 2005. At et utvalg har behandlet MiFID og transparencydirektivet parallelt har gjort at enkelte spørsmål nok ikke er veldig grundig belyst. Man må derfor være åpen for å gjøre korrigeringer også etter at loven er vedtatt dersom man skulle ha oversett bestemmelser, gjort feil eller foretatt en uhenksom valg.

Lovteknisk og lingvistisk kan implementering av direktiver gi betydelige utfordringer. Direktivenes ordlyd vil kunne være fremmedartede og lite forståelige ut fra norske forhold om de oversettes direkte. På den annen side vil implementering av definisjoner og presise uttrykk som oversettes fritt, gjerne innebære en fortolkning som uforutsett innsnevrer eller utvider innholdet på en måte som får vesentlig betydning. Etter børsens oppfatning har utvalget funnet en rimelig god balanse mellom disse hensyn. Ved tolkningstil vil uansett direktivteksten og fortolkningen av denne ha vesentlig vekt dersom lovgivers forutsetning har vært å ikke fravike denne.

Oslo Børs støtter utvalgets forslag til retts teknisk løsning gjennom to nye lover som egentlig er videreføring av eksisterende lover. Børsen støtter også den overføring av informasjonspliktsbestemmelsene for noterte utstedere fra børsforskriften til verdipapirhandelloven.

Oslo Børs er opptatt av at verdipapirreguleringen bidrar til at privatpersoner får del i de investeringsmuligheter verdipapirmarkedet gir. Det norske verdipapirmarkedet skiller seg fra mange land det er naturlig å sammenligne seg med ved at privatpersoner har en svært lav andel av de samlede verdipapirinvesteringene. Antagelig skyldes dette at sparing i verdipapirer typisk diskrimineres skattemessig sammenlignet med sparing i egen bolig og annen fast eiendom. Oslo Børs mener imidlertid at vi i den utstrekning verdipapirreguleringen skulle ha betydning, velger løsninger som kan stimulere økt sparing i verdipapirer.

Merknadene nedenfor er angitt ved referanse til utredningens kapitler og lovforslagene.

## **2 Verdipapirmarkedsdirektivet - MiFID**

### **Kap 2.5, lovforslaget vphl § 2-2 - Nærmere om finansielle instrumenter**

Lovforslaget endrer noe på dagens definisjon av "omsettelige verdipapirer", se forslaget § 2-2 annet ledd blant annet ved at den nå angir grunnvilkåret "*verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet*". Ettersom instrumenter som faller utenfor denne dette vilkåret gjerne vil falle under andre deler av definisjonen av finansielle instrumenter, har avgrensningen særlig betydning for prospektplikten som er knyttet nettopp til omsettelige verdipapirer. Som utøver av prospektkontrollen vil børsen måtte foreta denne avgrensningen. Spørsmålet er om "*kan omsettes på kapitalmarkedet*" viser til instrumenter som etter sin art kan omsettes, eller om det vises til instrumenter som etter sin konkrete utforming kan omsettes. Vil f eks aksjer eller obligasjoner som etter sine vedtekter eller lånevilkår er gjort uomsettelige være omfattet av prospektplikten? Utvalget synes å legge dette til grunn, jf utredningen side 33 annen spalte der det heter:

*"som utgangspunkt anses som omsettelig såfremt det ikke følger av lov eller annen regulering at omsetning er utelukket".*

Det kan synes som det med "annen regulering" også siktes til de dokumentene som definerer instrumentet så som vedtekter, låneavtale eller andre konkrete betingelser. Dette støttes også av uttalelsen på side 36 annen spalte fjerde avsnitt der et vilkår for å være omsettelig verdipapir beskrives som "*kravet om at instrumentene må kunne omsettes*".

Dette vil i tilfelle være en endring i forhold til hva departementet har uttalt som gjeldende rett i Ot prp nr 69 (2004-2005) om gjennomføring av prosepekt direktivet s 22 der det heter:

*"Bestemmelser om omsetningsbegrensninger, f. eks. gjennom vedtekter eller aksjonæravtale, er etter departementets oppfatning ikke avgjørende for om*

verdipapiret faller inn under kategorien "omsettelige verdipapirer" i vphl § 1-2 tredje ledd."

Arbeidsgruppen som forberedte høringsnotat om gjennomføring av prospektdirektivet hadde motsatt standpunkt etter muntlig kontakt med EU-direktivet, se Ot prp nr 69 (2004-05) side 19.

Uansett har prospektdirektivet forutsatt at definisjonen kan endres som følge av MiFiD slik at MiFiDs definisjon blir avgjørende.

Børsen mener fortolkning av dette spørsmålet først og fremst vil være en fortolkning av direktivet som bør gjøres med EU-organer evt i CESRs samarbeidsorgan, og som prospektmyndigheten kan håndtere. Oslo Børs har ikke sterke synspunkter på hvilken tolkning som legges til grunn ettersom reelle hensyn kan anføres for begge løsninger, men at det finnes en forutsigbar tolkning. Den tolkning som evt gis i forarbeider vil uansett vel måtte gis med forbehold om at det finnes en omforent EØS-fortolkning av dette.

#### **Kap 4.8 – lovforslagets vphl § 10-22 - Verdipapirforetaks rapportering av transaksjoner**

Bestemmelsen stiller krav om at verdipapirforetak skal rapportere alle transaksjoner de medvirker for så vidt gjelder verdipapirer notert på regulert marked til Kredittilsynet. Oslo Børs har ingen innsigelser mot bestemmelsen utforming og avgrensning, og viser til at rapporteringsplikts nærmere innhold vil måtte fastsettes i forskrift når EUs utfyllende regler er fastsatt.

Børsen vil imidlertid bemerke at rapporteringsordningen medfører noe vesentlig større og nytt i forhold til dagens rapportering til børsen. Ved at børsen ikke lenger vil være obligatorisk rapporteringssted for tilsynsformål, vil Kredittilsynet få ansvaret for dette. Børsen er opptatt av at norske verdipapirforetak med dette ikke påføres unødig tyngende plikter, men at det etableres systemer som smidig og rimelig kan håndtere rapporteringsplikten. Børsen vil også understreke betydningen av at ikke myndighetene med dette bygger opp et unødig stort apparat for mottak, for håndtering og formidling av transaksjonsrapporter. Vi mener de planer som svenske myndigheter har lagt opp til har en ambisjon og et omfang som vil medføre store etablerings- og årlige kostnader. Oslo Børs vil oppfordre til å velge nordiske løsninger hvor dette er rasjonelt, men ikke der dette medfører investeringer som langt overstiger behov og krav.

Vi viser også til særskilt brev til de nordiske myndighetene fra Norex-børsene og de nordiske fondsmeglerforeningene der man ber om at omfanget av rapporteringsforpliktelsene begrenses til det som er obligatorisk etter MiFiD, herunder at man ikke krever at rapportene skal inneholde klientidentifikasjon. Opplysninger om hvilken klient som ligger bak hver enkelt rapportert transaksjon vil uansett være tilgjengelig for tilsynsmyndighetene på forespørsel i henhold til verdipapirforetakenes plikt til å gi også taushetsbelagte opplysninger på forespørsel. Å rapportere kundeidentifikasjon for verdipapirforetakenes transaksjoner er sammensatte vil også være uforholdsmessig tungvint. På den ene siden vil én markedstransaksjon dekke mange kunders ordre, mens en kundeordre kan måtte dekkes ved svært mange

transaksjoner, f eks hvor kunden ønsker et gjennomsnitt gjennom dagen og det anvendes elektroniske ordresystemer.

De behov transaksjonsrapporteringen skal fylle oppfylles i dag av den rapportering som skjer til Oslo Børs, og som gjøres tilgjengelig for tilsynsmyndighetene på forespørse. Mye kan tale for at en videreutvikling av dette rapporteringssystemet vil kunne fylle disse formål. Dersom dagens rapportering i børsens handelssystem suppleres med et filoverføringssystem som gjør at Kredittilsynet faktisk har databasen, vil dette antas å fylle direktivets krav og de faktiske behov. Riktignok må rapporteringsplikten utvides bl a til å omfatte ikke-medlemmers transaksjoner, instrumenter på andre EØS-markeder, varederivater fra Nord Pool og Imarex og systemer for utveksling av opplysninger med utenlandske myndigheter. System- og driftskostnadene vil også måtte finansieres ved offentlige midler eller brukerbetaling. Oslo Børs inngår gjerne i en dialog med myndighetene om utvikling av et kostnadseffektivt system.

#### **Kap 4-9 og 4-10 – lovforslaget vphl 10-24 og 10-25 – Verdipapirforetakenes offentliggjøring av informasjon om utførte transaksjoner**

Med opphevelsen av rapporteringsplikten til børs (regulert marked) kan markedets karakter endres vesentlig. Mens det i dag finnes et sentralisert rapporteringssted som offentliggjør kurser og ordre, vil man måtte belage seg på enten å innhente informasjon fra flere kilder eller at det finnes aktører som tilbyr konsoliderte kursbilder.

Oslo Børs mener likevel vi skal kunne opprettholde investorenes tilgang på et konsolidert kursbilde også i fremtiden der investorer vanligvis vil kunne få beste pris (best execution). Det alt vesentlige av handelen gjøres i dag i Oslo Børs' ordrematchingssystemer og offentliggjøres i den forbindelse. For transaksjoner som i dag gjøres utenombørs og rapporteres til børs, vil børsen fortsatt tilby verdipapirforetakene å rapportere transaksjoner til børsen, og gjennom det tilby å forestå offentliggjøringen av transaksjoner og ordre. Børsen vil derved bidra til å lette verdipapirforetakenes etterlevelse av lovforslagets § 10-23 og 10-24 samtidig som det øker kvaliteten på børsens kursbilde.

Bestemmelsene gjelder kun for aksjer, mens det er åpnet for bruk av forskrift for så vidt gjelder andre finansielle instrumenter. Med mindre man i det norske markedet skulle se særskilte behov, antar børsen at markedsaktørene samlet sett vil være tjent med å videreføre dagens ordning for derivat- og obligasjonsmarkedet. Det vises til at EU-kommisjonen innen 2009 skal evaluere å utvide gjennomsiktighetskravne i MiFiD til øvrige markeder, jf direktivet art 65 nr 1. Når EU har valgt å utsette denne vurderingen skyldes det disse markedenes særegenheter, og at de hensyn som gjelder for aksjer ikke nødvendigvis eller ikke fullt ut gjelder for andre instrumenter. Med mindre aktørene skulle ha innsigelser mot dagens organisering av disse markedene er det naturlig å søke dette videreført inntil utfallet av EUs evaluering foreligger. Dette vil i tilfelle innebære at medlemmene fortsatt vil offentliggjøre handler gjort utenom børsens systemer gjennom rapportering til børsen. I mangel av særskilt regulering i lov eller forskrift antas børsen å kunne konsultere markedsaktørene og ved behov regulere dette i handelsreglene.

Etter lovutkastet § 10-24 annet ledd tredje pkt kan Kredittilsynet gi tillatelse til utsatt rapportering. Bestemmelsen skal tilfredsstillende direktivbestemmelsene som åpner for at nasjonale myndigheter kan tillate utsatt rapportering av store blokkhandler etter

nærmere spesifikasjoner i de utfyllende reglene. Vi vil understreke at gjennomlysning av handelen er et viktig kvalitetstrekk ved børsmarkedet, og har særlig kjennetegnet de nordiske markedene. Børsene har i dag regler om utsatt rapportering i sine handelsregler for såkalte blokkhandler av samme hensyn som direktivets unntaksregel. At myndighetene – mot i dag børsen – etter direktivet kan tillate slik utsatt rapportering betyr også at det kan gis tillatelser som er mindre omfattende enn direktivet åpner for. Dette bør bero på en totalvurdering av hensyn som kan gjøres avhengig av det aktuelle markedet. Vi ber derfor om at den mulighet til utsettelse som gis i medhold av utkastet § 2-24 annet ledd nr 3 samordnes med utsettelse som gjelder for regulert marked etter utkast til børsløvs § 2-26 tredje ledd, og at dette gjøres etter konsultasjon med markedsplassen(e) og andre aktører.

## **kap 6 og 7 – Forslaget til ny børsløvs – Regulerte markeder**

Oslo Børs støtter utvalgets forslag til ny børsløvs og til at de foreslåtte konsesjonsordninger. Det kan imidlertid stilles spørsmål ved om særreguleringen av regulerte markeder med konsesjon som børs er en unødvendig regulering. EU-direktivene har nå erstattet betegnelsene "børs" og "børsnotering" som vilkår og koblingsord med "regulert marked" og "opptak til handel på regulert marked". Riktignok gjelder fortsatt deler av det konsoliderte børsopptaksdirektivet Rdir 34/01 som stiller krav til verdipapirer som opptas til såkalt offisiell børsnotering. Dette direktivet stiller imidlertid ikke organisatoriske krav til børs som ikke er oppfylt med MiFID. Ved siden av dette gir da den særskilte konsesjonsordningen ingen rettigheter utover retten til å betegne sin virksomhet som børs. I lys av at dette tradisjonelt har vært en særskilt konsesjonsordning har børsen likevel ikke innsigelser mot forslaget på dette punkt.

### **Kap 6.2 Lovforslaget børsløvs § 1-3**

Definisjonen av regulert marked i lovforslaget § 1-3 oversetter direktivets "non-discretionary rules" med "ufravelige regler".

Oslo Børs vil understreke – som utvalget s 119 – at regulerte markeders regler vil måtte innebære skjønnsmessige regler. Uten denne muligheten vil reguleringen kunne bli uforholdsmessig rigid. Begrepet er en del av en definisjon, og ikke et krav til markedet. Vi antar at denne delen av vilkåret er brukt for å skille dette fra mellommannssystemer som ikke er regelbasert. I den grad dette skal utgjøre et vilkår for konsesjon må det være innenfor et formål å hindre at systemer basert på vilkårlige beslutninger skal anses som regulert marked. Vi antar derfor at det ikke vil være påkrevet å erstatte de regler som inneholder diskresjonært skjønn med regler som bygger på mer konkrete vilkår.

### **Kap 7.11 Opptak til handel**

Lovutkastet § 2-21 annet ledd siste pkt angir at reglene for opptak til derivater skal sørge for at derivatkontraktene er utformet på en måte som "sikrer korrekt prisdannelse". Dette skal implementere direktivets "allows for orderly pricing..". Vi antar at ordlyden bør revurderes, og f eks erstattes av "legger til rette for velordnet prisdannelse".

### **Kap 6.3 - lovforslaget børsloven § 3-6 - Kontrollkomité**

Utvalget foreslår at regulert marked ikke trenger kontrollkomité. For regulert marked med tillatelse som børs foreslås dagens obligatoriske krav om kontrollkomité erstattet av en hjemmel for myndighetene til å fastsette generelle krav om kontrollkomiteer.

Oslo Børs støtter forslaget, og viser til utvalgets begrunnelse.

Etter børsens vurdering er det naturlig å gjøre tilsvarende evalueringer for andre institusjoner med kontrollkomité slik banklovkommisjonen har gjort for finansforetak, men da til tid og anledning hvor de relevante regelverk er til en helhetlig vurdering. At slike vurderinger ikke er gjort i andre foretak og ikke kan gjøres i herværende sammenheng, bør ikke være til hinder for å tilpasse regelverket for børser i lys av erfaringer og de nye direktivkravene.

### **Løpende mulkt og overtredelsesgebyr – lovforslaget børsloven §§ 2-27 og 2-28**

Utvalget har foreslått at regulert marked skal kunne ilegge utstedere og medlemmer overtredelsesgebyr og løpende mulkt, se lovforslaget børslov §§2-27 og 2-28.

Oslo Børs støtter utvalgets forslag. Regulerte markeder skal ha regler på mange områder og markedsovervåkning. Mens Kredittilsynet og påtalemyndighetene vil kunne følge opp overtredelser av lov og forskrift vil det regulerte marked selv måtte følge opp eventuelle brudd på markedets egne regler. Regler og tilsyn uten sanksjoner blir lite effektivt. Regulerte markeder vil naturligvis kunne sanksjonere ved å avvikle noteringen (strykning) eller bringe medlemskapet til opphør, men det vil kunne være uforholdsmessig som sanksjon hvilket betyr at man vil være svært tilbakeholden med å anvende slike sanksjoner. For utstederes del vil strykning også ramme aksjonærene som har belaget seg på den gjennomlysning og investorbekyttelse som er knyttet til handel på regulert marked. Advarsler og konstatering av overtredelser vil neppe være tilstrekkelig. Det er mulig overtredelsesgebyr vil kunne hjemles gjennom privat autonomi gjennom børsens regler/standardavtaler. Justisdepartementet har imidlertid reist tvil om et overtredelsesgebyr av slik karakter kan hjemles i slike standardavtaler. I lys av dette er det naturlig at børsens lovhjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr videreføres. Vi er enig i at tilsvarende bør gjelde for regulert marked.

Oslo Børs er imidlertid opptatt av at det ikke skal være interessekonflikter knyttet til bruk av overtredelsesgebyr fordi overtredelsesgebyret tilfaller børsen som er et kommersielt foretak. Oslo Børs har derfor offentlig kommunisert i 2002 etter at børsen ble privatisert at vi vil gi provenyet fra overtredelsesgebyrer til et formål som tjener det norske verdipapirmarkedet i den utstrekning disse skulle overstige kostnadene knyttet til irretteføring av sakene. Gebyrene har de siste årene utgjort hhv 1,5 og 1,6 millioner kroner. For å tydeliggjøre at sanksjonsmyndigheten utøves uavhengig av forretningsmessige hensyn har børsen i et forslag til endring av børsforskriften foreslått at en disiplinærnemnd uavhengig av børsens styre og administrasjon skal treffe vedtak i overtredelsessaker. Videre er det foreslått at provenyet skal tilfalle Finansmarkedsfondet som med et styre oppnevnt av Finansdepartementet utdeler bidrag til forskning og opplysningsvirksomhet knyttet til verdipapirmarkedet. Det vises til Oslo Børs brev til

Finansdepartementet av 31. januar 2005. Forslaget er fortsatt til behandling i departementet.

## **Kap 9 Utredningens – lovforslaget vphl § 15-1 og børsloven § 2-24**

### **Overvåking**

Etter at MiFID blir implementert blir det opp til verdipapirforetak selv å velge publiseringsmåten for handler gjennomført utenfor regulerte markeder, jf lovforslagets vphl § 10-24.

Etter lovforslaget vphl § 15-1 sammenholdt med forslaget til børslov § 2-24 første ledd annet pkt. vil tilsynet med denne plikten primært tillegge Kredittilsynet. Det vises til at det regulerte markedet *”skal overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på markedets egne rettsstridige handelsforhold og brudd på reglene i verdipapirhandelloven kapittel 3”* (vår understrekning).

Dette skyldes blant annet at den regulerte markedsplassen ikke nødvendigvis vil ha oversikt over slike handler i sine egne systemer, noe som igjen vil påvirke det regulerte markedets evne til å følge opp slik handel. Oslo Børs bruker i dag en stor andel av sine operative ressurser til å følge opp utenombørshandler og ser det som en viktig del av den samlede markedskvaliteten. Selv om antall og verdi av slike handler er relativt lav i forhold til det som gjennomføres gjennom børsens ordrebok så utgjør ressursbruken en betydelig andel. I april 2006 ble det innrapportert 12.501 utenombørshandler til en verdi av 12,5 milliarder. Forhold som børsen følger opp kan i hovedsak deles opp i to kategorier, hhv forhold knyttet til børsens handelsregler og forhold knyttet til verdipapirhandelloven:

#### *Overvåking av utenombørshandler knyttet til børsens handelsregler*

De viktigste forholdene knyttet til oppfølging av børsens handelsregler innebærer oppfølging av selve rapporteringen med hensyn på pris/volum, tidsriktig rapportering, korrekt bruk av omsetningsmerknad – som angir hva slags type handel det er, korrekt angivelse av eiermarkering (dvs markering om handelen er utført på vegne av kunde, egen regning eller del av et tilbakekjøpsprogram). Børsen har i dag en rekke alarmer som følger opp disse forholdene og er i daglig kontakt med børsmedlemmer om forhold vedrørende rapporteringen. Børsen har de siste årene sanksjonert med flere overtredelsesgebyr mot børsmedlem for brudd på børsens rapporteringsregler.

#### *Overvåking av utenombørshandler knyttet til verdipapirhandelloven*

Et viktig forhold er å sikre investorer best tilgjengelig kurs (best execution) på gjennomførte handler. Børsen har gjennom sitt overvåkingssystem en kontinuerlig oppfølging av at utenombørshandler rapporteres på markedskurs. Videre føres det løpende kontroll med at meglere ikke tar posisjoner for egen regning for å utnytte prisbevegelesene en kundeordre kan ha. Flere saker som er direkte knyttet til utenombørshandler har blitt initiert av børsen og endt opp med forelegg eller dom.



Børsen har siden det ble startet med elektronisk handel og elektronisk overvåking i 1999 hatt fokus på rapportering av utenombørs handler. I denne perioden har det blitt bygd opp betydelig kompetanse knyttet til ulike forhold knyttet rapportering av slike handler samt sentrale verdipapirrettslige vurderinger relatert til slike handler.

Dersom det nye MiFID regimet medfører at børsen ikke har oversikt over utenombørstransaksjoner vil tilsyn med disse handlene måtte organiseres på en annen måte. Børsens oppfølging er i dag tett, utføres i realtid og støttes av tilpassede, kostbare og til dels komplekse datasystemer. Børsen tilsynsfravær vil, dersom det ikke erstattes av noe tilsvarende, kunne få negative konsekvenser for tilliten til kursdannelsen og således til verdipapirmarkedet generelt. Etter § 15-1 tredje ledd kan Finansdepartementet delegerer Kredittilsynets myndighet til regulert marked. Børsen er åpen for å påta seg overvåkningsoppgaver innenfor hva som faller sammen med børsens formål og at børsen da gis tilstrekkelige virkemidler.

### **Kap 9.4 Taushetsplikt – lovforslaget vphl § 15-6 – Kredittilsynets taushetsplikt**

I den utstrekning børsen skal ha delegerede oppgaver etter utkastet vil den være avhengig av å få nødvendige opplysninger fra aktører eller også fra Kredittilsynet uten hinder av Kredittilsynets taushetsplikt, jf utkastet § 15-6. Vi ber om at dette presiseres i bestemmelsen.

## **3 Transparensdirektivet**

### **Offentliggjøring og lagring av meldinger**

En vesentlig endring fra dagens system er at noterte utstedere selv vil være ansvarlig for å offentliggjøre sine selskapsmeldinger. Samtidig skal de sendes til den offisielle lagringsenheten – som er foreslått å være det regulerte markedet, samt til Kredittilsynet. Dette vil kunne medføre en vesentlig større byrde enn i dag hvor oversendelse til børsen er tilstrekkelig fordi børsen viderefremidler og lagrer meldingen. Oslo Børs vil imidlertid søke å legge til rette for at selskapene fortsatt kan velge Oslo Børs som informasjonskanal og derved oppfylle sine plikter etter loven.

Oslo Børs støtter forslaget om at det regulerte markedet skal være den offisielle lagringsmekanismen.

### **Flaggeplikten**

Lovforslaget bygger videre på eksisterende norske regler så langt mulig, og legger da i noen utstrekning større forpliktelser på investor enn direktivet. Det innebærer dels at tersklene er noe annerledes utformet, at fristen er noe kortere og at offentliggjøringsystemet avviker noe.

Oslo Børs er enig med utvalget at vi i Norge har effektive og gode flaggeregler, og at det kan være grunn til å videreføre disse hvor direktivet vil innebære en svakere

gjennomlysning. Etter vår oppfatning gjelder dette hensynet fullt ut når det gjelder *fristen* for flaggeplikten. Vi er også enig i den endring i ordlyden til "*så raskt som mulig etter at avtale er inngått*" som er gjort i forhold til dagens lov fordi den reflekterer en kodifisering av dagens fortolkning av straksvilkåret.

Når det gjelder de øvrige fravikelsene fra direktivets regel og system, mener børsen det vil være større fordeler ved å harmonisere mot andre lands regler enn å opprettholde dagens system. Det vil si at dersom andre land i stor grad velger å implementere direktivet uten tillegg og modifikasjoner, vil det være betydelige fordeler ved harmonisering. I Norge har vi en stor andel utenlandske investorer. Særnorske regler vil ha en kostnad for disse i oppfølging som nettopp er det direktivene skal søke å redusere. Også for norske tilsynsmyndigheter vil en harmonisering kunne være hensiktsmessig og redusere behov for veiledning og trolig også øke etterlevelsen.

Et eksempel er kravet til flaggemeldingenes innhold hvor utkast til level 2-regulering legger opp til et standard meldeskjema som kan anvendes. Dersom Norge som eneste eller et av få land skulle ha spesielle krav til innholdet i flaggemeldinger som gjør at standardkjemaet ikke kan anvendes vil det være lite heldig i forhold til utenlandske investorer som investerer i flere land. Vi vil derfor for det første støtte utvalgets forslag om å overføre kravene til flaggemeldingens innhold til forskrift. For det andre vil vi oppfordre om å velge en løsning som ikke overoppfyller direktivet.

Direktivet legger opp til at offentliggjøring skal skje ved melding fra den flaggepliktige til selskapet som igjen offentliggjør etter de alminnelige reglene. Dette har den fordel at det er *ett* regime for offentliggjøring, og at det alltid er utstederne som offentliggjør og sender til den offisielle lagringsmekanismen. I CESRs forslag til level 2-regulering vedrørende den offisielle lagringsmekanisme vil det være krav om systemer for verifisering av avsender av meldinger. Å etablere dette for alle potensielle investorer underlagt flaggeplikten er ikke mulig, men det er fullt mulig å etablere for noterte utstedere. Riktignok kan det fortsatt være vanskelig å verifisere avsender for utsteder, men denne vil gjerne kjenne til sine aksjonærer mer enn en offisiell lagringsmekanisme. Vi vil derfor be departementet vurdere å følge direktivets system også her.

## Overvåkning

Direktivet og lovforslaget innebærer at børsen ikke lenger vil være obligatorisk offentliggjøringskanal for det som i dag betegnes som børsmeldinger. Dette innebærer i utgangspunktet at tilsynet med utstedernes offentliggjøring vil tilligge Kredittilsynet, med mindre dette særskilt delegeres. Det vises til tilsvarende merknader ovenfor for så vidt gjelder realtids handelsrapportering etter MiFID.

Den forebyggende virksomheten ved børs pauser som børsen i dag driver vil også kunne bli vanskeligere når børsen ikke er formidler av børsmeldinger. Det samme gjelder den rettleiding og kontroll børsen utfører overfor utstederne. Børsen vil vurdere om det er andre måter å fylle de vesentligste av disse formålene.

## Sanksjoner

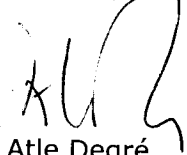
Oslo Børs støtter den redaksjonelle overføring av vesentlige bestemmelser fra børsforskriften til verdipapirhandelloven. Det gjelder også informasjonsplikten i forslaget kap 5 del I. Et spørsmål er om dette gjør at børsens sanksjonshjemmel bortfaller. Overtredelsesgebyrhjemmelen i børsloven § 2-28 gjelder jo overtredelse av børsloven med forskrifter og vesentlige overtredelser av børsens egne regler.

Men børsloven § 5-1 er jo foreslått erstattet av ny børslov § 2-19 som ikke sier noe om at børsens regler skal være "utfylling". Børsen kan da, som i dag ha informasjonspliktsregler også i egne regler som gjentar og utdyper lovens krav. Spørsmålet er om det likevel er eller bør være en begrensning som gjør at børsen ikke kan gjenta lovregler i forretningsvilkår og derved tilta seg sanksjonsmyndighet.

Dersom man mener dagens arbeidsdeling skal fortsette, kan man enten – som i dag – si at dette følger av børsreglene og derved kan sanksjoneres. Eller så bør man si noe om dette i tilknytning til børsloven § 2-19, f eks legge til "brudd på vphl §§ 5-2, 5-3, 5-7, 5-8, 5-9, 5-10, 5-11, 5-12, 5-13 og 5-14.". Da blir det helt klart og er bare en videreføring av dagens rettstilstand for så vidt gjelder informasjonsplikten mv.

Dette suppleres av forslag til ny børslov § 2-21 tredje ledd skal børsen har ordninger for å påse at utstedere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til handel oppfylder sine forpliktelser etter vphl kap 5 og 7. Etter forslag til vphl § 15-3 skal børsen rapportere overtredelser til Kt.

Med hilsen  
OSLO BØRS ASA



Atle Degré  
Juridisk direktør