



## FINANSDEPARTEMENTET

Finansdepartementet  
Postboks 8008, Dep.  
0030 Oslo

0 4. JUL. 2006

Saksnr.

Arkivnr.

06/1195-47

Vår dato 27.06.2006  
Deres dato 28.02.06  
Vår referanse IH/kzf 44021  
Deres referanse 06/1195 FM EGR**Høring - NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter  
(gjennomføring av MiFID og transparency-direktivet)**

Det vises til departementets høringsbrev av 28.02.2006. Nedenfor følger Næringslivets Hovedorganisasjons (NHO) uttalelse i saken.

**1. Generelt**

Ved gjennomføringen av disse EU-direktivene er det få muligheter for nasjonal tilpasning. Lovgivers tilpasningsmuligheter går slik NHO ser det i hovedsak ut på valg av implementeringsmetodikk, herunder valg av struktur i gjennomføringen i forhold til direktivteksten, ordvalg ved implementering, samt forholdet til eksisterende lovbestemmelser som i en del tilfeller allerede i norsk rett regulerer de forhold MiFID-direktivet og transparency-direktivet nå tar sikte på å regulere. Etter NHOs oppfatning er må disse hovedpunkter ligge til grunn for gjennomføringen i norsk rett:

- Norske regler bør legges tett opp til direktivet. Det bør være enkelt å gjenfinne direktivbestemmelsene i norske regler.
- Norske virksomheter må ikke få andre og mer byrdefulle krav enn i andre EU-land
- En nordisk felles gjennomføringslinje bør tilstrebes så langt det er mulig
- Detaljregler må utformes i samråd med brukerne etter at detaljreguleringen er endelig på plass i EU.

NHO støtter forslag til valg av gjennomføringsmåte i lovstruktur ved å foreslå en ny verdipapirhandellov og en ny lov om regulerte markeder, som i hovedsak er basert på eksisterende verdipapirhandellov og eksisterende børslov.

NHO støtter også utvalget i at det ideelt sett ville ha vært ønskelig å samle denne reguleringen i to lover – en institusjonslov og en adferdslov – hvor også andre regelverk innenfor området ble innlemmet, herunder prospektreguleringen, markedsmissbruksreguleringen, oppkjøpsreguleringen m.v. Etter NHOs oppfatning bør dette vurderes i forbindelse med en evaluering av lovendringene. Etter NHOs oppfatning er det viktig ved slike mer omfattende lovendringer, at det på forhånd

fastsettes et evalueringstidspunkt. I denne forbindelse vil det etter vår oppfatning være naturlig å vurdere behovet for å implementere hele regelverket i en institusjonslov og en adferdslov.

NHO er også positiv til at utvalget gjennomgående i liten grad har foreslått særnasjonale regler, der direktivet åpner for dette, utover på enkelte punkter å opprettholde en norsk særregulering som allerede eksisterer i dag. Dette ser NHO på som viktig i forhold til at reguleringen skal fungere etter intensjonen; et likt regelverk på verdipapirhandelsområdet i Europa som skal stimulere økt grad av transaksjoner over landegrensene og derigjennom økt vekst i den europeiske økonomien.

Når det gjelder implementeringen av MiFID-direktivet, er imidlertid NHO sterkt opptatt av at implementeringen tar hensyn til det integrerte nordiske kraftmarkedet og det nordiske børssamarbeid gjennom NOREX. Etter vår oppfatning skal det sterkt tungtveiende grunner til for at Norge skal ha avvikende regler på disse områdene i forhold til våre nordiske naboland. NHO viser i denne forbindelse til de synspunkter som er kommet til uttrykk i høringsuttalelse fra NHOs landsforening for energibedrifter, Energibedriftenes Landsforening. NHO slutter seg til de synspunkter som der er gitt omkring de særlige forhold som gjør seg gjeldende i forhold til det finansielle kraftmarkedet i Norden.

## **2. Implementeringen av MiFID-direktivet**

MiFID-direktivet medfører særlig en omlegging av reguleringen av investeringstjenester i forhold til ISD-direktivet, og vil gi konsesjonsplikt for flere tjenester enn tidligere. Varederivater vil etter dette bli omfattet av EU-reguleringen og vil gi noen føringer for den norske reguleringen, selv om varederivater tidligere også var omfattet av norsk verdipapirhandellovgivning. I tillegg medfører MiFID en betydelig og detaljert regulering av forholdet mellom verdipapirforetaket og kunden, særlig i forhold til aktører som oppfattes som ikke profesjonelle.

Som nevnt innledningsvis er NHO positiv til at utvalget foreslår å gjennomføre direktivet etter dets minimumskrav, uten å legge til særkrav for nasjonale aktører. Som nevnt foran er det av stor betydning for det norske verdipapirmarkedet at det er en tilnærmet lik regulering av dette som i våre omkringliggende land. Norge er netto mottaker av investeringer i forholdet til utlandet, og det er derfor viktig at regelverket omkring disse investeringene er mest mulig likt det som investorene kjenner til i sine hjem-reguleringer.

### ***Regulering av investeringstjenester***

NHO er positiv til at utvalgets forslag om å benytte seg av muligheten til å unnta investeringstjenester fra regulering under direktivet, respekteres. NHO er særlig opptatt av unntaket for konserninterne transaksjoner for selskaper som "leilighetsvis" formidler posisjoner og/eller er aktive i derivatmarkedet og foretak som utelukkende driver egen handel..

Unntaket for konserninterne transaksjoner har stor betydning for de fleste konserner, enten de er store eller små. Slik selskapsstrukturen i mange små og store selskaper er, og slik konsernene har organisert sin virksomhet, er det ofte ett selskap eller en avdeling i et selskap som håndterer investeringstjenester på vegne av alle selskapene i hele konsernet. Dette kan gjelde både valutainvesteringer kraftinvestering, og andre posisjoner som ofte vil inkludere investeringstjenester. Med globaliseringen og bedriftenes økede aktivitet generelt mot utlandet – dette gjelder både store og små selskaper – vil det være stadig mer aktuelt å yte finansielle tjenester til selskaper i konsernstrukturen, for eksempel innenfor valutasing av kontrakter, sikring av kraftleveranser, m.v.

NHO støtter imidlertid at det innføres konsesjonsplikt for mottak og formidling av ordre samt investeringsrådgivning i denne forbindelse.

#### ***Omsettelige verdipapirer og andeler i kommandittselskaper og ansvarlige selskaper***

MiFID-direktivet vedlegg 1, del C nr. 1 regulerer "transferable securities" som finansielle instrumenter som omfattes av direktivet. I forhold til dagens regulering i norsk rett omfattes ikke andeler i kommandittselskaper og ansvarlige selskaper av definisjonen omsettelige verdipapirer i verdipapirhandelloven § 1,2 2. ledd nr. 1.

Utvalget foreslår å regulere dette slik at ANS og KS-andeler ansees som finansielt instrument i verdipapirhandellovgivningens forstand, og begrunner dette særlig med at det ikke er noen grunn for en reguleringsmessig forskjellsbehandling med hensyn til mellommanns- og rådgivningsvirksomhet ettersom en selskapsandel som rent faktisk kan omsettes er en aksje eller en annen selskapsandel.

NHO slutter seg til utvalgets vurdering på dette punkt, og vil særlig fremheve betydningen av at det er de samme reglene som gjelder for omsetning av eierandeler i dette markedet. Vi viser særlig til forholdet knyttet til tilrettelegging og omsetning av eierandeler innen fast eiendom (syndikering) i den forbindelse.

#### ***Krav til organisasjonsform for verdipapirforetak***

Gjennom dagens regulering må et verdipapirforetak enten være en finansinstitusjon eller et ASA for å få konsesjon. Utvalget foreslår at også aksjeselskap kan få konsesjon som verdipapirforetak, noe NHO støtter. NHO kan ikke se at det skulle foreligge noen saklige grunner for å kreve allmennaksjeselskapsorganisering for et verdipapirforetak, og at eventuelle hensyn til soliditet, kapitaldekningskrav, spredning med hensyn til antall aksjonærer m.v. eventuelt er tilstrekkelig ivaretatt gjennom andre regler.

#### ***Operasjonelle krav til verdipapirforetakene***

MiFID-direktivet inneholder en rekke bestemmelser som særlig tar sikte på å beskytte kundene til verdipapirforetakene mot dårlig rådgivning. En rekke bestemmelser om plikt til informasjon, risikosynliggjøring samt kunnskap om kundens finansielle situasjon pålegges verdipapirforetakene av denne årsak. MiFID

åpner imidlertid for at disse særlige kundebeskyttelsespliktene kan unntas i forhold til såkalte "kvalifiserte motparter". Utvalget foreslår å innføre unntaket for disse særlige kundebeskyttelsespliktene knyttet til kvalifiserte motparter, noe NHO støtter. Den europeiske debatt særlig omkring MiFID har pekt på at disse særlige kundebeskyttelsespliktene, systemkrav, informasjons- og dokumentasjonskrav knyttet til dette vil være ekstremt kostbare for verdipapirforetakene å etablere på europeisk plan. Det er derfor viktig å begrense slik plikt der den ikke er særlig begrunnet.

NHO støtter også utvalgets forslag om at verdipapirforetak kan benytte seg av tilknyttede agenter og den foreslåtte ansvarsregulering mellom den tilknyttede agenten og verdipapirforetaket.

#### ***MHF-multilaterale handelsfasiliteter***

MiFID-direktivet åpner for en ny form for regulerte markeder – multilaterale handelsfasiliteter (MHF). Etter direktivet vil det kreves konsesjon for å drive denne type marked som underlegges regulering, men hvor en rekke krav som stilles til de finansielle instrumenter som omsettes på børser, ikke må oppfylles.

Behovet for regulerte markedsplasser utenom børser er voksende i og med den meget omfattende regulering på europeisk nivå som nå skjer av utstedere av egenkapitalinstrumenter og gjeldsinstrumenter som skal omsettes på en børs. Vi nevner i denne forbindelse innføringen av regelverket knyttet til regnskapsavleggelse og rapportering (IFRS-forordningen, Transparency-regulering m.v.). Dette påfører utstedere av finansielle instrumenter betydelig merarbeid og administrativ belastning, og som først og fremst de største børsnoterte selskapene er mest egnet til å bære. For mindre selskaper uten ressurser til slik rapportering, og med andre typer investorer, vil notering på en multilateral handelsfasilitet derfor kunne være et godt alternativ.

NHO støtter imidlertid at reglene om markedsmissbruk og innsidehandel også skal gjelde for finansielle instrumenter som omsettes på en MHF. De hensyn som gjør seg gjeldende for å etablere en MHF knyttet til utstedernes evne og mulighet til å oppfylle dokumentasjonskrav og kontrollkrav gjør seg ikke gjeldende i forhold til reglene om handel og manipulasjon av handel. NHO ser det derfor som viktig at disse reglene også skal gjelde på en regulert markedsplass som MHF vil være.

#### ***Håndtering av rapportering av transaksjoner fra verdipapirforetak og utstedere*** ***Offentliggjøring av ordrer og handel***

NHO støtter utvalgets forslag om at regulert marked selv skal offentliggjøre sine transaksjoner. Dette forutsetter imidlertid at offentliggjøringen skjer straks etter at transaksjonen er foretatt og at det skjer på rimelige kommersielle vilkår. Plikten til offentliggjøring må det ikke i for stor grad dispenseres fra. En effektiv rapportering av handler er helt sentralt for et velfungerende marked på regulerte markeder.

### ***Tilsyn og sanksjoner***

Vi støtter utvalgets forslag om at bevissikringsbestemmelsene i verdipapirhandellovens § 12 2 b 1. ledd ved mistanke om markedsmissbruk, fjernes. Vi kan ikke se, at det er nødvendig eller hensiktsmessig å opprettholde en slik særnorsk bestemmelse. NHO legger også til grunn at børsen beholder sin myndighet til å suspendere og stryke finansielle instrumenter fra handelen, i tillegg til den nye kompetanse som legges til Kredittilsynet.

Når det gjelder sanksjoner, foreslår utvalget innføring av administrative gebyrer ved overtredelse av enkelte av verdipapirhandellovens bestemmelser. Dette støtter NHO. Etter vår mening bør overtredelse av flaggeplikt og reglene om finansiell rapportering underlegges slike sanksjoner, fremfor straffesanksjoner. Grunnleggende krav til rettssikkerhet, herunder muligheten til klage til overordnede myndigheter, må imidlertid hensyntas ved utformingen av bestemmelsene.

### ***Motregning/netting***

Adgang til å avtale løpende motregning/netting i handel med derivater – også veraderivater – er en viktig forutsetning for at slike markeder skal fungere uten unødige prosesser knyttet til sikring av mellommannshandler. NHO støtter utvalgets forslag i utredningens kap. 14 om å utvide og tydeliggjøre at vphl. § 10-1 omfatter både kredittderivater og alle varederivater. Det kan være hensiktsmessig å gjøre dette slik at alle finansielle derivater omfattes av motregningsadgangen, og slik at dette knyttes til definisjonen i utkastets § 2-2 (5), noe som også ville være lovteknisk klarere.

### **3. Gjennomføringen av Transparency-direktivet**

Transparency-direktivet tar sikte på å harmonisere kravene til hvilke opplysninger utstedere og innehavere av omsettelige verdipapirer som er notert på et regulert marked må gi til markedet. I tillegg inneholder direktivet bestemmelser om hvordan slike opplysninger skal offentliggjøres. Formålet med dette er å bedre investorenes trygghet, forbedre de europeiske kapitalmarkedenes effektivitet, åpenhet og integritet og gjennom dette tiltrekke investorer til det europeiske verdipapirmarkedet. Direktivet søker å fjerne en rekke nasjonale hindere ettersom ulike regler om gjennomsiktighet i medlemsstatene kan gjøre det vanskelig å få verdipapirene tatt opp til handel på regulerte markeder i flere av EØS-statene. For å nå disse målene er det i direktivene lagt særlig vekt på en styrking av minstekravene for hvilke regnskapsopplysninger m.v. utstedere skal gi til markedet periodevis i løpet av regnskapsåret. Direktivet må således sees i sammenheng med de øvrige rettsaktører innen forordningen om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder (IFRS-forordningen), markedsmissbruksdirektivet, direktivet om prospekt og direktivet om overtagelsestilbud – EUs handlingsplan for (EU's Action Plan on Financial Services).

### *Offentliggjøring av årsrapporter og halvårsrapporter*

Transparency-direktivet inneholder regler om offentliggjøring av en revidert årsrapport og en styreberetning innen 4 måneder etter regnskapsårets utgang. Utvalget foreslår dette gjennomført ved å innføre en bestemmelse i verdipapirhandelloven § 5-5 om plikt til å avlegge "årsrapport", som skal omfatte årsregnskap og årsberetning etter regnskapsloven, med enkelte innholdsmessige justeringer i forhold til gjeldende rett, bl.a. med krav om en egen erklæring om riktigheten av innholdet i årsrapporten som sådan. NHO støtter utvalgets forslag til implementering av direktivet og at direktivteksten legges til grunn i en ny bestemmelse.

Når det gjelder krav til egen erklæring om riktigheten av innholdet i årsrapporten, er NHO, i likhet med utvalget, av den oppfatning at innholdskravet til denne erklæring omfattes av dagens krav i regnskapsloven til styrets erklæring knyttet til avgjørelse av årsregnskap, også for IFRS-foretak.

Som utvalget, mener NHO at hensikten med erklæringen er å tydeliggjøre styrets/ andre personers ansvar for regnskapsavleggelsen, og at erklæringen således vil omhandle mange av de samme forholdene som årsberetningen. NHO støtter utvalgets forståelse av at regnskapspliktige etter regnskapsloven ikke behøver å utarbeide en egen erklæring som nevnt, ut over den erklæring som avgis i tilknytning til årsberetningen og årsregnskapet.

NHO støtter også utvalgets forståelse av innholdet i regnskapserklæringen knyttet til "fair review" og mener i likhet med utvalget at begrepet "rettvisende bilde" i regnskapsloven § 3-2a, er en adekvat oversettelse av begrepet "true and fair view" og "fair review".

Transparency-direktivet inneholder krav til minimum halvårsrapportering og krav til innholdet i halvårsrapporteringen knyttet til regnskapstall. Norsk Regnskapslovgivning inneholder ingen regler om del- eller halvårsrapportering, men slike regler finnes i børsforskriften for utstedere av aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner. I dag er det i henhold til børsforskriften kvartalsrapportering for norske noterte foretak. Utvalget foreslår at dette opprettholdes, og at direktivets krav til halvårsrapportering legges til grunn for kvartalsrapporteringskravet. I utvalgets forslag til ny § 5-6 (2) er det angitt at delårsrapporten skal inneholde erklæringer fra de ansvarlige i selskapet om riktigheten mv. av innholdet i delårsrapporten. Direktivets bestemmelse på dette punkt, krever ikke at det er selskapets styre sojm skal gi denne erklæringen, og NHO foreslår at dette presiseres i lovbestemmelsen – det er de ledende ansatte/administrasjonen som må avgi denne erklæringen, ikke selskapets styre. Et krav om styrebehandling vil i realiteten medføre et krav om revisjon av delårsrapporten, noe verken utvalget eller NHO ønsker å innføre.

### *Flagging*

Flaggeplikten utvides til å gjelde alle prosentterskjer opp til 25 prosent, samt terskelen 1/3, 50 prosent, 2/3 og 90 prosent. Flaggeplikten foreslås å omfatte både erverv og avhendelse av aksjer, samt rettigheter til disse. I tillegg foreslås at "annen omstendighet" i forhold til eierovergang omfattes.

Utvalgets forslag til implementering av direktivet og direktivet medfører en utvidelse i forhold til dagens situasjon, særlig i tilknytning til avhendelse av rettigheter til aksjer. En konsekvens av dette vil være at ren passivitet vil kunne utløse flaggeplikt. Dette vil kunne medføre praktiske problemer for den flaggepliktige, idet den flaggepliktige ikke alltid vil være klar over at vedkommende mister rettigheter. Slik NHO oppfatter direktivteksten, er det imidlertid et krav om implementering av dette, og det er således ingen mulighet til å unngå en slik regulering, noe som NHO ser som uheldig.

Den flaggepliktige skal flagge både overfor utsteder av det aktuelle instrumentet og overfor Kredittilsynet. NHO vil påpeke behovet for samordning av den informasjon som Kredittilsynet og utsteder får om sine instrumenter. Reguleringen åpner for at Kredittilsynet kan delegerer sin kompetanse til mottak av flaggemeldinger til børsen. NHO vil ta til orde for at Kredittilsynet benytter denne delegasjonsadgangen. Oslo Børs har i motsetning til Kredittilsynet etablert et system for mottak og håndtering av flaggemeldinger allerede, og som både etter utstedernes og kontrollmyndighetenes oppfatning fungerer utmerket. Børsen skal uansett fortsette å være mottaker av meldinger etter meldepliktsbestemmelsene, og vil derfor uansett måtte opprettholde et system for mottak av meldinger fra ulike aktører. Kost-nytte-hensyn tilsier da etter vårt syn at børsen også skal håndtere flaggemeldingene.

### *Utsteders offentliggjøring av regulert informasjon*

Direktivet legger opp til at utstedere skal kunne overholde informasjonsplikten selv og kunngjøre opplysningene fremfor å sende dem til børsen, og at det skal etableres et offisielt register for slik informasjon. Hensikten med bestemmelsen er slik vi har forstått det, bl.a. å legge til rette for konkurranse mellom ulike kanaler for offentliggjøring av meldepliktig regnskapsinformasjon. Vi vil anta at børsen selv gjennom sine noteringsavtaler ønsker å innhente denne type informasjon, og det vil være hensiktsmessig at Finansdepartementet og Oslo Børs har en noe nærmere dialog om hvilken måte denne reguleringen skal skje på, slik at det kan være hensiktsmessig både for utstederne, for markedsplassen og for markedet.

### *Språk*

Direktivet stiller krav til hvilket språk de regulerte opplysninger skal offentliggjøres på. I henhold til dagens børsforskrift skal norske utstedere gi opplysningene på norsk, utenlandske utstedere kan benytte, engelsk, dansk eller svensk. Og børsen kan beslutte at utstedere istedenfor eller i tillegg til annet språk skal gi opplysningene på engelsk. I likhet med utvalget er NHO av den oppfatning at en rekke norske utstedere har søkt og fått godkjenning til å benytte engelsk for offentliggjøring av den type

meldinger vi her snakket om. NHO støtter mindretallet av utvalget som foreslår at det lovfestes at opplysningene skal kunne gis på norsk, engelsk, svensk eller dansk. NHO er i likhet med utvalget av den oppfatning at markedet er avhengig av interesse både fra norske og utenlandske investorer for å være konkurransedyktige i forhold til de store internasjonale markedene.

Slik NHO ser det, er selskapene selv de nærmeste til å foreta en vurdering av hvilket språk denne type informasjon bør offentliggjøres på, hensyntatt selskapenes aksjonærstruktur. Tilsvarende interesseavveining er gjort for prospekter og krav til informasjon i prospekter i forbindelse med grunnlagsinformasjon ved børsnotering.

NHO viser til utvalgets utredning side 227 annen spalte følgende, hvor det også vises til Ot.prp. nr. 69.

Et krav om anvendelse av norsk for norske selskaper vil også innebære en vesentlig innskjerpelse for de selskapene på Oslo Børs som allerede under dagens regler har fått børsens tillatelse til å gi opplysninger bare på engelsk. Etter det NHO kjenner til, har det ikke vært misnøye med håndteringen av disse bestemmelsene fra Oslo Børs' side så langt, og alene implementeringen av transparency-direktivet skulle således ikke tilsi noen endring av status quo på dette punktet.

Vennlig hilsen,  
NÆRINGSLIVETS HOVEDORGANISASJON  
Juridisk Område



Ingebjørg Harto  
Avdelingsdirektør