

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo

Sendes også som e-post: postmottak@finans.dep.no

Deres ref:

Vår ref: #41219v1/kg-kg

Saksbehandler: Katrine Gaye
kg@jus.no T +47 22 03 50 61

12.07.2006

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

Vi viser til departementets høringsbrev av 28. februar 2006 vedrørende NOU2006: 3 Om markeder for finansielle instrumenter (gjennomføring av MiFID og transparencydirektivet). Vi beklager at høringsuttalelsen er blitt forsinket.

Det er en prioritert oppgave for Advokatforeningen å drive rettspolitisk arbeid gjennom høringsuttalelser. Advokatforeningen har derfor en rekke lovutvalg inndelt etter fagområder. I våre lovutvalg sitter advokater med særskilte kunnskaper innenfor det aktuelle fagfelt og hvert lovutvalg består av advokater med ulik erfaringsbakgrunn og kompetanse innenfor fagområdet. Arbeidet i lovutvalgene er frivillig og ulønnet.

Advokatforeningen ser det som sin oppgave å være en uavhengig høringsinstans med fokus på rettsikkerhet og på kvaliteten av den foreslåtte lovgivningen.

I saker som angår advokaters rammevilkår vil imidlertid regelendringen også bli vurdert opp mot advokatbransjens interesser. Det vil i disse tilfellene bli opplyst at vi uttaler oss som en berørt bransjeorganisasjon og ikke som et uavhengig ekspertorgan. Årsaken til at vi sondrer mellom disse rollene er at vi ønsker å opprettholde og videreutvikle den troverdighet Advokatforeningen har som en uavhengig og upolitisk ekspertorgan i lovgivningsprosessen.

I den foreliggende sak uttaler Advokatforeningen seg som ekspertorgan. Saken er forelagt lovutvalget for børs- og verdipapirhandelrett. Lovutvalget består av Tor G. Birkeland, (leder), Erling Christiansen, Snorre Haukali, Knut Bergo og Kim Dobrowen.

Advokatforeningen avgir følgende høringsuttalelse:

1 INNLEDNING

I Advokatforeningens høringsuttalelse er det tatt utgangspunkt i de særspørsmål som departementet i sitt høringsbrev har lagt spesielt vekt på å få kommentarer til. På enkelte områder går høringsuttalelsen mer i dybden enn på andre, og man har gjennom dette søkt å eksemplifisere grundigere enkelte påpekte forhold

Uttalelsen er disponert som følger:

I punkt 2 nedenfor gis det først noen generelle rettspolitiske kommentarer knyttet til implementeringen av MiFID. Generelt synes utredningen å gi et godt grunnlag for det videre lovgivningsarbeidet. Det understrekes imidlertid at direktivene med tilhørende implementeringsakter utgjør et meget omfattende og teknisk komplisert regelverk, og ved enkelte forslag til implementering i norsk rett har det oppstått motstrid mellom direktivtekst og Utvalgets lovforslag. Utredningens omfang har imidlertid ikke gjort det mulig å foreta en fullstendig gjennomgang av forslagene til direktivtekst og lovtekst.

I tråd med høringsbrevet kommenteres de enkelte forslag i utredningens del I (MiFID) og utredningens del II (Transparencydirektivet) separat i henholdsvis punkt 3 og 4.

2 RETTSPOLITISKE KOMMENTARER

Verdipapirmarkedslovutvalget (Utvalget) har i liten grad foreslått nye nasjonale regler på de felter der direktivene åpner for dette ved ikke å kreve fullharmonisering. Dette gjelder bl.a. i forhold til unntakene fra krav til konsesjon som verdipapirforetak bl.a. for foretak som yter finansielle tjenester knyttet til varederivater, se Direktivets artikkel 2. På enkelte områder har det også ledet til forslag om å oppheve norske regler som fremstår som særpregede i et europeisk perspektiv, slik som forbudet mot at verdipapirforetak som ikke er bank yter innkjøpskreditt for mer enn 30 dager, og de særlige krav til dokumentasjon av verdipapirlån.

Vi deler dette prinsipielle synet. Etter vår oppfatning er det vesentlig for norsk finansbransje at rammebetingelsene for aktørene (inkludert utstedere og investorer) i størst mulig grad samsvarer med de rammer 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 rammeverket anses for å tilsvare "europeisk standard". Også i andre europeiske land finner man regulatoriske særegenheter, men det fratar ikke norske myndigheter deres etter vårt syn klare forpliktelse til å påse at de reguleringer man underlegger norske aktører er adekvate og tilstrekkelig begrunnede i alle henseender.

På enkelte punkter kunne Utvalget vært dristigere med hensyn til å foreslå oppheving av en del særnorske regler og harmonisering med rettstilstanden i ledende europeiske land. I en viss utstrekning savner vi også en mer generell streben etter slik harmonisering. Det sentrale formålet med MiFID og Transparencydirektivet er nettopp å søke mot felles europeiske rettslige rammer, og i et slikt perspektiv burde et naturlig fokus for det norske lovarbeidet vært å arbeide for en rettstilstand der norsk rett i så vel materielt innhold og tekstmessig utforming er harmonisert og samtidig enkelt gjenkjennbart fra et europeisk rettsperspektiv. Generelt er likevel vår oppfatning at forslagene i NOU 2006:3 er relativt vellykkede.

Det finnes likevel enkelte svakheter i forslaget som til dels er av vesentlig karakter.

Dette vil vi komme tilbake til nedenfor.

Direktivene med tilhørende implementeringsakter utgjør et omfattende og komplekst regelverk, som har vært gjenstand for en lang forberedelsesprosess. Dette har resultert i definisjoner og enkeltparagrafer som til dels er komplekse men der sluttresultatet i det alt vesentligste fremstår som vel balansert og gjennomarbeidet. Det kan likevel synes som om Utvalget ikke i tilstrekkelig grad har hatt tid til å sette seg inn i alle nyanser enkelte direktivtekster inneholder, og ikke på alle punkter implementert det rette detaljnivået i den norske teksten. Dette kunne trolig vært unngått om man i utredningen hadde startet opp med en norsk oversettelse av direktivene og i større grad foreslått en ny norsk lovtekst med basis i denne oversettelsen.

Utvalget benytter betydelig plass på en gjennomgang av gjeldende norsk rett. Dette synes å ha gått på bekostning av en bredere gjennomgang av hvorledes direktivene allerede er søkt eller gjennom lovforslagene søkes implementert i norsk rett.

Advokatforeningen har på den tid som har stått til rådighet ikke hatt ressurser til å foreta en grundig gjennomgang av hvorledes direktivene er søkt implementert i de foreliggende lovutkastene. På bakgrunn av de svakheter som likevel er avdekket anmodes Finansdepartementet i forbindelse med utarbeidelsen av proposisjonen å foreta en fornyet gjennomgang av utkastet med sikte på en språklig kontroll opp mot Direktivet.

Et eksempel fra utkastet: I den sentrale definisjonen av "omsettelige verdipapirer" (en undergruppe av den sentrale term "finansielle instrumenter") heter det i § 2-2 (2) nr 2 følgende:

Med omsettelige verdipapirer menes de klasser av verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, slik som

1. aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, samt depotbevis for slike,
2. obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter, samt depotbevis for slike,
3. alle andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapirer eller som gir rett til kontant oppgjør beregnet med referanse til omsettelige verdipapirer, valuta, rente, varer eller andre indekser eller mål

Direktivets tekst er til sammenligning

18) "Transferable securities" means those classes of securities which are negotiable on the capital market, with **the exception of instruments of payment**, such as:

(a) shares in companies and other securities equivalent to shares in companies, partnerships or other entities, and depositary receipts in respect of shares;

(b) bonds or other forms of **securitised debt**, including depositary receipts in respect of such securities;

(c) any other securities giving the right to acquire or sell any such transferable securities or giving rise to a cash settlement determined by reference to transferable securities, currencies, interest rates or yields, commodities or other indices or measures;

Vi har uthevet to av de vesentligste avvik; unntaket for betalingsmidler og oversettelsen av "securitised debt" ("verdipapirbasert gjeld") til å omfatte alle gjeldsinstrumenter. Dette er en utvidelse av rammen for finansielle instrumenter, som Direktivet ikke åpner for.

Vi håper og tror at en generell gjennomgang vil bidra til å minimere disse avvikene, som fremstår som ikke tilsiktet.

3 DEL I MIFID

3.1 INNLEDNING

Et av hensynene bak MiFID er å gi bestemmelser som harmoniserer EØS-områdets lovgivning slik at investorer får nødvendig beskyttelse og gjør det mulig for verdipapirforetak å yte tjenester i hele EØS-område. Dersom man etter norsk rett gjennomgående strammer til kravene for verdipapirforetak registrert i Norge, vil dette kunne virke konkurransehemmende og således gå ut over investorinteresser.

Utvalget har i en del tilfeller forkortet Direktivets tekst. Slike forkortelser og/eller forenklinger kan generelt skape uklarheter ved tolkning av loven.

3.2 KOMMENTARER TIL FORSLAG SOM ER SÆRLIG FREMHEVET I HØRINGSBREVET

3.2.1 Endring av definisjonen av investeringstjenester og tilknyttede tjenester

Verdipapirmarkedslovutvalget (Utvalget) foreslår å endre definisjonene av investeringstjenester og tilknyttede tjenester, for dermed å bringe norsk rett i samsvar med MiFID. En slik endring er nødvendig og forslaget § 2-1 er ment å skulle svare til Direktivets definisjoner og systematikk.

Advokatforeningen er enig i både nødvendigheten og ønskeligheten av forslaget, som bl.a. innebærer at det som nå blir definisjonsbestemmelsen vil liste opp alle typer tjenester som faller inn under "investeringstjenester" og "tilknyttede tjenester", uavhengig av om de ytes på forretningsmessig basis eller ikke.

Gjennom endringene i utkastet kap.2 forøvrig vil det imidlertid fortsatt bare være de investeringstjenester som ytes på "forretningsmessig basis" som vil kreve tillatelse.

En mer materiell endring i utkastet knytter seg til kravet om at investeringsrådgivning ("investment advice") skal være en egen investeringstjeneste som fordrer tillatelse. Denne type rådgivning er i dag behandlet kun som en tilknyttet tjeneste. I lovforslaget, som er ment å reflektere MiFID's definisjon av "investeringsrådgivning", mener lovutvalget at presisjonsnivået kunne vært bedre i selve lovteksten, selv om det legges til grunn at en nærmere definisjon i forskrift vil være nødvendig.

I det store og hele har Advokatforeningen ingen vesentlige kommentarer til verken innhold eller systematikk når det gjelder definisjoner og lovbestemmers rekkevidde, målt opp mot våre forpliktelser i h.h.t. MiFID. Når Utvalget foreslår at markedsføring av finansielle instrumenter ikke lenger skal være en investeringstjeneste, fremtrer dette som fornuftig. Gjennom en slik opphevelse får Norge et regelverk som er mer tilpasset de øvrige land i Norden.

3.2.2 Multilateral handelsfasilitet

Definisjon av multilateralt handelssystem (§ 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 slik:

"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;

Som det fremgår har man oversatt "non-discretionary" med "ufravikelig". Dette synes lite treffende. Videre er kravet til "bringe sammen tredjeparters kjøps- og salgsinteresser" utelatt i den norske teksten. Dette skaper uklarhet med hensyn til om automatiske matching systemer for foretaks egenhandel (slik "Enron Online" var et eksempel på) fanges opp av den norske definisjonen, men neppe av Direktivet. Se NOU'en side 153 og fortalen til MiFiD (6):

The definitions should exclude bilateral systems where an investment firm enters into every trade on own account and not as a riskless counterparty interposed between the buyer and seller.

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

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 det norske lovforslaget heter det at "den som driver MTF, skal i tillegg til å tilfredstille kravene i § 9-11:ha gjennomsiktlige og ufravikelige handelsregler, herunder etablere objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre",

Vi tror at begrepet "transparent" i denne sammenhengen best oversettes med "klare", og vil for øvrig bemerke at begrepet "ufravikelig" nok legger for strenge føringer på handelssystemene; poenget er å sikre at det er ikke-skjønnsbaserte regler slik at man oppnår en rettferdig og ordnet handel.

Direktivets artikkel 14 nr 2 sier som følger:

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 "gjennomsiktlige og klare regler om hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet". Innholdsmessig er avviket ikke stort, men det etterlater spørsmål med om "gjennomsiktlige" innebærer mer enn "klare".

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

investerings-beslutning, sett hen til type bruker og type finansielt instrument”. Direktivtekstens term ”where applicable” er uklar, men er i NOU’en ikke forstått som en reservasjon. Dermed blir imidlertid den norske reservasjonen ”i nødvendig grad” misvisende; operatøren har en plikt til å sikre at tilstrekkelig informasjon tilgjengelig.

Artikkel 14 nr 3 lyder som følger:

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 sluttes 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:

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.

Artikkel 26 stiller krav til MTF’s markedsovervåkning, og sier at man herunder skal overvåke med sikte på å identifisere regelbrudd og lyder som følger:

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 søkt 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 markedsmisbruk, 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 (mistanke om regelbrudd og uordentlig handelsførsel) uten at dette synes tilsiktet.

Kravet om at operatøren skal ”bistå” 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).

3.2.3 Unntak fra konsesjonsplikt

Alle unntakene i artikkel 2 er ikke tatt inn i lovteksten. Det legges til grunn at de unntakene som ikke omtales i lovforslaget, vil tas opp i forskriften.

Advokatforeningen er enig med Utvalget i at enkelte av unntakene er av en såpass spesiell karakter at de egner seg best i forskrift.

Direktivets artikkel 3 åpner for at det enkelte medlemsland, etter sitt eget skjønn, kan fastsette unntak fra kravet om konsesjon til å yte investeringstjenester i visse sammenhenger. Utvalget legger opp til at ingen av de valgfrie unntakene skal innføres i norsk rett i lovs form. Derimot åpner lovforslaget for at departementet kan gi unntak i forskrift til verdipapirhandelloven, jf. lovforslaget § 9-1, tredje ledd.

Advokatforeningen er enig i denne vurderingen. Det fremheves at konsesjonskravene ikke bør ha unntak som vanskeliggjør kontrollen av om virksomheten er konsesjonspliktig eller ikke.

I forhold til vurderingen av om den faktiske ledelsen er skikket til å lede et verdipapirforetak, bemerkes det at praksis hos Kredittilsynet er å se styremedlemmens kompetanse i sammenheng da styret er et kollektivt organ.¹ NOU tar ikke opp dette aspektet ved gjeldende rett. Det blir dermed uklart om den kollektive vurderingen av styret skal videreføres.

Advokatforeningen mener det bør avklares om denne endringen er tilsiktet.

3.2.4 Krav til organisasjonsform

Etter lovforslagets § 9-8 kan tillatelse bare gis til aksjeselskap, allmennaksjeselskap og kredittinstitusjon. Det bemerkes at Direktivets artikkel 4, 1 gir medlemsstatene anledning til å tillate andre organisasjonsformer, herunder fysiske personer.

Tidligere var det et krav om at verdipapirforetakene enten var kredittinstitusjoner eller allmennaksjeselskap. Utvalget går inn for at også aksjeselskap kan få konsesjon til å yte investeringstjenester.

Advokatforeningen ser ingen argumenter som taler mot at aksjeselskap kan få konsesjon som verdipapirforetak. Det bør også vurderes hvorvidt andre selskapsformer kan være tjenelige.

¹ Se <http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=11883> punkt 2.2

3.2.5 Gjennomføring av MiFIDs bestemmelser om operasjonelle krav

De operasjonelle kravene er fordelt mellom kapittel 9 og 10 i lovforslaget.

- (a) Ansvarsforholdet ved yting av investeringstjenester via et annet verdipapirforetak

Utvalget har foreslått at ansvarsforholdet mellom verdipapirforetakene for det tilfellet at investeringstjenester ytes av et annet verdipapirforetak enn verdipapirforetaket som mottok oppdraget, jf. Direktivets artikkel 20, reguleres i § 10-19.

I lovforslaget uttales det:

"Utvalget presiserer at forslaget kun har betydning i forhold til verdipapirhandellovens virksomhetsregler. Forslaget har ingen innvirkning på hvilke plikter som for eksempel påhviler de ulike verdipapirforetakene etter andre regelverk, for eksempel reglene om hvitvasking."

Det skapes derved noe uklarhet om ansvarsforholdet mellom verdipapirforetakene. Advokatforeningen mener dette bør avklares nærmere.

- (b) Kvalifiserte motparter

Utvalget foreslår Direktivets artikkel 24 om kvalifiserte motparter, implementert i lovforslagets § 10-18. Det legges opp til en forenklet tekst i forhold til Direktivet og videre at departementet kan gi utfyllende bestemmelser i forskrift.

Vi støtter måten dette er løst på. Det bemerkes at departementets forskrifter etter vår vurdering i størst mulig grad bør tilpasses eventuelle kommisjonsforordninger, jf. Direktivets artikkel 24, punkt 5.

- (c) Tilknyttede agenter

Utvalget foreslår Direktivets artikkel 23 om verdipapirforetaks bruk av tilknyttede agenter, implementert i lovforslagets § 10-20.

Etter vår oppfatning kommer det ikke klart nok til uttrykk at verdipapirforetaket skal være "fully and unconditionally" ansvarlig for agentens handlinger eller unnlaterse ved utføring av tjenester for verdipapirforetaket. Formuleringen "ansvarlig for all virksomhet", kan på bakgrunn av norsk rett for øvrig bli tolket snevrere enn Direktivets.

For øvrig har vi ikke kommentarer til implementering av Direktivets artikkel 23.

- (d) Rapportering av transaksjoner notert på regulert marked

Utvalget foreslår at transaksjoner innen finansielle instrument notert på regulert marked, skal rapporteres til Kredittilsynet, jf. Direktivets artikkel 25 og lovforslagets § 9-4. Vi har ikke kommentarer til måten implementeringen foreslås gjennomført på.

Verdipapirforetakenes plikt til å oppbevare dokumentasjon om transaksjoner, jf. artikkel 25, 2, er, så vidt vi forstår, implementert i lovutkastets § 10-21. Overskriften "Plikt til å foreta lydopptak", er noe misledende i forhold til at plikten til å oppbevare annen dokumentasjon også reguleres i denne paragrafen.

3.2.6 Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

Direktivets artikler relatert til grenseoverskridende virksomhet og "singel passport", foreslås gjennomført ved lovforslagets § 9-17 til § 9-22.

Direktivets bestemmelser om grenseoverskridende virksomhet tilsvarer i stor grad ISD. Regulering av tilknyttede agenter og MHF er nytt i MiFID. Det vil være av avgjørende betydning for harmoniseringen av regelverket innen EØS-området at landene får en felles praktisering av hvile områder "matters" som faller utenfor MiFID og hvor vertslandets nasjonale lovgivning kommer til anvendelse. Et praktisk eksempel her er reglene om "ansattes egenhandel". Det fremstår som uklart i lovutkastet hvilke regler som kommer til anvendelse for verdipapirforetak fra annen EØS-stat med filial i Norge.

3.2.7 Verdipapirforetak med hovedsete i stat utenfor EØS

Direktivet omtaler verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS i fortalens punkt 28.

3.2.8 Regler for "regulerte markeder"

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 antas ikke å være 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", hvilet antas ikke å være det samme som at reglene må være ufravikelige. Man kan godt ha handelsregler som er fravikelige, men der fravikelsen ikke er diskresjonær/skjønnsbasert, men knyttet til nærmere definerte vilkår og betingelser.

Som vi også kommer tilbake til senere, er termen "non-discretionary" i MiFID ment å avgrense MTF'er og regulerte markeders regelbaserte slutninger mot de frie/skjønsmessige ("vilkårlige") slutningsprosedyrene som kjennetegner tradisjonell megling i handelen med finansielle instrumenter. Dette følger av 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

Generelt synes det som om Utvalget flere steder har feilimplementert dette kriteriet ("non-discretionary") når dette vekselvis oversettes som "faste regler" og vekselvis som "ufravelige regler". Begrepet "faste regler" er sannsynligvis bedre for å få frem meningen bak Direktivet, men et fellestrekk mellom de to norske termene er at de ikke utelukker diskresjonære regler: Reglene kan – om man skal ta det norske forslaget på ordet – være meget skjønnsbaserte/diskresjonære, så lenge de ikke er fravelige.

Videre, og enda mer vesentlig, er at MiFiD definisjonen ikke stiller krav til opptaksreglene ufravelighet, men kun at handelen skal gjelde finansielle instrumenter som er tatt opp til handel/notering i henhold til systemets regler.

Definisjonen i NOU'en er således ikke en korrekt implementering av MiFiD, siden nedslagsfeltet for den nasjonale reguleringen av "regulerte markeder" ikke samsvarer med Direktivets.

Forslaget vil ha den direkte konsekvens, dersom det blir vedtatt, at bl.a. Oslo Børs ikke lenger oppfyller definisjonen av regulert marked, siden opptakskriteriet for verdipapirer på Oslo Børs jo er et bredt skjønn med hensyn til om verdipapirene er "egnet for børsnotering", jf også forslaget til § 3-2. I tillegg gjelder at en ikke liten andel av de selskaper som erfaringsmessig tas opp på børsen innvilges dispensasjon fra krav til levetid m.m.

Advokatforeningen vil på dette punktet anbefale at definisjonen utformes ordrett i tråd med Direktivet, slik at også andre aspekter ved definisjonen ivaretas.

3.3 ENKELTE ØVRIGE MERKNADER TIL UTVALGETS FORSLAG

3.3.1 Artikkel 36 nr 1 fjerde ledd - implementering

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.

Advokatforeningen kan ikke se at denne bestemmelsen er implementert i forslaget til ny børslov.

3.3.2 Artikkel 36 nr 4 – avgrensningen av jurisdiksjon ("norsk regulert marked")

Lovutvalget synes på side 118 å ha misforstått Direktivet med hensyn til dets geografiske virkeområde, da man anfører følgende:

Direktivet har ingen eksplisitt regel om virkeområdet til bestemmelsene i del 3. Etter art. 36 nr. 1 skal hver medlemsstat forbeholde tillatelse som regulert marked til visse systemer. Det kan reises spørsmål om hva som ligger i direktivets vilkår på dette punktet. Trolig må det i nasjonal rett kunne oppstilles et krav om konsesjon slik som etter dagens børslov, jf. pkt. 6.2.3.3 under. Videre skal nasjonal rett gjelde for transaksjoner på regulerte markeder, jf. art. 36 nr. 4. Det synes derved klart at et medlemslands rett skal gjelde der landet er «home Member State». En medlemsstat vil være hjemstat for de foretak som har sitt vedtektsfestede sete/forretningskontor i staten. Utvalget antar på denne bakgrunn at børslovens virkeområde kan videreføres ved gjennomføringen av direktivet jf. lovutkastet § 1-2 første ledd:

«Loven gjelder virksomhet som regulert marked, herunder børs, i Norge. Lovens del 3 gjelder kun for børser.»

I forslaget er det presisert at lovens del 3 kun kommer til anvendelse på børser. Utgangspunktet blir derved at børsloven gjelder for virksomhet som regulert marked i Norge, samt i utlandet gjennom filial eller datterselskap (jf. ny § 1-2 annet ledd om sistnevnte). For øvrig vil EØS-avtalens alminnelige bestemmelser om etableringsrett mv. gjelde for regulerte markeder i EØS-området (med de spesialreglene som gjelder for fjernmedlemskap, jf. kapittel 7).

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. Meningen med artikkel 36 nr 4 er bl.a. å avgrense hvilket lands offentligrettslige regler ("public law" omfattende konsesjonskrav m.m.) som skal gjelde, nærmere bestemt hjemlandet for det regulerte markedets operatør. Med andre ord – norsk offentlig rett skal gjelde for norske regulerte markeder, forstått som markeder som opereres av norske selskaper.

Lovforslaget inneholder ikke en adekvat avgrensning på dette punktet, siden man etter § 1-2 (1) har 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 børs som driver grenseoverskridende børsvirksomhet som i tilstrekkelig grad rettet mot bl.a. Norge, avkreves norsk konsesjon.

Det som savnes er en definisjon av "norsk regulert marked" og en klargjøring at det

kun er ”norsk regulert marked” som omfattes av den norske loven om regulerte markeder.

Grunnen til at lovvalget i artikkel 36 nr 4 avgrenses til ”public law” er for øvrig at man i Direktivet ønsket å muliggjøre at de privatrettslige forhold kan reguleres av andre lands rettsregler enn hjemlandet rett, for eksempel slik at en norsk børs bestemmer at transaksjonene skal reguleres av engelsk rett, motsatt tolkingen i NOU’en side 118. IMAREX anvender som kjent allerede i dag engelsk rett.

3.3.3 Artikkel 34 - implementering

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 dagens vphl. § 6-6 jf forslaget til § 13-6 (1).

Det fremstår for Advokatforeningen som at artikkel 34 nr 2 og 3 ikke vil være implementert i norsk rett i dagens § 6-6 og forslagets § 13-6 (1).

3.3.4 Reglene om tilsyn og sanksjoner m.m.

Vi vil reise spørsmålet om taushetspliktsbestemmelsen i artikkel 54 nr 1 er behørig implementert:

Professional secrecy

Member States shall ensure that competent authorities, all persons who work or who have worked for the competent authorities or entities to whom tasks are delegated pursuant to Article 48(2), as well as auditors and experts instructed by the competent authorities, are bound by the obligation of professional secrecy. No confidential information which they may receive in the course of their duties may be divulged to any person or authority whatsoever, save in summary or aggregate form such that individual investment firms, market operators, regulated markets or any other person cannot be identified, without prejudice to cases covered by criminal law or the other provisions of this Directive.

I forslaget til § 15-6 vises det til Kredittilsynslovens regler om taushetsplikt, som kun gjelder "kundes forhold". Det kan spørres om dette er dekkende. Saken har betydning for Kredittilsynets mulighet til å offentliggjøre forhold vedrørende verdipapirforetakene. Vi vil på dette punktet anbefale Finansdepartementet om å foreta en nærmere kartlegging av hvilke former for informasjon som anses omfattet av taushetsplikten i ledende europeiske land.

3.3.5 Tilbakekall av tillatelse

Det norske lovforslaget § 9-4 (1), som omhandler tilbakekall av tillatelse, har følgende ordlyd:

"Kredittilsynet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester og kreditt dersom verdipapirforetaket:"

Direktivets artikkel 8, første ledd, lyder som følger:

Dansk:

"Den kompetente myndighed kan inddrage et investeringsselskabs tilladelse, hvis investeringsselskabet:"

Engelsk:

"The competent authority may withdraw the authorization issued to an investment firm where such an investment firm:"

Lovforslaget gir altså kontrollmyndigheten flere virkemidler enn Direktivet legger opp til. Det bør her påpekes at det ved slik "utvidelse" av sanksjonsmuligheter, som er mer enn en redaksjonell endring, må stilles samme vilkår som Direktivet oppstiller for å utøve en sanksjon.

Advokatforeningen er av den oppfatning at denne problemstillingen bør vurderes.

3.3.6 Rapportering av endringer i aksjeeierstruktur

Det følger av Direktivets artikkel 10 punkt 3 at enhver som påtenker å erverve (indirekte eller direkte) en betydelig andel av et verdipapirforetak, skal melde fra til kompetent myndighet. Tilsvarende skal påtenkte erverv som medfører at en aksjeeiers eierandel vil overstige 20 %, 33 % eller 50 % eller opphører å overstige de nevnte prosentsatsene etter gjennomføring.

Direktivets artikkel 10 punkt 5 pålegger verdipapirforetaket den samme meldeplikten dersom det får kjennskap til endringene. Melding skal sendes uten opphold.

Lovforslagets § 9-10 er ikke bygget opp på samme måte som Direktivet. Det kommer etter vår mening ikke klart nok til uttrykk at også selskapet har en meldeplikt. Videre tas ikke indirekte erverv opp.

Videre må det være slik at egenkapitalendringer som gjennomføres med konsekvenser for aksjeeiernes andeler, skal meldes hvis utslagene er store nok i forhold til prosentsatsene som nevnt. Det kan for eksempel tenkes et selskaps erverv av egne aksjer og påfølgende amortisering av disse. I så tilfelle vil de øvrige aksjeeierne få en høyere andel.

Advokatforeningen antar disse forholdene kan tas opp både i forskrift og ved tilpasning av lovforslaget.

3.3.7 Offentlig register over foretak med konsesjon

I forhold til lovforslaget § 9-7 bemerkes at Direktivet forutsetter at registeret oppdateres jevnlig. Advokatforeningen anser det derfor best at kravet om oppdatering uttrykkes også i lovteksten, eventuelt at det åpnes for forskrifter fra departementet om nærmere regulering av registeret.

3.3.8 Utsetting av tjenester

Direktivet regulerer verdipapirforetaks bruk av tredjepart til utføring av tjenester i artikkel 13 punkt 5.

Dansk:

"Et investeringselskab skal sørge for, at det, når det gør brug af tredjemand til udførelse af operationelle funktioner, der er afgørende for, at der kan ydes kunderne en vedvarende og tilfredsstillende service og udføres investeringsaktiviteter på et vedvarende og tilfredsstillende grundlag, træffer sådanne rimelige foranstaltninger, som måtte være nødvendige for at undgå unødige supplerende operationelle risici. Væsentlige operationelle funktioner må ikke overlades til tredjemand på en måde, at kvaliteten af selskabernes interne kontrol og den tilsynsførendes mulighed for at føre tilsyn med, om selskabet opfylder alle sine forpligtelser, materielt forringes."

Engelsk:

"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 verdipapirhandelloven § 9-13 (1) 3 og (2):

§ 9-13 (1) 3

"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, "

§ 9-13 (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. "

Etter vår vurdering gir Direktivet uttrykk for en tredeling som ikke fremkommer av lovforslaget. Begrensningene fremstår som langt strengere enn nødvendig etter Direktivet. For tjenester som gjelder *"the performance of operational functions"*, skal verdipapirforetaket ta rimelige forhåndsregler for å unngå unødig operasjonell tilleggsrisiko. Det er en mindre byrdefull plikt enn å begrense risikoen til et minimum.

Når det gjelder outsourcing av viktige operasjonelle funksjoner, åpner Direktivet for at dette kan skje. Det burde komme tydeligere frem i lovteksten at det er mulig. Videre benyttes begrepet "merkbart" som en oversettelse av "materially". "Merkbart" innebærer en lavere terskel. Vanligvis vil "Materially" oversettes med "vesentlig".

Annet ledd fremstår derfor, også av den grunn, som en strengere begrensning enn nødvendig, uten at dette synes tilsiktet.

3.3.9 Interessekonflikter

§ 10-12 (2) fastsetter at verdipapirforetaket skal opplyse kunden om interessekonflikt dersom selskapet ikke kan ivareta kundens interesser på en tilstrekkelig måte sett hen til interessekonflikten.

Hva som er tilstrekkelig fremstår ut i fra den foreslåtte ordlyden som en objektiv norm. Etter Direktivets artikkel 18 punkt 2 oppstår ikke opplysningsplikten hvis det "with reasonable confidence" kan unngås at kundens interesser blir skadelidende.

Dermed blir vurderingstemaet etter verdipapirhandelloven § 10-12 (2) annerledes enn vurderingstemaet etter Direktivet.

Av hensyn til korrekt implementering, foreslås det derfor at § 10-12 (2) endres slik at "med rimelig sikkerhet" settes inn foran "sikre kundens interesser".

Opplysningsplikt gjelder etter ordlyden ovenfor den nye kunden.

3.3.10 God forretningsskikk

§ 10-13 (4) og (5) pålegger verdipapirforetak å "innhente" opplysninger om kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet. Dette er nye

bestemmelser som stammer fra Direktivet.

I forhold til "investment advice" og "portfolio management" bruker Direktivet ordlyden "obtain" i forhold til hvordan verdipapirforetaket skal skaffe seg opplysningene. I forhold til andre tjenester benyttes ordlyden "ask". For verdipapirforetakene ligger det en større aktivitetsplikt i formuleringen "obtain" enn "ask". Denne nyansen kommer ikke til uttrykk i § 10-13 (5) sammenholdt med § 10-13 (4). I den danske teksten fremkommer nyansen ved "indhente" og "udbede".

På den bakgrunn anbefales det at "innhente" i § 10-13 (5) byttes ut med "be om".

3.3.11 Beste resultat ved utføring av ordre

Verdipapirhandelloven § 10-15 pålegger verdipapirforetak "å treffe alle nødvendige tiltak for å oppnå det best mulige resultat" ved utførelse av ordre.

Direktivet bruker ordlyden "reasonable" og "rimelige" (dansk). Bruken av ordet "nødvendige" i verdipapirhandelloven § 10-15, skaper etter en naturlig språklig forståelse en høyere aktivitetsplikt. Nødvendig ligger språklig sett nærmere vurderingstemaet "ble alt som kunne vært gjort, gjort?". En vurdering av hva som er rimelig å forlange, fremstår som et mer balansert valg.

Derfor anbefaler vi at "nødvendige" byttes ut med "rimelige".

Språklig fremstår det videre som mer presist at tiltak gjennomføres heller enn treffes. Vi anbefaler av den grunn at "treffe" byttes ut med "gjennomføre".

3.3.12 Ansattes egenhandel

Utvalget foreslår enkelte endringer i bestemmelsene om ansattes egenhandel, jf Kapittel 8 i forslaget til ny lov om verdipapirhandel. Advokatforeningen slutter seg til forslagene.

3.3.13 Utsteders offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger

Utvalget foreslår i § 5-12 i utkastet til ny lov om verdipapirhandel nye regler til implementering av Artikkel 21 i Transparencydirektivet. Advokatforeningen har ingen innvendinger til det materielle innhold i de foreslåtte bestemmelsene.

3.3.14 Andre endringer

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. Her vil vi også bemerke at rammen for kreditt bør utvides til kredittgivning generelt i forbindelse med "investeringstjenester som ytes gjennom foretaket". Dette vil bl.a. være praktisk ved tegning av finansielle instrumenter. Tegning dekkes etter vårt syn allerede under dagens bestemmelse ramme for "kjøp gjennom foretaket", men dette bør også fremgå av en mer omfattende lovtekst. 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.

Det er grunn til å utvide nettingbestemmelsene i kapittel 14 til å omfatte alle transaksjoner som gjelder finansielle instrumenter, og i det minste alle derivater. Dette har særlig betydning for banker, verdipapirforetak og oppgjørssentraler. Disse aktørene 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 å gjelde kunder som ikke er fysiske personer.

De fleste derivatkontrakter vil uansett kvalifisere til heving og sluttavregning ved insolvens etter de alminnelige konkursrettslige regler, på grunn av avtalenes art (kredittelementet), mens dette ikke nødvendigvis vil gjelde for andre transaksjoner i finansielle instrumenter, herunder spot handel, obligasjoner og OTC terminer med fysisk oppgjør som ikke kvalifiserer som finansielle instrumenter.

Konsekvensen kan bli at eksempelvis verdiforetak ikke kan forvente å kunne foreta ”sluttavregning” av alle transaksjoner med sine privatkunder i tilfelle mislighold. Den umiddelbare konsekvens er at de dermed heller ikke kan legge til grunn full nettoavregning for kapitaldekningsformål. Dette betyr at kundene må belastes en større egenkapitaldekning, hvilket vil kunne øke kostnaden for kunden.

Vi er av den oppfatning at dette kan representere en svekkelse av konkurransekraften for norske verdipapirforetak, banker og oppgjørssentraler i et stadig tøffere internasjonalt marked.

Vi vil derfor sterkt anbefale Finansdepartementet å foreslå en utvidelse av nedslagsfeltet for reglene om netting til å minst omfatte alle ”transaksjoner vedrørende finansielle instrumenter”, i tråd med det som er den vanlige modell i andre europeiske land.

4 DEL II TRANSPARENCYDIREKTIVET

4.1 GENERELLE KOMMENTARER

NOUen er bygget opp på en måte som gjør det svært vanskelig å vurdere i hvilken grad de enkelte bestemmelsene i Transparencydirektivet fullt ut er implementert i forslaget til ny verdipapirhandellov og ny børslov. Advokatforeningen vil se det som en fordel at det i den kommende odelstingsproposisjonen ble utarbeidet en oversikt som gir en henvisning fra Direktivet til lovforslagene. Det bør i denne anledning også klarere fremgå hvilke direktivbestemmelser som allerede er innarbeidet i norsk rett, på hvilke områder man foreslår en strengere regulering enn det som fremgår av Direktivet og en nærmere begrunnelse for dette. For eksempel er det ingen god begrunnelse for strengere regler at det antas ”på generelt grunnlag å være hensiktsmessig å beholde enkelte norske særbestemmelser for så vidt gjelder flagging”, se pkt. 12.3.1.

Advokatforeningen vil også anbefale at det utarbeides et lovspeil som viste hvordan dagens verdipapirhandellov er innarbeidet i forslaget til ny lov.

Advokatforeningen vil også gjøre oppmerksom på at lovutredningen i sine motiver på flere punkter har feil i henvisningene, både til den aktuelle bestemmelsen i Direktivet og til den omtalte lovbestemmelsen.

4.2 KOMMENTARER TIL FORSLAG SOM ER SÆRLIG FREMHEVET I HØRINGSBREVET

4.2.1 Styrking av tilsynsmyndighetens kompetanse

Transparensdirektivet kapittel V omhandler spørsmål knyttet til kompetent myndighet. I art. 24 reguleres bl.a. spørsmålet om hvem som skal anses som kompetent myndighet og tilsynsmyndighetens kompetanse.

Advokatforeningen slutter seg til Utvalgets syn om at det ikke synes hensiktsmessig nå å delegere Kredittilsynets kompetanse ut over allerede eksisterende delegering.

Utvalget foreslår på visse punkter å styrke tilsynsmyndighetens kompetanse til å føre tilsyn med verdipapirforetak og regulerte markeder, for å bringe norsk rett på linje med kravene i MiFID.

Advokatforeningen slutter seg til hvordan dette er løst.

Utvalget foreslår også innført en administrativ sanksjonsbestemmelse om overtredelsesgebyr ved visse brudd på verdipapirhandellovens regler om flagging og finansiell rapportering.

Advokatforeningen har ingen merknader til administrative sanksjoner i de tilfelle forslaget omfatter. Det vises i denne anledning også til Advokatforeningens høringsuttalelse av 13. mars 2006 til Kredittilsynets forslag om innføring av gebyr ved overtredelse av visse bestemmelser i verdipapirhandelloven.

4.2.2 Hjemstatsregulering

Ut fra prinsippet om hjemstatsregulering foreslår Utvalget at virkeområdet for periodisk rapportering, informasjon til aksjonærene m.v. og flagging begrenses til å omfatte utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked. Utvalget foreslår også bestemmelser som regulerer nærmere hvilke utstedere Norge er hjemstat for.

I henhold til art. 3 nr. 1 kan en hjemstat fastsette strengere regler for utstedere, aksjonærer og fysiske og juridiske personer som er angitt i Direktivet art. 10 og 13, enn det som fremgår av Direktivet. Utvalget har funnet det "hensiktsmessig" å beholde enkelte norske strengere særbestemmelser der Norge er hjemstat. Dette gjelder bl.a. når det gjelder flagging og kravet til utstederes periodiske rapportering.

Det er et økende antall utstedere notert på Oslo Børs som ikke har Norge som hjemstat. Dette innebærer at en aktiv bruk av adgangen til å sette strengere regler for utstedere der Norge er hjemstat medfører en relativ uoversiktlig situasjon i det norske verdipapirmarkedet med hensyn til hvilke regler som gjelder. En strengere regulering der Norge er hjemstad bør følgelig være godt begrunnet.

Advokatforeningen vil særlig peke på at når det gjelder periodisk rapportering kan man få tre nivåer på rapporteringen; et nivå for utstedere der Norge er hjemstat, et nivå der et annet EØS land er hjemstat og til slutt et nivå der utstederne ikke er hjemmehørende i Norge eller annet EØS land, for eksempel USA.

Advokatforeningen har ingen merknader til den foreslåtte reguleringen av hvilke

utstedere Norge er hjemstat for, jfr. § 5-4 annet ledd.

4.2.3 Periodisk rapportering

Utvalget foreslår bestemmelser som bringer norske regler om periodisk rapportering i samsvar med kravene i Transparencydirektivet på punkter hvor norsk rett ikke allerede oppfyller disse kravene.

- (i) Utvalget foreslår, sett hen til at kravene til årsrapport etter Direktivet er noe mer omfattende enn gjeldende rapporteringskrav, at frist for offentliggjøring av årsrapport og revisjonsberetning settes til 4 måneder etter regnskapsårets utgang. Imidlertid opprettholdes kravet om utarbeidelse og offentliggjøring av foreløpig årsregnskap for aksjeutstedere, dvs. delårsrapport for årets 4. kvartal, fortsatt bør være 2 måneder.

Advokatforeningen slutter seg til Utvalgets forslag på dette punkt.

- (ii) Gitt de omfattende norske kravene til årsberetning og kravet til undertegning av årsregnskapet og årsberetningen, antar Utvalget at regnskapspliktige etter regnskapsloven ikke behøver å utarbeide erklæring som nevnt i Transparencydirektivet, art. 4, nr. 2, bokstav C. Utenlandske utstedere med Norge som hjemstat, må imidlertid avgi erklæringen.

Advokatforeningen slutter seg til Utvalgets vurdering på dette punkt.

- (iii) Utvalget ser det som hensiktsmessig at intensiteten i gjeldende norske rapporteringskrav opprettholdes både for aksjer- og gjeldsinstrumentutstedere. Videre bør som utgangspunkt alle låntakere underlegges kravet om halvårsrapport, jfr. Direktivet, art. 2, nr. 1, bokstav B, som åpner for dette.

Advokatforeningen slutter seg til Utvalgets forslag på dette punkt.

- (iv) Direktivet, art. 6 fastslår at en utsteder av aksjer som er opptatt til notering på et regulert marked skal offentliggjøre en erklæring fra ledelsen i løpet av regnskapsårets første 6 måneder. Erklæringen skal minst inneholde:

- En forklarende uttalelse vedr. vesentlige begivenheter og transaksjoner som har funnet sted i den aktuelle perioden og deres innvirkning på utsteders og dets datterselskapers finansielle stilling og prestasjoner i den relevante perioden.

Utvalget antar at de norske reglene om kvartalsmessig rapportering tilfredsstillende Transparencydirektivet, art. 6. Dersom markedsmessig behov skulle tilsi det, foreslås en hjemmel til å gi forskrift om unntak fra plikten til å avlegge delårsrapport.

Advokatforeningen slutter seg til Utvalgets syn.

4.3 ENKELTE ØVRIGE KOMMENTARER TIL UTVALGETS FORSLAG

4.3.1 Saklig og stedlig virkeområde

Utvalget foreslår at rapporteringsforpliktelsene til utstedere hvis omsettelige papirer er eller er søkt opptatt til handel på et regulert marked, samles ett sted.

Advokatforeningen slutter seg til Utvalgets forslag på dette punkt.

Utvalget antar på generelt grunnlag at gjeldende regulering av grunnfondsbevis bør videreføres.

Advokatforeningen slutter seg til Utvalgets forslag på dette punkt.

4.3.2 Flaggeregler

Utvalget har foreslått visse endringer i bestemmelsen om flaggeplikt ved avhendelser og erverv m.v. av større aksjeposter i selskaper hvis aksjer er notert på regulert marked. I hovedtrekk videreføres gjeldende regler, både mht flaggepliktens omfang og øvrige relaterte bestemmelser.

En viktig nyhet i forslaget er at lovens virkeområde blir utvidet, gjennom lovutkastets § 4-2. Etter denne bestemmelsen vil flaggeplikten gjelde for aksjer opptatt til handel på regulert marked med Norge som hjemstat. Dette vil bl.a. innebære at nedslagsfeltet for både flaggeplikten og krav til melding blir utvidet, ettersom dagens regler begrenser disse pliktene til transaksjoner i aksjer (evt. rettigheter) som er notert på norsk børs.

På samme måte som omtalt tidligere reiser denne utvidelsen i nedslagsfeltet en rekke spørsmål. Prinsippet om hjemstatskontroll slik den er hjemlet i Direktivets art. 19 er imidlertid søkt lagt til grunn.

En endring i forhold til gjeldende rett er ellers bl.a. at også avhendelser av rettigheter til aksjer skal være underlagt flaggeplikt. Dette må antas å følge av Direktivet og fremtrer derfor som riktig. En annen viktig endring følger av art. 9 nr. 2 som krever at passering av flaggetersklene ved kapitalendringer skal omfattes, også der aksjonærene forholder seg passive. I praksis vil dette bety at aksjonærene kan havne i flaggeposisjon uten selv å ha kunnskap om forholdet som utløste flaggeplikten. Direktivet har løst dette gjennom særlige unntaksregler som må antas å løse de utfordringer en slik bestemmelse i utgangspunktet representerer. Advokatforeningen vil be Departementet likevel å vurdere om unntakene bør implementeres direkte i norsk rett.

Etter Direktivet skal det i utgangspunktet flagges for aksjer m.v. som gir en ubetinget rett til erverv av allerede utstedte og noterte aksjer med stemmerett, jfr. art. 9, nr. 1 og 13, nr. 1. Dette innebærer at konvertible obligasjoner, tegningsrett og tilsvarende rettigheter ikke vil være omfattet av Direktivets flaggeplikt. Ettersom Norge har hjemstatskompetanse, foreslås det å videreføre gjeldende rett på dette punkt.

Advokatforeningen slutter seg til Utvalgets forslag på dette punkt.

Etter sin ordlyd omfatter Direktivet art. 9, nr.1 kun stemmerettigheter. Dette betyr at det etter Direktivet ikke skal flagges for erverv eller avhendelse av stemmeløse aksjer. Til tross for at tillegget om *”aksjekapitalen i gjeldende rett antas å ha liten selvstendig betydning i praksis, legger utvalget til grunn at tilsvarende løsning bør velges for norsk retts vedkommende også i fremtiden”*.

Advokatforeningen kan ikke se at det er gitt en tilfredsstillende begrunnelse for å ha en norsk særregel på dette punkt og foreslår at Direktivets ordning på dette punkt

følges fullt ut.

Utvalget legger til grunn at terskelgrensen på 90% bør opprettholdes selv om denne grensen ikke følger av Direktivet.

Advokatforeningen kan ikke se at det er gitt en tilfredsstillende begrunnelse for å ha en norsk særregel på dette punkt og foreslår at Direktivets ordning på dette punkt følges fullt ut.

Direktivet art. 10 inneholder konsolideringsbestemmelser ved flaggeplikt. Utvalget antar at en aksjonærs beholdning av stemmeberettigede aksjer etter art. 9 skal aggregeres med stemmerettighetene som reguleres i art. 10, jfr. dagens verdipapirhandellov § 3-2, 6. ledd. Videre antas at konsolideringsplikten etter art. 10 vil kunne inntre allerede på avtaletidspunktet, for eksempel ved inngåelse av en aksjonæravtale eller ved tildeling av fullmakt til å stemme.

Advokatforeningen slutter seg til Utvalget på dette punkt.

Utvalget antar at enkelte av konsolideringsalternativene i art. 10 ikke vil være aktuelle for norske aksjeutstedere. Etter Utvalgets oppfatning er kun konsolideringsreglene i art. 10, bokstav a, e og h aktuelle for norske utstedere. Utvalget kan ikke se at art. 10, bokstav h har noe motstykke i gjeldende norsk rett, som foreslås inntatt i ny § 4-2, 8. ledd (fullmektigforhold).

Advokatforeningen slutter seg til Utvalget på dette punkt.

Artikkel 12 nr. 4 og nr. 5 inneholder særlig regler med hensyn til konsolidering for så vidt gjelder hhv morselskaps eierandeler og datterselskaps eierandeler som besittes som ledd i forvaltning for kunde på nærmere vilkår. Etter Utvalgets oppfatning åpner ikke gjeldende verdipapirhandellov § 1-4, nr. 3 ikke for unntak fra konsolidering for selskap innen samme konsern. Utvalget antar at det vil være mest i tråd med EØS forpliktelsene dersom det i norsk rett innføres unntak i slike tilfelle.

Utvalget foreslår at kravene til flaggemeldinger (innhold m.v.) fastsettes i forskrift. Det vises bl.a. til at kommisjon i medhold av art. 12, nr. 8 kan fastsette nærmere bestemmelser om innholdet i flaggemeldinger.

Advokatforeningen slutter seg til Utvalgets forslag på dette punkt.

Et viktig spørsmål i norsk praksis har knyttet seg til tidspunktet for flagging. Kravet er i dag at det skal flagges ved melding til børsen "straks". I lys av art. 12 nr. 2 som bestemmer at melding skal gis til utsteder "snaest mulig og senest innen fire handelsdager", har Utvalget foreslått en mindre streng terminologi enn dagens, i det man har innført begrepet "så raskt som mulig". Selv om Utvalget i sin kommentar gir uttrykk for at man ikke legger opp til noen realitetsforskjell i forhold til i dag, er det lovutvalgets oppfatning at det da neppe hadde vært nødvendig å endre dagens ordning som på en mer presis måte uttrykker lovgivers mening.

Advokatforeningen kan ikke se at det er behov for særnorske regler på dette punkt.

Etter Direktivet skal utsteder offentliggjøre flaggemeldinger. Utvalget finner det ikke hensiktsmessig å gjennomføre Direktivets ordning i norsk rett og mener det heller ikke er påkrevet. Utvalget foreslår derved at Kredittilsynet eller den Kredittilsynet

utpeker skal offentliggjøre flaggemeldinger.

Advokatforeningen er usikker på behovet for å ha andre regler på dette punkt enn hva som følger av Direktivet.

Når det gjelder spørsmålet om hvem flaggepliktige skal inngi meldinger til antar Utvalget at gjeldende ordning ikke tilfredsstillende Direktivet. Utvalget foreslår derfor at Direktivets løsning legges til grunn, hvilket betyr at flaggepliktige må sende melding til den aktuelle aksjetstederen og til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker.

Advokatforeningen vil anbefale at Kredittilsynet utpeker Oslo Børs som mottaker av slike meldinger.

Det foreslås eksplisitt at flaggemeldinger skal kunne sendes på engelsk i tillegg til norsk.

Advokatforeningen slutter seg til Utvalgets forslag på dette punkt.

Art. 12 regulerer innholdet av flaggemeldinger, og disse er mindre strenge enn dagens reguleringer slik det fremgår av verdipapirhandelloven. Utvalget har funnet det hensiktsmessig at kravet til flaggemeldinger samles ett sted, og at dette gjøres i forskrift etter at kommisjonen har fastsatt nærmere nivå-2 regler om innholdskravene.

4.3.3 Språk

Artikkel 20 stiller krav til hvilket språk de regulerte opplysninger skal offentliggjøres på. I utkastet til ny lov om verdipapirhandel § 5-13 foreslår Utvalget bestemmelser om på hvilket språk utstedere skal gi opplysninger. Utvalget er delt i dette spørsmålet. Et flertall foreslår som utgangspunkt at dagens språkbestemmelse i børsforskriften § 23-5, 2. ledd videreføres. Et mindretall foreslår at det lovfestes at utstedere, på samme måte som i dag gjelder for prospekter etter nåværende vphl § 5-17, skal kunne offentliggjøre opplysninger gis på norsk, engelsk svensk eller dansk uansett om utsteder er et norsk foretak eller ei.

Advokatforeningen slutter seg til mindretallets forslag.

Avslutningsvis vil Advokatforeningen igjen fremheve at NOU 2006:3 i det alt vesentligste representerer et godt forslag til implementering av MIFiD og Transparencydirektivet i norsk rett. Som påpekt er det imidlertid behov for visse justeringer i forslaget til ny verdipapirhandellov og børsløvslov.

Vennlig hilsen

Merete Smith
generalsekretær