

Finanstilsynet

Inngis elektronisk

Oslo, 18.11.2019

Deres ref.: 19/4523

Høringsuttalelse – forespørsel om innspill til forståelsen av markedsmisbruksforordningen (MAR)

Innledning

Vi viser til Finanstilsynets brev 01.11.2019 der det bes om svar på spørsmål i tilknytning til forståelsen og praktiseringen av markedsmisbruksforordningen.

Innledningsvis har vi behov for å påpeke at spørsmålet om å endre eller trekke en allerede innlagt ordre iht. markedsmisbruksforordningen allerede har vært meget grundig belyst og utredet. Spørsmålet ble sendt på separat høring, løstrevet fra resten av MAR, allerede høsten 2016. Som følge av risiko for straffesanksjoner på sviktende premisser, hastet det med å få en avklaring. Finansdepartementet foreslo en endring i verdipapirhandelloven som gikk ut på at man ikke skulle trekke eller endre en ordre som følge av at det oppstår innsideinformasjon etter ordreinnleggelsen. Finansnæringen støttet fullt opp om den foreslåtte endringen. ØKOKRIM hadde innsigelser mot lovforslaget, som de mente ville svekke bekjempelsen av ulovlig innsidehandel. Vi hadde og har problemer med å se at en åpning for å trekke allerede innlagte ordre er nødvendig, eller endog ønskelig, for å motvirke ulovlig innsidehandel. Uansett må norsk lov vike for en EU-forordning ved motstrid. Det er det sentrale i denne sammenhengen.

Det ble ikke noen lovendring som følge av prosessen i 2016. Spørsmålet ble skjøvet videre til Verdipapirlovutvalget i tilknytning til behandlingen av hele MAR. Utvalget var enstemmig i oppfatningen av at det etter MAR ikke foreligger noen plikt til å trekke en innlagt ordre hvis det oppstår innsideinformasjon i etterkant. Gjeldende norsk rett endres som følge av gjennomføringen av MAR «som den er» - ved inkorporasjon.

Spørsmålet er grundig behandlet i Prop. 96 LS (2018-2019) med fyllestgjørende redegjørelser for lovutvalgets synspunkter, samt høringsinstansene som er på linje med lovutvalget.

Vi mener at spørsmålet for lengst burde vært ansett tilstrekkelig opplyst og utredet til å trekke

konklusjoner. Prosessene har gitt avklarende svar på hovedspørsmålene. Vi vil understreke at markedsmisbruksforordningen (MAR) etter vårt syn ikke i noen tilfeller pålegger en investor plikt til å trekke allerede innlagte ordre, uavhengig av om vedkommende etter ordreinnleggelse mottar innsideinformasjon eller ikke. Norsk lovgivning må ikke under noen omstendighet bidra til at det sås tvil om våre EØS-forpliktelser når det gjelder gjennomføringen og praktiseringen av denne forordningen.

Vi presiserer at våre tidligere meddelte synspunkter på forordningen står fullt ut ved lag. De konkrete spørsmålene som tilsynet stiller i sitt brev rokker ikke ved vår forståelse. Vi besvarer spørsmålene nedenfor.

Svarene vi gir, bør leses også i lys av de svarene som Verdipapirforetakenes forbund inngir, som vi mener svarer på spørsmålene på en god måte. Vi vil forsøke å gi noen tilleggsopplysninger ut fra forvaltningsselskapenes perspektiv.

Vi vil gjerne fremheve den figuren som vises under avsnitt «3.4 Oppsummering» i brevet fra Finanstilsynet. Den gir en klar og dekkende illustrasjon av hvordan reglene i MAR skal forstås.

Spørsmålene:

Skal en «ordre» anses for å være «plassert» når den er inngitt til et verdipapirforetak, og i så fall hvilke nærmere faktiske omstendigheter antas å innebære en ordreplassering hos verdipapirforetaket?

En ordre anses som plassert når den er inngitt til et verdipapirforetak. Ut fra avtaleretten eller kontraktsretten kan man da tale om tidspunktet for at man har avgitt et dispositivt utsagn, en bindende viljeserklæring. Her må man bygge på det som ellers gjelder i kontraktsretten. Det er etter vårt skjønn ikke noe spesielt her som foranlediger noen særbehandling av ordresituasjonen innenfor verdipapirhandelen. En kjøps- eller salgsordre er å betrakte som et tilbud, som trenger en aksept, for at det skal bli en (bindende) avtale. Tilbudet er forpliktende for tilbudsgiver. Det spiller ingen rolle om ordren legges inn elektronisk eller muntlig over telefon.

Informasjon som oppstår senere, anses ikke å være relevant i denne sammenhengen. Hovedpoenget er at man i tråd med avtalerettslige prinsipper må stå ved det man har lovet. Det å annullere en ordre i ettertid fordi man har mottatt innsideinformasjon er også etter vårt syn å anse som en ulovlig innsidehandel i seg selv etter MAR artikkel 8 (1).

Dersom det kommer til ytterligere kontakt mellom kunde og verdipapirforetak etter innleggelse av en ordre, må det avgjøres konkret om det eventuelt er tale om en annullering eller endring av en ordre. Vanskelige grensespørsmål kan i praksis oppstå i tilfeller der en større ordre skal gjennomføres over tid, og hvor man normalt vil ha en «løpende dialog» på utførelsen av ordren. Også her bør det avgjørende være om innholdet i den opprinnelige ordren endres.

Det er uhyre viktig at regelverket ikke går på tvers av de avtalerettslige forpliktelsene som foreligger mellom et verdipapirforetak og forvaltningsselskap, når et forvaltningsselskap legger inn en ordre for handel på en markeds plass, eller man gir aksept for et tilbud fra et verdipapirforetak for handel i unoterte obligasjoner eller andre finansielle instrumenter. Forretningsvilkårene til verdipapirforetak i Norge og internasjonalt medfører at forvaltningsselskaper som kunde av verdipapirforetak er bundet

av ordrer eller aksepter som er inngitt. En annullering eller endring er betinget av en aksept og rask effektivering hos verdipapirforetaket, noe som i aller høyeste grad er beheftet med usikkerhet, dvs. risiko for forvaltningsselskapet. Dette bare understreker et hovedprinsipp i avtaleretten: Avtaler skal holdes. MAR innebærer at tilgang på innsideinformasjon i ettertid ikke kan påberopes som en relevant bristende forutsetning. Vi understreker at norske forvaltningsselskap regelmessig handler med verdipapirforetak i andre EØS-land som ikke har noen trekkplikt.

Et annet forhold vi er opptatt av er at tilbaketrekking av ordre kan føre til utilsiktet spredning av innsideinformasjon. Den som har inngitt ordren fra forvaltningsselskapet, må under dagens regelverk i praksis «dikte opp» en begrunnelse for tilbaketrekkingen overfor verdipapirforetaket, jf. at tilbaketrekking er brudd med forretningsvilkårene til verdipapirforetaket, og dermed krever en dialog mellom ordregiver hos forvaltningsselskapet og ordremottaker hos verdipapirforetaket. Spesielt vanskelig er det når forvaltningsselskapet har inngitt en programordre (f.eks. for å tilpasse porteføljen i et fond til en endring i referanseindeksen), hvor mange verdipapirer skal handles samtidig. De vanlige begrunnelsene for tilbaketrekking om at man har fått tegning/innløsning i fondet etter ordreinngivelse eller at man må gå for dagen og vil vente med å gjennomføre ordren til senere, har liten troverdighet når én linje i en programhandel på 50 linjer skal trekkes tilbake. Gjennomføringen av de øvrige linjene i ordren vil være viktig for å ivareta interessene til andelseierne.

Man skal være oppmerksom på at mange handler gjøres i fond som forvaltes tett på indeksens sammensetning der handelen er sterkt regelstyrt og ikke har noe med innsideinformasjon om et selskap å gjøre. Det er meget krevende å skulle trekke ut en linje av en inngitt samleordre (programhandel) for å oppfylle sine forpliktelser iht. investeringsmandat, uten at den ansatte i verdipapirforetaket får mistanke om at «noe er på gang». Krav om tilbaketrekking av en ordre kan således føre til at man utilsiktet bidrar til spredning av innsideinformasjon – i strid med innsidelovgivningen.

Det er både praktisk og rettslig helt klart en stor fordel av man kan referere til et tydelig tidspunkt eller skjæringspunkt for når man har forpliktet seg. Det er dette forholdet som må være avgjørende for om man har overtrådt forbudet mot ulovlig innsidehandel. I verdipapirhandel er det helt sentralt å kunne ta hurtige (men gjennomtenkte) investeringsavgjørelser, og få disse raskt effektuert. Dette gjelder ikke minst børsnoterte papirer der MAR kommer til anvendelse. Vi vil også mene at tilsyns- og påtalemyndigheter har interesser av et slikt klart utgangspunkt. Det er maktpåliggende at reglene forstås og praktiseres likt over landegrensene i EØS.

Det er ønskelig med innspill om behovet for å vurdere andre konkrete handelsfunksjonaliteter for gjennomføring (avtaleslutning) på handelsplasser.

Igen må man finne ut av om det er inngitt et endelig, bindende tilbud eller ikke. Forberedelser er ikke dispositive utsagn. Er det tale om ytterligere bekreftelser o.l. før ordren gis, er man ikke kommet til tidspunktet for avgivelse av det dispositive utsagnet. Det er først da at bordet fanger. Dette må avgjøres konkret i det enkelte tilfellet.

Det er ønskelig med innspill om behovet for å vurdere konkrete former for handel som kommer i stand utenfor handelsplass nærmere.

Vi kan ikke se at man kommer utenom å vurdere de konkrete situasjonene som kan oppstå her, i lys av de samme prinsippene som det er redegjort for ovenfor: Har man forpliktet seg, har man avgitt et dispositivt utsagn? Når skjedde det?

I det praktiske liv kan det forekomme mange ulike situasjoner eller tilfeller som ikke svarer helt til «normalen» med innleggelse av en ordre til et verdipapirforetak. Lovgivningen kan ikke være kasuistisk. Dersom Finanstilsynet skal gi ut en veiledning om dette, mener vi det er overordentlig viktig at man veileder innenfor de rammer som EU-forordningen trekker opp, og som etter inkorporasjon naturligvis er norsk lov. Som vi har sett eksempler på i den senere tid, er det når man søker å «strekke strikken» ved innarbeidelse av EU-retten en ikke ubetydelig risiko for manglende etterlevelse av de EØS-rettslige forpliktelsene. Dette gjelder særlig ved forordninger, som skal gjennomføres direkte, og særlig når straff er en aktuell sanksjon for regelbrudd.

I forhandlingssituasjoner kan det virke kunstig å tale om innleggelse av ordre. Det sentrale synspunktet vil etter vår mening være om og når man er kommet til det punkt at man avgir en bindende erklæring (dispositivt utsagn). Det må selvsagt vurderes konkret.

Ved bruk av mellommann må skjæringspunktet være når det er innlagt en ordre eller avgitt et dispositivt utsagn til mellommannen – etter vanlige avtalerettslige prinsipper.

Det er ønskelig med innspill og eksempler på situasjoner og tilfeller der det kan være snakk om utnyttelse av innsideinformasjon der en handel gjennomføres på bakgrunn av en ordre som beviselig ble plassert før vedkommende kom i besittelse av innsideinformasjon.

Vi minner om vårt hovedsyn igjen, jf. prinsippene og tenkningen i MAR om dette. Vi ser ingen grunn til å spekulere i om det kan forekomme tilfeller der MAR ikke bør eller kan følges. Det må man i tilfelle ta opp med Finanstilsynet på et situasjonsbestemt grunnlag.

Avsluttende ord

Vi mener ESMA står nærmere enn vårt norske finanstilsyn til å gi slik generell veiledning. Da vil man i tilfelle sikre at man får etablert felleseuropeiske normer på dette området.

Vi mener det er klart at MAR ikke i noe tilfelle pålegger en investor plikt til å trekke allerede innlagte ordre, uavhengig av om vedkommende etter ordreinnleggelse mottar innsideinformasjon eller ikke. MAR art. 9 nr. 6 regulerer andre forhold og kan ikke kan tolkes som en reservasjon i så måte.

Uavhengig av hva man skulle mene om tilbaketrekking av ordre og skjæringstidspunktet for når det er plassert en ordre, er det svært viktig at regelverket tolkes likt av myndighetene i Norge og resten av EØS-området. Tilliten til det norske verdipapirmarkedet er avhengig av at norske myndigheter ikke åpner opp for en tolkning som kan være i strid med MAR, siden dette vil skape stor usikkerhet hos markedsaktørene. Dersom man avviker fra MAR, risikerer man at man pålegger aktører en trekkplikt etter norsk rett som ikke kan oppfylles uten å bryte innsidehandelsregelverket i øvrige EU/EØS-land. Det er åpenbart at dette vil skape en uholdbar situasjon i et marked der både norske og andre europeiske foretak ofte handler på tvers av landegrensene.

Vi vil også legge til at det i lys av EU-domstolens praksis vil foreligge innsideinformasjon selv om investor ikke vet hvilken retning opplysningen er egnet til å påvirke kursen. Myndighetene bør klart angi hvordan investorer skal forholde seg til en slik situasjon, dersom det konkluderes med at det i visse situasjoner kan foreligge en plikt til å trekke allerede innlagte ordre.

Med vennlig hilsen

Verdipapirfondenes forening - næringspolitikk



Bernt S. Zakariassen
Adm. direktør