

**Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)**

COM(2011) 651 final — 2011/0295 (COD)

**og om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om strafferetlige sanktioner for insiderhandel og kursmanipulation**

COM(2011) 654 final — 2011/0297 (COD)

(2012/C 181/12)

Ordfører: **Arno METZLER**

Rådet og Europa-Parlamentet besluttede henholdsvis den 25. november 2011 og den 15. november 2011 under henvisning til artikel 114 og 304 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde at anmode om Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om:

»Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)«

COM(2011) 651 final — 2011/0295 (COD).

Rådet besluttede den 2. december 2011 under henvisning til artikel 304 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde at anmode om Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om:

»Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om strafferetlige sanktioner for insiderhandel og kursmanipulation«

COM(2011) 654 final — 2011/0297 (COD).

Det forberedende arbejde henvistes til Den Faglige Sektion for Den Økonomiske og Monetære Union og Økonomisk og Social Samhørighed, som vedtog sin udtalelse den 7. marts 2012.

Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg vedtog på sin 479. plenarforsamling den 28.-29. marts 2012, mødet den 28. marts 2012, følgende udtalelse med 138 stemmer for, 2 imod og 8 hverken for eller imod:

## 1. Indhold og konklusioner

1.1 EØSU bifalder, at Kommissionen med sit forslag ajourfører de lovgivningsmæssige rammebetingelser, der er skabt med det gældende direktiv om markedsmisbrug, og derved styrker tilliden til kapitalmarkedernes integritet.

1.2 Udvalget kan grundlæggende tilslutte sig Kommissionens forslag. Hvad angår Kommissionens konkrete udformning af forslaget som en forordning og et direktiv har EØSU imidlertid en række betænkeligheder af til dels principiel art.

1.3 Navnlig den uklare definition af en række retsfakta i forslaget til forordning om markedsmisbrug og overdragelsen af ansvaret for den videre præcisering heraf til ESMA og/eller Kommissionen på Level-2-niveau er egnet til at skabe betydelig retsikkerhed i betragtning af det retstatslige princip om »ingen straf uden retsregel« er dette kritisabelt. Dette princip er ikke blot forankret i medlemsstaternes forfatninger, men også i Den Europæiske Menneskerettighedskonvention (EMRK). Det er næppe hverken i Kommissionens, medlemsstaternes eller

brugerne af lovgivningens interesse, at en retsakt giver anledning til forfatnings- og strafferetlige betænkeligheder af så principiel karakter. Derfor opfordrer EØSU Kommissionen til en yderligere præcisering af de relevante retsfakta allerede på Level-1-niveau.

1.4 Også artikel 11 i forordningsforslaget giver anledning til kritik. I henhold til denne bestemmelse er enhver, der som led i sit erhverv formidler eller gennemfører transaktioner med finansielle instrumenter, forpligtet til at indføre mekanismer til afsløring af markedsmisbrug. Flere bureaukratiske byrder er ikke nødvendigvis ensbetydende med bedre lovgivning. EØSU går ind for effektiv og afbalanceret regulering. Ikke blot kan man frygte, at bestemmelsen vil medføre en mængde grundløse anmeldelser, hvilket næppe kan være i tilsynsmyndighedernes interesse, men den vil også være til uforholdsmæssig stor ulempe netop for mindre kreditinstitutter, hvorfor den vil bremse det økonomiske kredsløb på lokalt plan og derfor navnlig stride imod befolkningens og de små og mellemstore virksomheders interesser i landdistrikterne. EØSU opfordrer Kommissionen til at tage hensyn til disse betænkeligheder og vælge en mere differentieret reguleringsmetode i stil med, hvad Kommissionen i en række nylige lovgivningsforslag f.eks. har gjort for at lette byrderne for en række små og mellemstore udstedere.

## 2. Resumé af Kommissionens dokument

2.1 Med udstedelsen af direktiv 2003/6/EF om insiderhandel og kursmanipulation blev der for første gang på EU-niveau forsøgt indført fælles regler mod markedsmissbrug. Den 20. oktober 2011 offentliggjorde Kommissionen et forslag til revision af dette direktiv i form af et direktiv (MAD) og en forordning (MAR) om markedsmissbrug.

2.2 Kommissionens målsætning er at ajourføre de lovgivningsmæssige rammebetingelser, der er skabt i kraft af direktivet om markedsmissbrug, og sikre gradvis større fodslag i de europæiske regler mod insiderhandel og markedsmanipulation. Dermed reagerer Kommissionen på de ændrede markedsforhold.

2.3 Hvor direktivet om markedsmissbrug kun omhandlede finansinstrumenter, der handles på et reguleret marked, udvider forslaget anvendelsesområdet til at gælde finansielle instrumenter, der handles på nye handelsplatforme og uden for børsen (»over the counter« – OTC). Derudover giver forslaget tilsynsmyndighederne flere efterforsknings- og sanktionsmuligheder og har til formål at lette de administrative byrder for små og mellemstore udstedere.

## 3. Generelle bemærkninger

3.1 EØSU bifalder, at Kommissionen med sit forslag reagerer på de ændrede markedsforhold og tilsigter at ajourføre de lovgivningsmæssige rammebetingelser, der er skabt med direktivet om markedsmissbrug. Insiderhandel og kursmanipulation svækker tilliden til markedernes integritet, der imidlertid er en ufravigelig forudsætning for et velfungerende kapitalmarked.

3.2 Udvidelsen af anvendelsesområdet for de gældende bestemmelser om markedsmissbrug til også at omfatte finansielle instrumenter, der ikke handles på et reguleret marked, samt anvendelse af højt specialiseret teknologi til gennemførelse af handelsstrategier såsom højfrekvenshandel er et fornuftigt tiltag. Det vil dog kun bidrage til at sikre markedernes integritet, hvis det præciseres, hvilke praktiske følger udvidelsen af anvendelsesområdet får for de i fremtiden omfattede OTC-instrumenter og for højfrekvenshandelen.

3.3 Udvalget bifalder større harmonisering af lovgivningen mod insiderhandel og markedsmissbrug. Det foreliggende kommissionsforslags udformning som en forordning og et direktiv om markedsmissbrug vil imidlertid kunne skabe en lang række retlige problemer, navnlig i forhold til de i de enkelte tilfælde berørte principper af straffe- og forfatningsretlig art, hvorfor forslaget giver anledning til kritik.

## 4. Særlige bemærkninger

4.1 EØSU glæder sig over udvidelsen af anvendelsesområdet til også at omfatte OTC-instrumenter. Det er imidlertid fortsat uklart, i hvilken form dette skal ske. Der findes i mange tilfælde slet ikke noget marked for OTC-instrumenter, fordi de kun

handles bilateralt. En yderligere præcisering heraf, f.eks. ved at Kommissionen eller ESMA opstillede modeleksempler, ville derfor være nyttigt for brugerne af lovgivningen.

4.2 Udvalget bifalder derudover principielt inddragelsen af højt specialiserede teknologier til gennemførelse af handelsstrategier i anvendelsesområdet for bestemmelserne om markedsmissbrug. Det er imidlertid værd at huske på, at algoritmebaseret handel ikke i sig selv er noget negativt, men at den også anvendes af kreditinstitutter til at afvikle ganske almindelige stående ordrer for privatkunder. Derfor har brugerne af lovgivningen også i dette tilfælde behov for en yderligere præcisering af, hvad der er lovligt, og også her ville det mest indlysende være, at Kommissionen eller ESMA opstillede modeleksempler.

4.3 Når EU lovgiver på det strafferetlige område, skal Unionen tage hensyn til nærhedsprincippet. I henhold til gældende lovgivning skal reguleringen ske i form af et direktiv. Kritik heraf er ikke udvalget bekendt. På den baggrund er det uforståeligt, hvorfor Kommissionen har valgt at fravige fremgangsmåden. Forslaget fastsætter, at sanktionerne skal reguleres i medfør af direktivet. De retsfakta, der skal sanktioneres, reguleres derimod i forordningen (MAR) og finder umiddelbar anvendelse i medlemsstaterne.

4.4 Regulering af retsfakta i form af en forordning er tvivlsom, eftersom de foreslåede bestemmelser formentlig vil medføre en lang række vanskeligheder med retsanvendelsen. Til forskel fra et direktiv kan medlemsstaterne ikke forhindre disse vanskeligheder i at opstå i forbindelse med implementeringen. Efter Kommissionens forslag bør sådanne vanskeligheder imidlertid undgås.

4.5 Manglende præcisering af formuleringer og anvendelse af uklart definerede retlige begreber vil formentlig resultere i vanskeligheder med retsanvendelsen. Den retsikkerhed, der opstår som følge af sanktionerne, vedrører generelle forfatnings- og strafferetlige principper. Det gælder bl.a. princippet om »ingen straf uden retsregel« (*nulla poena sine lege certa* – jf. f.eks. den tyske forfatnings artikel 103, stk. 2, eller den italienske forfatnings artikel 25, stk. 2). I henhold hertil skal det af en retsregel klart fremgå, hvilken adfærd der sanktioneres. Dette almindelige retsstatslige princip er også forankret i artikel 7 i EMRK. For de fleste af de foreslåede bestemmelsers vedkommende tvivler udvalget på, at der er blevet taget behørigt hensyn hertil. I henhold i hvert fald til den tyske juridiske faglitteratur skaber allerede den gældende lovgivning om insiderhandel uforholdsmæssig stor retsikkerhed og påkalder sig derfor kritik.

4.6 De bestemmelser, der, som det f.eks. er tilfældet i forordningsforslagets artikel 8, stk. 5, giver Kommissionen og/eller ESMA beføjelser til på Level-2-niveau at præcisere, hvilke retsfakta der skal resultere i sanktioner, skaber yderligere retsikkerhed. Ganske vist har artikel 8 i sig selv ingen retsfølger,

eftersom bestemmelsen blot definerer begrebet kursmanipulation. Alligevel ville det være lovtrækkeri at henvise til artikel 8's manglende sanktionsvirkning, eftersom bestemmelsen som et centralt element i definitionen af kursmanipulation som strafbar handling i sidste ende nødvendigvis vil være bestanddel af sanktionen. Derudover indeholder bilag I til forordningen allerede et katalog over indikatorer for de enkelte karakteristika af retsfaktuel art af betydning for artikel 8, hvorfor det er tvivlsomt yderligere at præcisere bestemmelsen på Level-2-niveau. EØSU har forståelse for den hensigt, der ligger bag Kommissionens fremgangsmåde, nemlig at skabe forudsætninger for en løbende tilpasning til aktuelle markedsforhold ved at give Kommissionen eller ESMA ansvar for at præcisere bestemte elementer eller aspekter af forslaget. Nye markedsforhold kan også ændre kravene til tilsynet. Ud fra et retsstatsligt synspunkt og henset til det strafferetlige reguleringsområde er denne fremgangsmåde imidlertid betænkelig. Dertil kommer, at samspillet mellem artikel 8, bilaget og eventuelle yderligere præciserende foranstaltninger næsten fuldstændig tilslører, hvilken adfærd det er, der skal sanktioneres.

4.7 Formentlig vil ESMA også blive overbebyrdet af de præciseringer, der skal foretages på Level-2-niveau, ikke bare i medfør af lovgivningsforslaget om markedsmisbrug, men også af forslaget til omarbejdning af direktiv 2004/39/EF (MiFID). Dette gør, at man igen kan frygte forsinkelser og fortsat usikkerhed.

4.8 Den bestemmelse, der er fastsat i forslagens artikel 11, stk. 2, og som forpligter enhver, der som led i sit erhverv formidler eller gennemfører transaktioner med finansielle instrumenter, til at indføre mekanismer til forebyggelse og afsløring af markedsmisbrug, er tvivlsom i forhold til adressaterne.

4.9 Personer, der som led i deres erhverv gennemfører transaktioner med finansielle instrumenter, har allerede pligt til at anmelde mistanke om markedsmisbrug (jf. artikel 6, stk. 9, i direktivet om markedsmisbrug). Sådanne anmeldelser er i hvert fald i henhold til den tyske finanstillsynsmyndighed BaFin (jf. rapport i BaFin Journal, juli 2011, s. 6 ff.) meget nemme at udmønte i praksis. Antallet af dem stiger løbende.

4.10 Indførelse af systemiske afsløringsmekanismer kan medføre en mangedobling af antallet af anmeldelser om mistanke. Det kan imidlertid ikke være i tilsynsmyndighedernes interesse at modtage et stort antal grundløse anmeldelser. I praksis ser det ud til, at problemet i forhold til overtrædelser af forbuddet mod markedsmisbrug i mindre grad består i, at tilsynsmyndighederne ikke får kendskab til overtrædelserne, men snarere er, at størstedelen af sagerne ikke bliver fulgt til dørs af anklagemyndigheden og/eller indstilles mod betaling. Set i det lys er der muligvis mangel på specialiserede afdelinger i medlemsstaternes anklagemyndigheder.

4.11 Endvidere er det tvivlsomt, om personer, der som led i deres erhverv formidler eller gennemfører transaktioner med finansielle instrumenter, overhovedet er egnede adressater for etablering af systemer til forebyggelse eller afsløring af markedsmisbrug.

4.12 I hvert fald har børsernes handelsovervågningsmyndigheder formentlig et særdeles godt overblik over den nationale handel. Eftersom markedsmisbrug kan være grænseoverskridende, så EØSU gerne, at de pågældende myndigheder fik beføjelser til at udvide deres internationale samarbejde.

4.13 Især er det også tvivlsomt, om små og mellemstore kreditinstitutter bør forpligtes til at indføre systemiske mekanismer til forebyggelse og afsløring af markedsmisbrug. De vil formentlig blive overbebyrdet herved. Små og mellemstore kreditinstitutter findes ofte i landdistrikter og er vigtige for forsyningen af den befolkning, der er bosat hér, og de små og mellemstore virksomheder, der er hjemmehørende hér. Derved bidrager de til at stabilisere det lokale økonomiske kredsløb og til at fremme den lokale beskæftigelse. Som eksempel kan nævnes andelskasser som Cajas Rurales i Spanien eller Volks- og Raiffeisenbankerne i Tyskland. Kreditinstitutter kan ikke påtage sig tilsynsopgaver. Afsløring og navnlig vurdering af tilfælde af markedsmisbrug er en opgave, der påhviler tilsynsmyndighederne.

4.14 Dertil kommer, at – yderligere – belastning af små og mellemstore kreditinstitutter strider mod Kommissionens mål om med forslaget også at lette de administrative byrder for de små og mellemstore udstedere. Dette og en række andre mål har Kommissionen sat sig ikke blot i forbindelse med fremsættelsen af lovforslaget mod markedsmisbrug, men også i forbindelse med forslaget om en revision af gennemsigthedsdirektivet (2004/109/EF). Spektakulære sager om markedsmanipulation, som offentligheden har fået kendskab til med forbindelse til bestemte banker, er blevet udløst af enkeltstående *tradere* på investeringsbankområdet, f.eks. sagen i 2008 om franskmændene Jérôme Kerviel. Kendte sager om insiderhandel viser, at kreditinstitutternes rolle i denne lovovertrædelse er begrænset. Små og mellemstore kreditinstitutter er derfor ikke egnede adressater, når det drejer sig om at etablere mekanismer til forebyggelse og afsløring af markedsmisbrug, og artikel 11 i forordningsforslaget, der ikke differentierer i så henseende, tager ikke tilstrækkeligt hensyn til disse forskelle.

4.15 På den baggrund bør det for personer, der som led i deres erhverv formidler eller gennemfører transaktioner med finansielle instrumenter, i forhold til markedsmisbrug overvejes at indføre en tilsynsstruktur efter den selvforvaltningsmodel med statslig legalitetskontrol, der findes inden for de liberale erhverv. En sådan tilsynsstruktur ville kunne sikre inddragelse af den nødvendige faglige viden og det nødvendige branchekendskab og dermed et tillidvækkende, effektivt branchetilsyn af høj kvalitet. Hvis aktørerne på de finansielle markeder får pålagt en selvforvaltningsopgave under statslig legalitetskontrol, gavner dette først og fremmest forbrugerne og netop ikke markedsaktørernes interesser, fordi markedsaktørerne gensidigt holder hinanden i skak. Selvforvaltning ophæver velerhvervede privilegier og skaber gennemsigtighed.

4.16 Den i direktivforslaget fastsatte »walkaway«-klausul (betragtning 20-22) for Det Forenede Kongerige, Irland og Danmark er i modstrid med målsætningen om fælles regler. Det ville derfor være i overensstemmelse med forslagens formål at supplere og/eller ændre forslaget på de relevante

steder. Det Forenede Kongerige har allerede erklæret at ville gøre brug af sin valgfrihed og – i hvert fald foreløbig – ikke at ville deltage i vedtagelsen og anvendelsen af direktivet. Som grund hertil anfører Det Forenede Kongerige i hovedsagen, at MAD-forslaget afhænger af resultatet af de pågående drøftelser om MAR- og MiFID-forslagene, og at resultatet af disse drøftelser i øjeblikket er uklare. På den ene side bekræfter denne holdning

efter udvalgets opfattelse de ovenfor anførte betænkeligheder ved den retsikkerhed, der formentlig vil blive resultatet af at anvende uklare retlige begreber og give beføjelse til at foretage efterfølgende præciseringer. På den anden side er fremgangsmåden betænkelig i forhold til den tilstræbte harmonisering af lovgivningen, eftersom Europas største finanscenter, London, ligger i Det Forenede Kongerige.

Bruxelles, den 28. marts 2012

Staffan NILSSON

*Formand*

*for Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg*

---