

Markaðspreifingar á íslenskum fjármálamarkaði – breytt framkvæmd við innleiðingu MAR

Í samráðsgátt stjórnvalda hafa nú verið birt drög að frumvarpi til nýrra laga um markaðssvik sem ætlað er að leysa af hólmi núgildandi ákvæði laga um verðbréfiðskipti um meðferð innherjaupplýsinga, viðskipti innherja og markaðsmisnotkun. Með lögnum verður innleidd í íslenskan rétt, með tilvísunaraðferð, reglugerð Evrópusambandsins og ráðsins (ESB) nr. 596/2014 um markaðssvik (MAR). Við gildistöku laganna munu sömu reglur gilda hér á landi og í ríkjum Evrópusambandsins hvað varðar meðferð innherjaupplýsinga og markaðsmisnotkun. Um er að ræða afar jákvætt skref fyrir íslenskan fjármálamarkað og markaðsaðila alla.

Eitt þeirra nýmæla sem frumvarpið mælir fyrir um eru sérstök ákvæði um svokallaðar markaðspreifingar (e. market soundings). Með markaðspreifingum er átt við samskipti milli seljanda fjármálagerninga (eða ráðgjafa hans) og eins eða fleiri mögulegra fjárfesta, áður en viðskipti eru gerð opinber, til að kanna áhuga fjárfesta á hugsanlegum viðskiptum og verðlagningu þeirra, umfangi og uppbyggingu. Slíkar þreifingar, sem geta bæði átt sér stað í aðdraganda frumútboðs fjármálagerninga eða vegna fjármálagerninga sem þegar hafa verið teknir til viðskipta á skipulegum markaði, kunna eðli máls samkvæmt að kalla á miðlun innherjaupplýsinga. Miðlun slíkra upplýsinga er alla jafna óheimil. Markaðspreifingar hafa hins vegar verið álitnar nauðsynlegt tæki til að tryggja skilvirgni fjármálamarkaða. Þótt engin sérstök ákvæði séu í núgildandi lögum hefur þess vegna verið litið svo á að þegar innherjaupplýsingum er miðlað við markaðspreifingar geti miðlunin talist hafa átt sér stað í „eðlilegu sambandi við starf, stöðu eða skyldur þess sem upplýsingarnar veitir“ og feli þar af leiðandi ekki í sér innherjasvik. Ákveðin óvissa kann því að vera til staðar undir þessum kringumstæðum samkvæmt núgildandi lögum. Ákvæði MAR mæla aftur á móti fyrir um ítarlegar reglur um hvernig markaðsaðilar skuli bera sig að við markaðspreifingar. Sé reglunum fylgt teljast markaðsaðilar falla innan fyrirfram skilgreinds verndarsvæðis (e safe harbor) og geta treyst því að miðlun þeirra á innherjaupplýsingum sé lögmæt.

Reglur MAR um markaðspreifingar gilda að meginstefnu til um útgefendur skráðra fjármálagerninga, framseljanda skráðra fjármálagerninga þegar fyrirhuguð viðskipti uppfylla tiltekin skilyrði og aðila sem kemur fram fyrir hönd eða fyrir reikning þessara aðila. Til að falla innan verndarsvæðis reglnanna þurfa framangreindir aðilar að fullnægja nánar tilgreindum efnisskilyrðum þegar þeir miðla upplýsingum við markaðspreifingar. Í stuttu máli er markaðsaðila skylt, áður en hann framkvæmir markaðspreifingar, að meta hvort markaðspreifingin feli í sér miðlun innherjaupplýsinga og skjalfesta þá niðurstöðu sína. Telji viðkomandi markaðsaðili að um innherjaupplýsingar sé að ræða þarf hann að afla sérstaks samþykkis þess aðila sem miðla á upplýsingunum til hvort hann vilji móttaka innherjaupplýsingar og upplýsa móttakandann um margvíslegar kvaðir því samfara. Efnisskilyrðin eru svo nánar útfærð í viðbótar- og innleiðingarreglugerðum MAR. Þar er tilgreint með nákvæmum hætti hvernig markaðspreifingar og miðlun upplýsinga skuli eiga sér stað, hvaða upplýsinga skuli aflað frá móttakanda, hvernig upplýsingum skuli miðlað og hvaða upplýsingar markaðsaðili skuli skrásetja og varðveita. Til viðbótar hafa verið útfærðir tilteknir tæknistaðlar um þau kerfi og sniðmát sem markaðsaðilar skulu notast við þegar þeir miðla upplýsingum á grundvelli markaðspreifinga.

Ákveðnar skyldur hvíla einnig á þeim aðilum sem móttaka upplýsingar á grundvelli markaðspreifinga. Evrópska verðbréfamarkaðseftirlitið, ESMA, hefur gefið út leiðbeiningareglur fyrir þá aðila. Samkvæmt leiðbeiningunum skulu móttakendur upplýsinga útfæra innri verkferla þar sem meðal annars er skilgreint hverjir það eru innan viðkomandi lögaðila sem skulu taka á móti upplýsingunum og til hvaða aðgerða þeir aðilar eiga að grípa þegar upplýsingar eru

móttækna. Meðal fyrstu verkefna þeirra er að meta með sjálfstæðum hætti hvort þeir hafi móttengið innherjaupplýsingar. Skiptir engu í því sambandi hvort sá sem miðlaði upplýsingunum hafi talið að viðkomandi upplýsingar væru ekki innherjaupplýsingar. Þá þarf móttakandi upplýsinga að skilgreina hvort innherjaupplýsingar sem hann hefur móttengið nái jafnframt til annarra fjármálagerninga eða útgefenda en viðkomandi viðskipti ná beinlínis til. Niðurstöður þessar þarf móttakandi svo að skrá og varðveita með ákveðnum hætti.

Af framangreindu leiðir að innleiðing ákvæða MAR um markaðspreifingar í íslenskan rétt mun hafa talsverð áhrif á markaðsaðila héraendis, meðal annars útgefendur skráðra fjármálagerninga, stóra fjárfesta og ráðgjafa á markaði. Markaðsaðilar þessir munu þurfa að tileinka sér nýtt formfastara verklag þegar þeir eiga samskipti á grundvelli markaðspreifinga. Þáttur í því breytta verklagi ætti að vera innleiðing verkferla um hvernig staðið skuli að miðlun upplýsinga við framkvæmd markaðspreifinga annars vegar og móttöku upplýsinga vegna þeirra hins vegar. Mikilvægt er að slíkir verkferlar séu þannig uppsettir og innleiddir að þeir tryggi að reglum MAR sé fylgt þannig viðkomandi markaðsaðilar geti treyst því að verklag þeirra falli innan verndarsvæðis reglnanna og miðlun þeirra á innherjaupplýsingum lögmæt.

Stefán Orri Ólafsson, lögmaður og meðeigandi á LEX lögmannsstofu