NOU Norges offentlige utredninger 2017: 1

Markeder for finansielle instrumenter

Gjennomføring av MiFID II og MiFIR

Norges offentlige utredninger
2017

Seriens redaksjon:
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Informasjonsforvaltning

---

1. Markeder for finansielle instrumenter
   Finansdepartementet

NOU Norges offentlige utredninger 2017: 1

Markeder for finansielle instrumenter

Gjennomføring av MiFID II og MiFIR

Utredning fra utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 22. mai 2015.
Avgitt til Finansdepartementet 20. januar 2017.

Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Informasjonsforvaltning

Oslo 2017

ISSN 0333-2306
ISBN 978-82-583-1313-4

07 PrintMedia AS

Til Finansdepartementet

Verdipapirlovutvalget ble oppnevnt ved kongelig resolusjon 22. mai 2015. Utvalget skal utrede hvordan kommende EØS-regler på verdipapirområdet skal gjennomføres i norsk rett. EU har vedtatt direktiver og forordninger som erstatter eller endrer tre direktiver på verdipapirområdet, henholdsvis MiFID («Markets in Financial Instruments Directive»), rapporteringsdirektivet og markedsmisbruksdirektivet. De vedtatte reglene er EØS-relevante og forventes tatt inn i EØS-avtalen. Utvalget skal komme med forslag til gjennomføring av EUs reviderte verdipapirregelverk i norsk rett. Utvalget skal gå gjennom børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser om straff og administrative sanksjoner, og utrede behovet for eventuelle lovendringer. Utvalget skal utrede muligheten for ytterligere nasjonal regulering for å sikre forbrukerbeskyttelse for kunder av verdipapirforetak. Utvalget skal også vurdere behov for revisjon av reglene om tilbudsplikt og frivillig tilbud ved oppkjøp av selskap notert på regulert marked.

Utvalget legger med dette frem sin andre delutredning. Utredningen fremmer forslag til endringer i verdipapirhandelloven for å gjennomføre MiFID II og MiFIR i norsk rett. Forslagene i utredningen er enstemmige unntatt på to punkter hvor det er dissens. Dette gjelder spørsmål om regelverket for verdipapirforetaks adgang til å motta vederlag fra eller yte vederlag til andre enn kunden og spørsmål om opphevelse av OTC-forskriften.

Oslo, 20. januar 2017

Filip Truyen
leder

Elisabeth Bjerkestrand
Gry Evensen Skallerud
Eirik Solem
Morten Grandal
Kjell Vidjeland
Christina Stray
Fredrik Mohn Lian
Angela Nygaard

Kristin Lund

Birte Berg

Gry Evensen Skallerud

Innhold

1	**Innledning**	9
1.1	Utvalgets mandat og sammensetning	9
1.2	Sammendrag	11
1.3	Bakgrunnen for forslagene	12
1.3.1	Historikk og regelverksutvikling i EU	12
1.3.2	Betydningen for utvikling av norsk regelverk på verdipapirområdet	16
1.4	De viktigste endringene i MiFID II og MiFIR	19
1.4.1	Innledning	19
1.4.2	Endringer i anvendelsesområdet for regelverket	19
1.4.3	Regelverket for handelsplasser	20
1.4.4	Posisjonsgrenser i varederivater	20
1.4.5	Tillatelse og vilkår for verdipapirforetak	20
1.4.6	Grensekryssende virksomhet	20
1.4.7	Tilsyn og sanksjoner	21
2	**Virkeområde og sentrale definisjoner**	22
2.1	Innledning	22
2.2	Investeringstjenester og verdipapirforetak	22
2.2.1	Generelt om definisjonen av investeringstjenester og verdipapirforetak	22
2.2.2	Nærmere om investeringstjenestene	24
2.3	Tilknyttede tjenester	28
2.3.1	Gjeldende rett	28
2.3.2	Forventet EØS-rett	28
2.3.3	Utvalgets vurderinger	29
2.4	Finansielle instrumenter	29
2.4.1	Innledning	29
2.4.2	Gjeldende rett	29
2.4.3	Forventet EØS-rett	30
2.4.4	Utvalgets vurderinger	31
2.5	Nye regler for strukturerte innskudd	33
2.5.1	Gjeldende rett	33
2.5.2	Forventet EØS-rett	34
2.5.3	Utvalgets vurderinger	35
2.6	Virksomhet unntatt fra krav om konsesjon	35
2.6.1	Gjeldende rett	35
2.6.2	Forventet EØS-rett	36
2.6.3	Utvalgets vurderinger	38
2.7	Verdipapirforetak – selskapsform	41
2.7.1	Gjeldende rett	41
2.7.2	Forventet EØS-rett	41
2.7.3	Utvalgets vurderinger	41
2.8	Særskilt om kredittinstitusjoner	42
2.8.1	Gjeldende rett	42
2.8.2	Forventet EØS-rett	42
2.8.3	Utvalgets vurderinger	43
3	**Infrastrukturen i verdipapirmarkedet**	44
3.1	Innledning	44
3.2	Generelt om handelsplasser	45
3.2.1	Kort beskrivelse av det norske markedet	45
3.2.2	Definisjoner og sentrale begreper	46
3.3	Regulerte markeder	50
3.3.1	Innledning	50
3.3.2	Organisatoriske krav og systemkrav	51
3.3.3	Virksomhetsbegrensninger for regulert marked	57
3.3.4	Opptak til handel	57
3.3.5	Suspensjon og strykning	59
3.3.6	Medlemskap og tilgang til regulert marked	60
3.3.7	Markedsovervåkning	62
3.4	Multilateral handelsfasilitet og organisert handelsfasilitet	63
3.4.1	Innledning	63
3.4.2	Organisatoriske krav og virksomhetskrav	64
3.4.3	Markedsovervåkning	70
3.4.4	Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel	71
3.5	Vekstmarkeder for små og mellomstore bedrifter (SME growth markets)	72
3.5.1	Gjeldende rett	72
3.5.2	Forventet EØS-rett	72
3.5.3	Utvalgets vurderinger	73
3.6	Plikten til å handle enkelte derivater på handelsplass	74
3.6.1	Gjeldende rett	74
3.6.2	Forventet EØS-rett	74
3.6.3	Utvalgets vurderinger	76
3.7	Transparens for aksjer mv.	76
3.7.1	Gjeldende rett	76
3.7.2	Forventet EØS-rett	78
3.7.3	Utvalgets vurderinger	83
3.8	Transparens for obligasjoner og derivater mv.	84
3.8.1	Gjeldende rett	84

3.8.2 Forventet EØS-rett 84
3.8.3 Utvalgets vurderinger 88
3.8.4 Særlig om offentliggjøring av handler i ikke-noterte opsjoner og terminer 89
3.9 Transaksjonsrapportering og oppgaveplikt 91
3.9.1 Gjeldende rett 91
3.9.2 Forventet EØS-rett 92
3.9.3 Utvalgets vurderinger 94
3.10 Datarapporteringstjenester 94
3.10.1 Innledning 94
3.10.2 Generelle krav 95
3.10.3 Godkjent offentliggjøringsordning (APA) 96
3.10.4 Konsoliderte offentliggjøringssystemer (CTP) 97
3.10.5 Godkjent rapporteringsordning (ARM) 98
3.11 Algoritmehandel, direkte elektronisk tilgang (DEA) og clearingtjenester 98
3.11.1 Gjeldende rett 98
3.11.2 Forventet EØS-rett 99
3.11.3 Utvalgets vurderinger 101
3.12 Tilgang til handelsplasser, sentrale motparter og referanseverdier 103
3.12.1 Gjeldende rett 103
3.12.2 Forventet EØS-rett 104
3.12.3 Utvalgets vurderinger 106
3.13 Diverse spørsmål 106
3.13.1 Handelsplikt i aksjer 106
3.13.2 Lån av finansielle instrumenter 107
3.13.3 Verdipapirforetaks handel med derivater 107

4 Markedet for varederivater og utslippskvoter 109
4.1 Generelt om markedet for varederivater og utslippskvoter 109
4.1.1 Innledning 109
4.1.2 Fysisk handel i varer og varederivater 110
4.1.3 Finansiell handel i varer og varederivater 110
4.2 Endringer i definisjonen av finansielle instrumenter – varederivater og utslippskvoter 116
4.2.1 Innledning 116
4.2.2 Gjeldende rett 117
4.2.3 Forventet EØS-rett 118
4.2.4 Utvalgets vurderinger 120
4.3 Endringer i unntakene fra krav om tillatelse til å yte investeringstjenester 122
4.3.1 Gjeldende rett 122
4.3.2 Forventet EØS-rett 123
4.3.3 Utvalgets vurderinger 126
4.4 Posisjonsregimet for varederivater 129
4.4.1 Innledning 129
4.4.2 Posisjonsgrenser – fastsettelse og anvendelse 129
4.4.3 Rapportering av derivatposisjoner 132
4.4.4 Nasjonale myndigheters håndheving og kontroll av posisjonsgrenser 133
4.4.5 Handelsplassenes kontroll av posisjonshåndteringen 135
4.4.6 EFTAs overvåkningsorgans håndheving av posisjonsregimet .. 136

5 Tillatelse og vilkår for verdipapirforetak 138
5.1 Tillatelse, søknad og tilbakekall ... 138
5.1.1 Krav om og omfang av tillatelse ... 138
5.1.2 Søknadsprosedyrer 140
5.1.3 Endring og tilbakekall av tillatelse 141
5.2 Vilkår for tillatelse 142
5.2.1 Verdipapirforetaks ledelse 142
5.2.2 Eierforhold mv. 145
5.2.3 Organisering av virksomheten 150
5.2.4 Verdipapirforetakenes sikringsfond 158
5.2.5 Krav til startkapital mv. 158
5.2.6 Ansattes egenhandel 159

6 Virksomhetskrav til verdipapirforetak 164
6.1 Løpende overensstemmelse med vilkår for tillatelse 164
6.1.1 Gjeldende rett 164
6.1.2 Forventet EØS-rett 164
6.1.3 Utvalgets vurderinger 164
6.2 Interessekonflikter 164
6.2.1 Gjeldende rett 164
6.2.2 Forventet EØS-rett 164
6.2.3 Utvalgets vurderinger 165
6.3 Adgang til å drive annen næringsvirksomhet 165
6.3.1 Gjeldende rett 165
6.3.2 Forventet EØS-rett 165
6.3.3 Utvalgets vurderinger 165
6.4 Taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte 166

6.4.1 Gjeldende rett 166
6.4.2 Forventet EØS-rett 167
6.4.3 Utvalgets vurderinger 167
6.5 Klassifisering av kunder 167
6.5.1 Gjeldende rett 167
6.5.2 Forventet EØS-rett 167
6.5.3 Utvalgets vurderinger 167
6.6 Overordnede prinsipper for god forretningsskikk og informasjon til kunden 168
6.6.1 Overordnede prinsipper for god forretningsskikk 168
6.6.2 Informasjon til kunden 169
6.6.3 Særlig om investeringsrådgivning 172
6.7 Vederlag fra andre enn kunden 173
6.7.1 Innledning 173
6.7.2 Gjeldende rett 173
6.7.3 Vederlag fra andre enn kunden i det norske markedet 174
6.7.4 Forventet EØS-rett 174
6.7.5 Utvalgets vurderinger 177
6.8 Kompetansekrav for ansatte 180
6.8.1 Gjeldende rett 180
6.8.2 Forventet EØS-rett 180
6.8.3 Utvalgets vurderinger 180
6.9 Egnethetstest, hensiktsmessighetstest og rapportering til kunder 180
6.9.1 Gjeldende rett 180
6.9.2 Forventet EØS-rett 181
6.9.3 Utvalgets vurderinger 183
6.10 Tjenesteyting via annet verdipapirforetak 183
6.10.1 Gjeldende rett 183
6.10.2 Forventet EØS-rett 183
6.10.3 Utvalgets vurderinger 184
6.11 Beste resultat ved utførelse av ordre 184
6.11.1 Gjeldende rett 184
6.11.2 Forventet EØS-rett 184
6.11.3 Utvalgets vurderinger 185
6.12 Håndtering av kundeordre 186
6.12.1 Gjeldende rett 186
6.12.2 Forventet EØS-rett 186
6.12.3 Utvalgets vurderinger 187
6.13 Tilknyttede agenter 187
6.13.1 Gjeldende rett 187
6.13.2 Forventet EØS-rett 187
6.13.3 Utvalgets vurderinger 188
6.14 Tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter 188
6.14.1 Gjeldende rett 188
6.14.2 Forventet EØS-rett 188
6.14.3 Utvalgets vurderinger 189

7 Grensekryssende virksomhet . 190
7.1 Grensekryssende virksomhet og filialetablering innenfor EØS 190
7.1.1 Gjeldende rett 190
7.1.2 Forventet EØS-rett 191
7.1.3 Utvalgets vurderinger 193
7.2 Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området (tredjestatsforetak) 194
7.2.1 Gjeldende rett 194
7.2.2 Forventet EØS-rett 194
7.2.3 Utvalgets vurderinger 195

8 Tillatelse og vilkår for regulerte markeder og børs 196
8.1 Krav om tillatelse for regulerte markeder 196
8.1.1 Gjeldende rett 196
8.1.2 Forventet EØS-rett 196
8.1.3 Utvalgets vurderinger 197
8.2 Vilkår for tillatelse 197
8.2.1 Gjeldende rett 197
8.2.2 Forventet EØS-rett 199
8.2.3 Utvalgets vurderinger 200
8.3 Særlig om tillatelse som børs 202

9 Tilsynet med verdipapirmarkedet 204
9.1 Innledning 204
9.2 Tilsynsmyndigheten 205
9.2.1 Gjeldende rett 205
9.2.2 Forventet EØS-rett 205
9.2.3 Utvalgets vurderinger 205
9.3 Virkemidler i det løpende tilsynet med verdipapirmarkedet 205
9.3.1 Gjeldende rett 205
9.3.2 Forventet EØS rett 206
9.3.3 Utvalgets vurderinger 208
9.4 Myndighet til å foreta produktinngrep (product intervention) 213
9.4.1 Gjeldende rett 213
9.4.2 Forventet EØS-rett 213
9.4.3 Utvalgets vurderinger 215
9.5 Regler om erstatning ved finansiell rådgivning 215
9.6 Klageadgang og rettslig prøving .. 216
9.6.1 Gjeldende rett 216
9.6.2 Forventet EØS-rett 216
9.6.3 Utvalgets vurderinger 217
9.7 Tilsyn med foretak med hovedsete i en annen EØS-stat – et utvidet samarbeid med andre tilsynsmyndigheter 217
9.7.1 Gjeldende rett 217

9.7.2 Forventet EØS rett 218
9.7.3 Utvalgets vurderinger 219

10 Administrative tiltak, administrative sanksjoner og straff 221
10.1 Innledning 221
10.2 Gjeldende rett 221
10.2.1 Innledning 221
10.2.2 Pålegg om retting 221
10.2.3 Tilbakekall av tillatelse 221
10.2.4 Pålegg om å gjøre endringer i styre og ledelse 221
10.2.5 Ileggelse av overtredelsesgebyr ... 221
10.2.6 Vinningsavståelse 221
10.2.7 Straff 222
10.3 Forventet EØS- rett 222
10.3.1 Innledning 222
10.3.2 Nærmere om de nye sanksjons-bestemmelsene 223
10.4 Utvalgets vurderinger 225
10.4.1 Kort om EØS-relevans av sanksjonsbestemmelsene 225
10.4.2 Administrative sanksjoner og andre tiltak. Begrepsbruk 225
10.4.3 Pålegg om retting 225
10.4.4 Tilbakekall av tillatelse 226
10.4.5 Forbud mot å utøve ledelses-funksjoner i verdipapirforetak 227
10.4.6 Midlertidig forbud mot medlemskap på regulert marked og MHF mv. 229
10.4.7 Overtredelsesgebyr, straff og andre sanksjoner 230
10.5 Offentliggjøring av administrative sanksjoner og andre tiltak 237
10.5.1 Gjeldende rett 237
10.5.2 Forventet EØS-rett 239
10.5.3 Utvalgets vurderinger 239
10.6 Nye regler om vern av varslere 240
10.6.1 Gjeldende rett 240
10.6.2 Forventet EØS-rett 240
10.6.3 Utvalgets vurderinger 240
10.7 Forvaltningsklage og adgang til å reise søksmål 242
10.7.1 Gjeldende rett 242
10.7.2 Forventet EØS-rett 242
10.7.3 Utvalgets vurderinger 242

Administrative og økonomiske konsekvenser 243
11.1 Innledende betraktninger i henhold til utredningsinstruksen 243
11.2 Overordnet vurdering av samfunns-økonomiske konsekvenser 244
11.3 Administrative og økonomiske konsekvenser for foretak under tilsyn 245
11.3.1 Endringer i verdipapirmarkedets infrastruktur 245
11.3.2 Endringer for varederivathandel .. 246
11.3.3 Transaksjonsrapportering 246
11.3.4 Algoritmehandel og høyfrekvent algoritmehandel 246
11.3.5 Transparenskrav i markedet 246
11.3.6 Foretaksstyring 247
11.3.7 Forbrukerbeskyttelse 247
11.4 Administrative og økonomiske konsekvenser for øvrige markedsaktører, næringsliv og forbrukere 247
11.4.1 Markedet for varederivater 247
11.4.2 Økt forbrukerbeskyttelse 248
11.5 Administrative og økonomiske konsekvenser for myndighetene .. 248
11.5.1 Flere foretak under tilsyn 248
11.5.2 Tilsyn med markedet for vare-derivater 249
11.5.3 Administrative tiltak og sank-sjoner 249
11.5.4 Mottak og analyse av utvidet transaksjonsrapportering 250
11.5.5 Forbrukerbeskyttelse 250
11.5.6 Samarbeid med andre tilsynsmyndigheter 250

12 Merknader til de enkelte bestemmelser 251
12.1 Lov om verdipapirhandel 251
12.2 Lov om finansforetak og finans-konsern 277

13 Lovforslag 278

Vedlegg
1 Oversikt over utfyllende kommisjonsforordninger til MiFID II 329
2 Oversikt over utfyllende kommisjonsforordninger til MiFIR 335

Kapittel 1
Innledning

1.1 Utvalgets mandat og sammensetning

Den 22. mai 2015 oppnevnte Regjeringen et lovutvalg for å komme med forslag til gjennomføring av EUs reviderte regelverk på verdipapirområdet i norsk rett. Oppdraget omfatter direktiver og forordninger som erstatter eller endrer tre direktiver med tilhørende forordninger, henholdsvis direktiv 2004/39/EF om markedet for finansielle instrumenter[1] (heretter MiFID I), direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikt[2] (heretter rapporteringsdirektivet) og direktiv 2003/6/EF om markedsmisbruk[3] (heretter MAD).

Følgende personer ble oppnevnt som medlemmer av Verdipapirlovutvalget:

- advokat/professor II dr. juris Filip Truyen, leder (Bergen)
- fagdirektør Elisabeth Bjerkestrand (Asker)
- tilsynsrådgiver Gry Evensen Skallerud (Oppegård)
- advokat Eirik Solem (Oslo)
- advokat Morten Grandal (Oslo)
- advokat Kjell Vidjeland (Bærum)
- avdelingsdirektør Ingebjørg Harto (Oslo)
- sjefsjurist Christina Stray (Oslo)
- juridisk direktør Angela Nygaard (Oppegård)

Avdelingsdirektør Ingebjørg Harto trådte ut av utvalget den 1. februar 2016. Hun ble erstattet med advokatfullmektig Fredrik Mohn Lian (Oslo). Sekretariatet i utvalget har bestått av tilsynsrådgiver Kristin Lund, advokatfullmektig Birte Berg og tilsynsrådgiver Gry Evensen Skallerud (som i tillegg er medlem av utvalget). Seniorrådgiver Brita Daae Hrenovica har også bidratt i sekretariatet. Advokat Gunnar Eckhoff var i sekretariatet frem til 1. juli 2016.

Lovutvalget fikk følgende mandat:

«I

1. Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) er erstattes av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU (MiFID II) og Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/2014 (MiFIR). Direktiv 2003/6/EF om markedsmisbruk (MAD) er erstattet av Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 (MAR). MiFID II skal være gjennomført i nasjonal lovgivning i EU innen 3. juli 2016, og skal sammen med MiFIR ha virkning i EU fra 3. januar 2017. MAR skal i EU ha virkning fra 3. juli 2016.
2. Direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikter (rapporteringsdirektivet) endres av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU. Endringsdirektivet trådte i kraft i EU 26. november 2013 og skal være gjennomført i EU-landene innen 26. november 2015.
3. Ovennevnte EU-regelverk forventes tatt inn i EØS-avtalen i løpet av 2015/2016.
4. Utvalget skal utrede og utarbeide utkast til nødvendige endringer i lov og forskrift som kan gjennomføre kommende EØS-regler svarende til Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU (MiFID II), Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/2014 (MiFIR), Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 (MAR), samt Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU om endringer i rapporteringsdirektivet.

---

1 Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC

2 Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC

3 Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)

5. Det er forventet at Kommisjonen vil fastsette utfyllende rettsakter til MiFID II/MiFIR, MAR og/eller rapporteringsdirektivet som også vil være EØS-relevante. I den grad slike utfyllende rettsakter er vedtatt i EU innen utløpet av utvalgets mandatperiode, skal utvalget i sitt forslag også utrede og utarbeide utkast til regler som kan gjennomføre EØS-regler som svarer til slike utfyllende rettsakter, og skal uansett foreslå nødvendige forskriftshjemler for gjennomføring av slike regler.
6. Utvalget skal, blant annet på bakgrunn av kommende EØS-regler, samt Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/57/EU om straff for overtredelse av forbudet mot innsidehandel og markedsmanipulasjon mv. (som ikke er EØS-relevant og derfor ikke vil bli tatt inn i EØS-avtalen), foreta en helhetlig gjennomgang av børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser om straff og administrative sanksjoner, og utrede behovet for eventuelle lovendringer.
7. EØS-regler tilsvarende endringsdirektiv 2007/44/EF er for så vidt gjelder verdipapirforetak ikke gjennomført i norsk rett. I den utstrekning reglene i direktiv 2007/44/EF knyttet til verdipapirforetak er videreført i MiFID II, skal utvalget utarbeide forslag til regler om gjennomføring av de relevante bestemmelsene i direktiv 2007/44/EF.
8. I den utstrekning de kommende EØS-reglene gir rom for det, skal utvalget utrede om det er hensiktsmessig med ytterligere nasjonal regulering for å sikre forbrukerbeskyttelse for kunder av verdipapirforetak.

II

9. Gjennomføring av EØS-regler som nevnt antas å ville kreve endringer i oppsettet av den norske verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften, blant annet fordi EØS-regler som svarer til forordninger må gjennomføres i norsk rett ved henvisningsbestemmelse (inkorporasjon). Utvalget skal derfor vurdere om strukturen i verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter er hensiktsmessig i lys av de kommende EØS-reglene. Herunder skal utvalget vurdere plasseringen av regler i henholdsvis lov og forskrift. Formålet må være å beholde en mest mulig brukervennlig lov- og forskriftsstruktur, innenfor de rammer som følger av at forordninger må inkorporeres som sådan. Samtidig må utvalget være oppmerksom på kravene til legalitet og klarhet som nødvendige for å kunne ilegge straff, administrative sanksjoner og reaksjoner ved brudd på handlingsplikter.

III

10. Utvalget skal videre vurdere behov for revisjon av reglene i verdipapirhandelloven kapittel 6 med tilhørende forskrifter om tilbudsplikt og frivillig tilbud ved oppkjøp, og utarbeide forslag til relevante regelendringer i tråd med utvalgets vurderinger.

IV

11. Utvalget skal vurdere følgende prosessuelle forhold knyttet til behandling av saker for klagenemnd og for domstolene, der offentligrettslig kompetanse etter børs – og verdipapirlovgivningen er delegert til et regulert marked: i) Hvem som bør bære kostnadene ved behandling av klage på vedtak fattet av regulert marked i klagenemnd, herunder om og eventuelt i hvilke tilfeller klager skal ha krav på dekning av sakskostnader når et vedtak blir endret til gunst for klager, ii) hvem som skal være part når saker avgjort i klagenemnd bringes inn for domstolsbehandling, iii) hvem som skal være ansvarlig for erstatningsbetingende vedtak truffet av regulert marked og klagenemnd. Utvalget bes også beskrive hvordan offentligrettslig kompetanse som nevnt er organisert i andre EØS-land som det er naturlig å sammenligne med. Utvalget skal utarbeide forslag til relevante regelendringer i tråd med utvalgets vurderinger.

V

12. Utvalget skal følge retningslinjene i utredningsinstruksen, herunder utrede økonomiske og administrative konsekvenser av de forslag som fremmes. Det skal utarbeides lov- og forskriftsutkast som reflekterer utvalgets vurderinger. Utvalgets forslag til nye lovregler skal utarbeides i tråd med retningslinjene i heftet Lovteknikk. Utredningen skal trykkes i NOU-serien (Norges offentlige utredninger).
13. Dersom det anses hensiktsmessig, kan utvalget nedsette egne underutvalg til å utrede bestemte deler av mandatet. Utvalget avgjør selv om og på hvilken måte even-

tuelle underutvalg skal rapportere til utvalget og forankre sine vurderinger og konklusjoner der. Utvalget kan etter nærmere avtale med Finansdepartementet utnevne eksterne medlemmer og sekretærer til slike underutvalg. Utvalget kan også etter nærmere avtale med Finansdepartementet innhente eksterne betenkninger om nærmere angitte spørsmål.

14. Utvalget kan dele arbeidet i tre utredninger. Utredning av mandatets del I, punkt 2, jf. punkt 4 om rapporteringsdirektivet skal avgis til Finansdepartementet innen 11. desember 2015. Utredning av øvrige punkter i del I og II i mandatet skal avgis til Finansdepartementet innen 24. juni 2016. Utredning av mandatets del III og IV skal avgis til Finansdepartementet innen 23. juni 2017.»

Denne utredningen utgjør delutredning nummer to fra utvalget. Det fremmes forslag til gjennomføring av MiFID II og MiFIR i henholdt til mandatets del I, punkt 4–8, jf. del II punkt 9. Det nye regelverket er svært omfattende. Det har derfor vært nødvendig å dele utredningsarbeidet opp i større grad enn mandatet la opp til. På denne bakgrunn ga Finansdepartementet den 2. november 2016 tillatelse til at arbeidet knyttet til MAR og til en samlet gjennomgang av børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser om straff og administrative sanksjoner utarbeides våren 2017. Likeledes vil utvalget i løpet av våren fremme forslag til nærmere regler knyttet til utfyllende rettsakter til MiFID II/MiFIR, som fastsettes av Kommisjonen. Disse vil foreslås fastsatt i forskrift.

1.2 Sammendrag

Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) erstattes av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU (MiFID II) og Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/2014 (MiFIR).

Hovedformålene med den nye reguleringen er mer transparente og velfungerende markeder og økt investorbeskyttelse.

Hovedtrekkene i det nye regelverket er at plikten til å offentliggjøre informasjon om ordre og handler (pre- og post-trade transparens) utvides til å gjelde alle typer finansielle instrumenter. Organisert handelsfasilitet etableres som ny type handelsplass for obligasjoner, derivater mv. Det etableres videre en plikt til at clearingpliktige derivater handles på en handelsplass, og at aksjer som er tatt opp til handel på handelsplass, handles på en handelsplass eller en systematisk internaliserer. Det innføres videre ny regulering av algoritmehandel og høyfrekvent algoritmehandel, samt konsesjonsplikt for datarapporteringsforetak. Videre etableres et nytt regime med grenser for hvor store posisjoner som kan holdes i varederivater, plikt til å rapportere slike posisjoner og kontroll- og håndhevingshjemler. MiFID II og MiFIR styrker i tillegg forbrukerbeskyttelsen med blant annet strengere krav til informasjon til kunden, regler for vederlag til/fra andre enn kunden og regler for produkthåndtering. Tilsynsmyndigheten får utvidede hjemler til å begrense eller forby salg og markedsføring av finansielle instrumenter og strukturerte innskudd.

Utvalget fremmer forslag til endringer i verdipapirhandelloven for å gjennomføre forventede EØS-regler som svarer til MiFID II og MiFIR i norsk rett. Norsk rett regulerer allerede virksomhet knyttet til finansielle instrumenter i tråd med MiFID I, som er forløperen til MiFID II og MiFIR. Dette betyr at deler av gjeldende bestemmelser som gjennomfører MiFID I, kan videreføres uten vesentlige endringer. Utvalget foreslår enkelte språklige endringer i noen av disse bestemmelsene for å gjøre ordlyden mer direktivnær. Utvalget viser til at dette vil bidra til å gi bedre sammenheng i lovverket, fordi ordlyden i de delene av lovverket som gjennomfører direktivbestemmelsene, vil harmonere bedre med ordlyden i forordningene som gjennomføres ved inkorporasjon. MiFID II og MiFIR innebærer en ytterligere harmonisering av regelverket som utvalget også mener bør reflekteres i den norske gjennomføringen av regelverket.

Den økte graden av harmonisering gjør også at det i liten grad åpnes for nasjonale valg ved gjennomføringen. EØS-statene har likevel anledning til å innføre strengere regelverk for verdipapirforetaks adgang til å motta vederlag fra eller yte vederlag til andre enn kunden. På dette punkt har utvalget delt seg i et flertall og et mindretall. Flertallet foreslår å gjennomføre minimumsregelverket som følger av MiFID II, mens mindretallet foreslår å innføre totalforbud mot vederlag til eller fra andre enn kunden.

Det er også adgang for EØS-statene til å fastsette et utvidet anvendelsesområde for bestemmelsene om opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon. Etter direktivet kreves dette kun for enkelte av investeringstjenestene. Utvalget foreslår å videreføre gjeldende regler om at det skal gjøres opptak av telefonsamtaler i tilknytning til ytelse av alle investeringstjenestene med unntak av drift av MHF og OHF.

MiFID II åpner videre for at det kan innføres strengere regler for verdipapirforetaks plikter knyttet til beskyttelse av kunders finansielle instrumenter og midler. Ettersom minstekravene i MiFID II innebærer styrket forbrukerbeskyttelse, også på dette punkt, kan utvalget ikke se at det er nødvendig med et strengere regelverk enn det som følger av direktivet, og foreslår å gjennomføre minstekravene.

Etter mandatet punkt I nr. 8, skal utvalget vurdere om det er hensiktsmessig med ytterligere nasjonal lovregulering for å sikre forbrukerbeskyttelse for kunder av verdipapirforetak. Utvalget har vurdert hvorvidt det er hensiktsmessig å utarbeide egne erstatningsregler knyttet til ytelse av investeringsrådgivning. Utvalget konkluderer med at dersom slike regler skal vurderes, må dette gjøres i en bredere sammenheng enn det utvalget har mandat til. Det er heller ikke identifisert andre områder der det er behov for ytterligere nasjonal lovgivning for å sikre forbrukerbeskyttelsen.

Utvalget har vurdert gjeldende bestemmelser i verdipapirhandelloven som ikke er reflektert i MiFID II, og hvorvidt det er hensiktsmessig å beholde disse. Utvalget foreslår å oppheve det norske regelverket for ansattes egenhandel, mens øvrige regler foreslås i det vesentlige videreført.

Utvalget har videre delt seg i et flertall og et mindretall for så vidt gjelder spørsmålet om å oppheve forskrift 20. januar 1999 om verdipapirforetaks plikt til å gi melding til børsen om handel i ikke børsnoterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter børsnotert i Norge (OTC-forskriften). Flertallet foreslår å oppheve forskriften.

MiFID II styrker tilsynsmyndighetens hjemler til å ilegge administrative tiltak og sanksjoner for å bidra til en mer enhetlig og effektiv oppfølging av overtredelser av regelverket. EØS-regelverket legger opp til at tilsynsmyndighetene skal ha et felles minimum av virkemidler til rådighet. Utvalget foreslår blant annet å gi adgang for tilsynsmyndigheten til å fastsette overtredelsesgebyr for overtredelse av bestemmelsene som gjennomfører MiFID II og overtredelse av MiFIR som gjennomført i loven.

Utvalgets mandat er også å se på strukturen i regelverket og vurdere plassering av regler i henholdsvis lov og forskrift. Utvalget har tatt et prinsipielt standpunkt om at hoveddirektivet (MiFID II) og hovedforordningen (MiFIR) gjennomføres i lov, mens kommisjonsforordninger, også omtalt som nivå 2-regler, gjennomføres i forskrift. Flere av bestemmelsene i MiFID II og MiFIR er detaljerte, og av en slik karakter at de kunne vært plassert i forskrift. Utvalget har som hovedregel likevel ikke vurdert de enkelte bestemmelsene i hovedrettsaktene med tanke på gjennomføring i forskrift. Utvalget er av den oppfatning at en konsekvent gjennomføring som svarer til fordelingen som følger av EØS-retten, vil gjøre regelverket lettest tilgjengelig for brukerne.

Kommisjonsforordninger med utfyllende regelverk til MiFID II og MiFIR er pr. i dag ikke endelig fastsatt, men er omtalt i utredningen i kapitlene der de tematisk hører hjemme. Forslag til forskriftsbestemmelser for gjennomføring av utfyllende regelverk fremlegges på et senere tidspunkt.

Utvalget foreslår å samle reguleringen av verdipapirforetak, regulert marked og børs i verdipapirhandelloven. Bestemmelsene om børs legges i et eget kapittel i loven, uten andre endringer enn nødvendige oppdateringer som følge av sammenslåing av børsloven og verdipapirhandelloven. Det ligger utenfor utvalgets mandat å vurdere disse bestemmelsene. Utvalget foreslår å følge gjeldende struktur i verdipapirhandelloven så langt det lar seg gjøre. Dette innebærer at gjeldende kapittel 3 til 7 blir stående uendret, ettersom disse kapitlene ikke berøres av gjennomføringen av MiFID II og MiFIR. Kapittel 2 er beholdt som et definisjonskapittel.

1.3 Bakgrunnen for forslagene

1.3.1 Historikk og regelverksutvikling i EU

1.3.1.1 Innledning

Siden 1990 tallet har arbeidet med å harmonisere regelverket for de europeiske finansmarkedene vært et hovedsatsningsområde i EU. Det første steget mot økt harmonisering ble tatt ved investeringstjenestedirektivet fra 1993. Direktivet inneholdt blant annet minimumsregler knyttet til konsesjonsplikt, organisering og virksomhetsutøvelse for verdipapirforetak. Det var i stor grad lagt opp til at medlemsstatene kunne gi strengere regler. Dette medførte imidlertid at verdipapirretten i de ulike landene utviklet seg forskjellig, hvilket gjorde grensekryssende virksomhet mer problematisk enn forutsatt. Samtidig ble det lagt til grunn at et ytterligere integrert europeisk finansmarked ville innebære en økning i BNP i EU-området og en økning i sysselsettingen som følge av lavere finansieringskostnader for næringslivet. Det var dermed behov for å snu denne utviklingen.

1.3.1.2 Den første reguleringsbølgen

Satsningen på integrering av finansmarkedene skjøt ny fart på slutten av 1990-tallet, med vedtakelsen av en ambisiøs handlingsplan («Financial Services Action Plan»). Planen identifiserte en rekke tiltak som skulle bidra til å skape et reelt indre marked for finansielle tjenester, blant annet gjennomføring av en rekke nye direktiver på verdipapirområdet, herunder direktivet 2003/6/EF om markedsmisbruk, direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter, direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikter, forordning 1606/2002 om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder, direktiv 2003/71/EF om prospekter og direktiv 2004/25/EF om overtagelsestilbud. Felles for dette regelverket var økt harmonisering og større detaljrikdom.

Et sentralt element i arbeidet med ytterligere integrering av finansmarkedene var også nye måter å vedta regelverk på, den såkalte Lamfalussy-prosessen. En arbeidsgruppe ledet av den tidligere belgiske sentralbanksjef Lamfalussy, anbefalte i 2001 at EU endret regelverksprosessen på verdipapirområdet. Gruppen viste bl.a. til at den alminnelige regelverkprosessen tok for lang tid. Dette skyldtes at alle endringer måtte gjennom Europaparlamentet og Rådet for den europeiske union (Rådet), uansett detaljeringsgrad. Gruppen foreslo i stedet en struktur basert på fire ulike «nivåer», hvor rammedirektiv vedtatt av Europaparlamentet og Rådet fastlegger hovedregler og prinsipper (nivå 1), mens fastsettelse av de mer detaljerte reglene skulle skje i EU-kommisjonen gjennom kommisjonsdirektiver- og forordninger (nivå 2).

Regelverkprosessene der Kommisjonen fikk kompetanse til å fastsette nærmere regler, ble gjerne kalt komitologiprosedyrer fordi Kommisjonen måtte legge sakene fram for komiteer bestående av representanter for medlemslandene, med delegert myndighet fra Rådet, før de kunne vedtas. Enkelte saker måtte dessuten klareres med Europaparlamentet og Rådet. Etter Lisboa-avtalen i 2007 ble prosedyren for vedtakelse lagt om. Det ble skilt mellom gjennomføringsbestemmelser («implementing acts») og bestemmelser av mindre viktighet («delegated acts»). I det første tilfellet må utkast godkjennes av en komite bestående av representanter for medlemslandene (men uavhengig av Rådet) før de vedtas av Kommisjonen. For delegerte rettsakter innhenter Kommisjonen synspunkter fra ekspertgrupper før den treffer sine vedtak. Delegerte rettsakter må deretter sendes til klarering i Europaparlamentet og Rådet, som har inntil tre måneder på å gi sitt samtykke eller avvise dem.

Forholdet mellom rammedirektiv- og forordninger og utfyllende rettsakter fastsatt av Kommisjonen, kan på mange måter sammenlignes med forholdet mellom lov og forskrift i norsk rett.

I tillegg bygget systemet på at CESR (Committe of European Securities Regulators) skulle utarbeide «guidelines», altså ikke-bindende retningslinjer for hvordan regelverket er å forstå, som nasjonale tilsynsmyndigheter skal vektlegge i sin tolkning av felles regelverk (nivå 3). Denne oppgaven er nå overtatt av den europeiske tilsynsmyndigheten «The European Securities and Markets Authority» (heretter ESMA) som blant annet overtok CESRs oppgaver da myndigheten ble opprettet i 2011, se nærmere under pkt. 1.3.1.4.

Nivå fire utgjør EU-kommisjonens (og EFTAs Overvåkningsorgans) kontroll med gjennomføring og håndhevelse av regelverket. Brudd på gjennomføringsforpliktelsene forfølges på vanlig måte gjennom EF-domstolen (og EFTA-domstolen).

1.3.1.3 Den andre reguleringsbølgen

Den internasjonale finanskrisen i 2008 førte til at verdensøkonomien ble rammet av den største nedgangen siden 1930-tallet. Flere forhold forklarer hvorfor det oppsto en global finansiell krise og hvorfor de realøkonomiske virkningene som fulgte ble så alvorlige. Blant annet ble det avdekket betydelige mangler ved regulering og tilsyn av finansnæringen i mange land. Det ble også avdekket svakheter i mange finansinstitusjoners risikostyring, forretningsmodeller og virksomhetsutøvelse.

I årene før finanskrisen var det internasjonalt kraftig vekst i omfanget av verdipapirisering av lån, ofte med boliglån som sikkerhet. Veksten var særlig sterk i uregulerte deler av markedet. Verdipapiriseringen svekket transparensen i markedet. Kompleksiteten gjorde ansvarsforhold uklare og verdivurdering av instrumentene vanskelig, slik at omfanget og fordelingen av tapene ble svært usikker. Ulike typer spesialforetak, låneformidlere, investeringsbanker, pengemarkedsfond og spesialfond var enten ikke, eller i begrenset grad, underlagt tilsyn og regulering.

Investeringsbankene og spesialfondene mv. hadde sterke, direkte og indirekte koblinger mot tradisjonelle finansinstitusjoner og markedene for verdipapirer og eiendom. Mer komplekse instrumenter og fremvekst av store internasjonale finan-

sielle konglomerater reduserte gjennomsiktigheten. Dette gjorde det vanskelig å avdekke risikoen i det finansielle systemet og identifisere spredningskanaler for finansiell ustabilitet. Ulike tilsynsorganer hadde ansvar for forskjellige deler av det finansielle systemet i sentrale land. Koordineringen var svak. Flere land hadde fokus på institusjonstilsyn og i mindre grad på overvåking av systemets samlede risiko.

Finanskrisen var katalysator for en ny reguleringsbølge som omfatter hele finanssektoren i EU. I realiteten erstattes eller omarbeides alle de vesentlige direktivene i finanssektoren med mer omfattende regler, en såkalt «*single rulebook*», hvor en vesentlig del av regelverket gis i form av detaljerte forordninger og fullharmoniserte direktiver med liten grad av valgmulighet for det enkelte medlemsland. De omfattende endringene i regelverket innebærer at et i utgangspunktet komplekst regelverk, blir enda mer komplekst. En markert del av rettsutviklingen er at en stadig større del av regelverket gis i form av forordninger.

En rekke regelverksendringer er allerede gjennomført eller under arbeid. I EUs nye kapitaldekningsregelverk, CRD IV[4] og CRR[5], er det lagt opp til mer omfattende kapitalkrav for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak. I tillegg gis det blant annet nye regler om avlønningsordninger og egnethetskrav. De nye soliditetsreglene for forsikringsselskaper, Solvens II[6], erstatter de gamle solvensmarginkravene. Finanskrisen har ført til betydelig oppmerksomhet om systemviktige banker og krisehåndteringssystemer. Det er utarbeidet nye regler på begge disse områdene. Det nye regelverket skal også bidra til et sikrere og mer gjennomsiktig marked for derivater som ikke handles gjennom børs/regulert marked. På regnskapsområdet vil nye regler for vurdering av tap på utlån og den regnskapsmessige behandlingen av forsikringskontrakter være av stor betydning for finansinstitusjonene. En rekke andre regler er enten fastsatt eller under utarbeiding. Det er foretatt omfattende revisjon av alle de viktige direktivene på verdipapirområdet. Her inngår nytt direktiv og forordning om markedsmisbruk (MAD og MAR) og nytt direktiv og forordning om markedet for finansielle instrumenter (MiFID II og MiFIR) som viktige biter.

I tillegg til store endringer i eksisterende regler, reguleres områder som fra før ikke har vært gjenstand for EU-lovgivning. Et eksempel er Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) som regulerer alternative investeringsfond. Her gis det regler som omfatter alle former for kollektive investeringsstrukturer som ikke er tradisjonelle verdipapirfond (UCITS-fond). Eksempler på alternative investeringsfond er aktive eierfond (private equity) og ulike investeringsselskaper. En annen viktig ny regulering er forordningen om OTC- derivater, sentrale motparter og transaksjonsregistre (EMIR)[7]. Forordningen gir regler om clearingplikt, eller plikt til å gjennomføre risikoreduserende tiltak der clearing ikke tilbys, plikt til å rapportere derivattransaksjoner, transaksjonsregistre og sentrale motparter.

De ulike regelsettene er til dels tett vevet sammen og utfyller hverandre på mange områder. Blant annet er anvendelsesområdet til EMIR knyttet til definisjonen av finansielle instrumenter, markedsplass og regulert marked i MiFID II. OTC-derivater (av det engelske begrepet over-the-counter) etter EMIR, er derivater som ikke omsettes på regulert marked. Plikten til å cleare derivater omsatt på regulert marked følger av MiFID II, mens clearingplikten for øvrige derivater (OTC derivater) følger av EMIR. EMIR inneholder krav til rapportering av derivattransaksjoner til transaksjonsregistre. Rapporteringsplikten ligger på partene i derivattransaksjonen. Dette er en annen krets enn de som omfattes av kravet til transaksjonsrapportering etter MiFID II. Her påhviler rapporteringsplikten verdipapirforetak som gjennomfører transaksjoner i noterte papirer. OTC-derivat kontrakter etter EMIR, er ikke det samme som OTC-kontrakter etter MiFID II. I EMIR er kun de kontraktene som handles på regulert marked ansett som OTC-kontrakter, mens en i MiFID II omtaler som OTC-kontrakter de kontrakter som ikke handles på en handelsplass (trading venue), som også inkluderer multilaterale handelsfasiliteter (MHF) og organiserte handelsfasiliteter (OHF).

1.3.1.4 *Endringer i den europeiske tilsynsstrukturen – de nye europeiske tilsynsbyråene*

Et viktig resultat av finanskrisen var at tilsynsstrukturen for finansmarkedene i EU ble endret.

---

4 Directive 2013/36/EU on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms (CRD IV)

5 Regulation (EU) No 575/2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms (CRR)

6 Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II)

7 Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)

På bakgrunn av råd fra en høynivågruppe nedsatt av Kommisjonen i oktober 2008, ledet av tidligere leder av IMF og fransk sentralbanksjef Jacques de Larosière, besluttet EU å styrke den felles strukturen for tilsynet med finanssektoren. I november 2010 vedtok Rådet og Parlamentet fire forordninger som etablerte et nytt europeisk system for finanstilsyn (European System of Financial Supervision). Det nye systemet ble satt i verk 1. januar 2011. Den nye tilsynsstrukturen består av nasjonale tilsyn i hver enkelt stat, et felles makrotilsyn (ESRB), og av tre felleseuropeiske tilsyn for hhv. bank (EBA), forsikring og pensjon (EIOPA) og verdipapirmarkedet (ESMA). De tre sistnevnte erstattet tilsynskomiteene på sine respektive områder.

Mens de gamle tilsynskomiteene var opprettet på grunnlag av multilaterale avtaler mellom de nasjonale tilsynsmyndighetene i EØS-området, hvor vedtak ble fattet etter konsensusprinsipper og var av rådgivende karakter, følger de nye tilsynsmyndighetenes kompetanse av forordningene som oppretter myndighetene. I tillegg gir stadig fler av sektorrettsaktene myndighet til de felleseuropeiske tilsynsmyndighetene.

De tre europeiske tilsynsmyndighetene er organisert på samme måte og har stort sett de samme oppgavene på sine fagområder. De tre forordningene som etablerer henholdsvis ESMA[8], EBA[9] og EIOPA[10] er også bygget opp på samme måte, med stort sett like bestemmelser. Disse omtales samlet sett som ESAene (European Supervisory Authorities).

Målet med det nye tilsynsregimet er å styrke tilsynsarbeidet, herunder samarbeidet mellom nasjonale tilsynsmyndigheter, for å sikre stabilitet og effektivitet i finanssystemet. De europeiske tilsynsmyndighetene skal bidra til et felles europeisk regelverk og ensartet tilsynspraksis.

De europeiske tilsynsmyndighetenes oppgaver og virkemidler kan kort angis slik:

- delta i tilsynskollegier for finansinstitusjoner med virksomhet i flere land sammen med de nasjonale tilsynsmyndighetene
- megle og avgjøre uenighet i tvister mellom de nasjonale tilsynsmyndighetene
- utføre fagfellevurderinger (*peer review)*
- gi konkrete anbefalinger og pålegg til nasjonale tilsynsmyndigheter
- gi konkrete anbefalinger og pålegg direkte til finansinstitusjoner i medlemslandene i særlige tilfelle
- gi autorisasjon til, og føre tilsyn med, enkelte nærmere angitte typer foretak i medlemslandene (for eksempel kredittvurderingsbyråer)
- utføre andre oppgaver pålagt i sektorregulerin-gen – for eksempel å motta rapportering, føring av registre og å holde registre tilgjengelig for allmennheten
- bidra til utviklingen av felles europeisk regelverk

På enkelte avgrensede områder har EUs medlemsland gitt de europeiske tilsynsmyndighetene overnasjonal kompetanse, slik at de kan fatte bindende vedtak rettet mot nasjonale myndigheter og mot private aktører. Det mest vidtgående eksempelet er tilsynet med kredittvurderingsbyråene, hvor både konsesjonsmyndighet, tilsynsmyndighet og sanksjonsmyndighet er lagt til ESMA. Også MiFIR gir slik kompetanse på visse avgrensede områder. MiFIR artikkel 40 og 41 gir ESMA og EBA kompetanse til, på visse vilkår og i nærmere angitte situasjoner, midlertidig å forby salg og markedsføring av nærmere angitte finansielle instrumenter og strukturerte innskudd, samt nærmere angitt finansiell praksis. Artikkel 45 gir ESMA kompetanse til å treffe vedtak overfor foretak og enkeltpersoner for å håndheve reglene om posisjonsgrenser i derivatmarkedet. ESMAs og EBAs myndighet til å fatte bindende vedtak forutsetter tilpasninger i EØS-avtalen når forordningen tas inn i avtalen. Utvalget legger til grunn at EØS-tilpasningen vil innebære at myndighet til å treffe vedtak med direkte virkning i Norge legges til EFTAs overvåkingsorgan, med adgang til overprøving av EFTA-domstolen.

De nye tilsynsmyndighetene er gitt flere oppgaver knyttet til *regelverksarbeid*. For det første skal de gi innspill til regelverksarbeidet som foregår i de øvrige EU-institusjonene, det vil si direktiver og forordninger som vedtas av Parlamentet og Rådet (nivå 1) og til utfyllende rettsakter utferdiget av Kommisjonen (nivå 2).

De utfyllende rettsaktene som Kommisjonen vedtar, omfatter delegerte rettsakter og gjennom-

---

8 Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC

9 Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC

10 Regulation (EU) No 1094/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/79/EC

føringsrettsakter. Delegerte rettsakter vedtas enten som Regulatory Technical Standards (RTS), der ESAene lager utkast, eller som delegerte rettsakter som Kommisjonen selv fører i pennen. I sistnevnte tilfelle kan Kommisjonen basere seg på tekniske råd fra ESAene. Delegerte rettsakter utfyller eller foretar mindre endringer i EU-lovgivningen. Gjennomføringsrettsaktene fastsettes for å sikre at EU's lovgivning anvendes ensartet i alle EU-land, og kan enten føres i pennen av Kommisjonen selv eller bygge på utkast fra ESAene. Dersom ESAene har laget utkast, kalles rettsaktene Implementing Technical Standard (ITS). Det store flertallet av utfyllende rettsakter fastsettes som forordninger, men delegerte rettsakter kan også fastsettes som direktiv. De utfyllende rettsaktene skal fremlegges for Rådet og Parlamentet for kontroll etter vedtakelse av Kommisjonen.

RTSer og ITSer er i noen sammenhenger omtalt som regelverk på nivå 2.5, men i utredningen her benyttes ikke et slikt skille. De nevnte utfyllende rettsakter omtales generelt som nivå 2-regelverk, med mindre det er tatt inn konkrete henvisninger til de aktuelle kommisjonsforordningene som omtales. Til MiFID II er det fastsett én rettsakt i form av direktiv. Ettersom en stor del av det utfyllende regelverket ikke er endelig vedtatt og publisert i Official Journal, vil disse refereres til ved bruk av Kommisjonens referansenummer ved vedtakelse.

De europeiske tilsynsmyndighetene kan også gi anbefalinger eller «guidelines» (nivå 3) om forståelsen av regelverket på finansområdet. Formålet med anbefalingene er å utvikle lik og effektiv tilsynspraksis, og å sikre en lik og konsekvent tolkning av felles regelverk. Anbefalingene er ikke bindende, men nasjonale tilsynsmyndigheter (NCA) og markedsdeltakerne skal «make every effort» for å følge anbefalingene. Når en anbefaling er vedtatt, har nasjonale tilsynsmyndigheter to måneder på seg til å bekrefte om de har til hensikt å følge anbefalingen etter «comply or explain» prosedyren. Dette innebærer at nasjonale tilsynsmyndigheter enten må erklære at de vil følge anbefalingene i sitt tilsynsarbeid, eller forklare den respektive europeiske tilsynsmyndigheten hvorfor de ikke kan følge anbefalingen. Regelverket har egne bestemmelser for oppfølging av tilsynsmyndigheter som erklærer at de ikke vil følge anbefalingene. Slike anbefalinger omtales ikke nærmere i denne utredningen.

1.3.1.5 Dagens oppbygning av regelverket i EU

Etter endringene beskrevet over, kan dagens rammeverk knyttet til finanslovgivningen i EU beskrives slik:

- Nivå 1: Hoveddirektiver og hovedforordninger som vedtas av Europaparlamentet og Rådet. Her skal hovedregler og prinsipper fastlegges. Ytterligere regler fastsettes i samsvar med egne prosedyrer på nivå 2.
- Nivå 2: Kommisjonsdirektiver og kommisjonsforordninger som gir mer detaljregler til utfylling av hoveddirektiver og hovedforordninger. Fordelingen av detaljer mellom nivå 1 og nivå 2 kan variere.
- Hjemmel til å gi regler på nivå 2 vil alltid finnes i nivå 1 reguleringen. På enkelte områder er mye av reguleringen fastlagt på nivå 1, på andre finnes kun rammebestemmelser, slik at en stor del av regelverket fastsettes på nivå 2. Dette avhenger av flere forhold, blant annet fastsettes gjerne regelverk av mer teknisk art på lavere nivåer.
- Nivå 3: «Guidelines», eller «anbefalinger/retningslinjer», utarbeidet av de felleseuropeiske tilsynsmyndighetene. Disse inneholder ofte tolkninger og presiseringer knyttet til felles regelverk. Slike anbefalinger mv. er ikke-bindende, men vil tillegges stor vekt av nasjonale tilsynsmyndigheter ved tolkning av felleseuropeisk regelverk.
- Nivå 4: Regulerer EU-kommisjonens og EFTAs overvåkningsorgans kontroll med gjennomføring og håndhevelse av regelverket. Brudd på gjennomføringsforpliktelsene forfølges på vanlig måte gjennom EU-domstolen og EFTA-domstolen. Dette nivået berøres ikke i utredningen her.

1.3.2 Betydningen for utvikling av norsk regelverk på verdipapirområdet

1.3.2.1 Innledning

Den omfattende regelproduksjonen som for tiden skjer på EU-nivå, innebærer nye utfordringer knyttet til gjennomføring av EU-regelverket i nasjonal rett. Det gis i større grad fullharmoniserte regler, enten som fullharmoniseringsdirektiver eller i forordningsform. De utfyllende rettsaktene blir ofte ferdigstilt bare kort tid før gjennomføringsfristen for hovedrettsaktene. Dette gir aktørene kort tid til å forberede seg på regelverksendringer.

I EU-landene kreves det ingen særskilte nasjonale gjennomføringsrettsakter for forordninger.

De gjelder direkte og innarbeides ikke i nasjonalt regelverk. I EØS-landene kreves det imidlertid også tid til å innlemme forordningene i EØS-avtalen med nødvendige tilpasninger. De skal dessuten innarbeides i nasjonal rett. Norge er heller ikke med i EUs oversettelsesprogram, slik at regelverket må oversettes av nasjonale myndigheter. At en stadig større del av reglene gis i forordningsform med korte tidsfrister for gjennomføring, skaper dermed flere utfordringer i Norge enn i medlemslandene.

Mens direktiver skal innlemmes i lov- og forskriftsverket ved nasjonale bestemmelser, skal forordningene innarbeides ved henvisnings- eller inkorporasjonsbestemmelser hvor forordningen, med de tilpasninger som skal gjøres i henhold til EØS-avtalen, gjøres direkte gjeldende. Det er ikke anledning til å innarbeide teksten i lovverket på annen måte. Når store deler av regelverket kommer som forordning, innebærer det dermed at tekstene hvor de materielle bestemmelsene fremkommer, ikke lenger finnes i den tradisjonelle lov- og forskriftsteksten, men i forordningene. Det innebærer i realiteten en helt ny måte å bygge opp lov- og forskriftsverket på. Det er i denne sammenheng viktig å kommunisere at forordningstekster som innlemmes i lov og forskrift ved inkorporasjon, har samme rettslige status som regelverket de innlemmes i. De er med andre ord en del av det norske lovverket, med samme rettslige status som andre bestemmelser.

1.3.2.2 *Utvalgets tilnærming til gjennomføring i norsk regelverk*

En hovedutfordring knyttet til gjennomføring av et EU-regelverk med stor detaljrikdom og med en rekke forordninger som skal innlemmes i regelverket ved inkorporasjon, er å skape et ryddig og tilgjengelig regelverk. Utvalget legger til grunn at den økte bruken av forordninger, i hvert fall i en overgangsperiode til det nye regimet har satt seg, vil medføre at brukerne av regelverket kan oppleve at det er vanskeligere å orientere seg i lov- og forskriftsverket.

Utvalget har vurdert ulike tilnærminger til utforming og oppbygning av lov- og forskriftstekster og foreslår enkelte generelle grep som kan bidra til å skape klarhet.

I gjeldende regelverk er direktiver og forordninger innarbeidet i henholdsvis lov og forskrift slik at overordnede regler fremkommer i loven, mens utdyping og detaljer gjerne finnes i forskrifter. Dette gjelder uavhengig av hvilket nivå av EU-regulering som innarbeides. Regler fra direktivene er i nokså stor grad innarbeidet i forskrifter og ikke i loven. Tanken er at loven blir uoversiktlig og vanskelig tilgjengelig hvis detaljene blir for mange.

Samtidig står ordlyden i både lov- og forskriftstekstene som innarbeider direktivene, i mange tilfelle nokså fjernt fra direktivtekstene. Bakgrunnen for dette er at det er tatt hensyn til norsk lovtradisjon, hvor det har vært vanlig med mindre detaljerte og nokså vide bestemmelser.

Utvalget har valgt en noe annen tilnærming. For det første har erfaringen vist at lov- og forskriftstekster som står fjernt fra ordlyden i de direktivene som skal innarbeides, ikke nødvendigvis bidrar til en klarere rettstilstand. Tvert i mot kan en slik tilnærming medføre at det skapes uklarhet knyttet til hvilke regler som gjenspeiler det internasjonale regelverket som markedsdeltakerne forventer å finne igjen i norsk lovverk. Dette kan bidra til unødig forvirring på et område hvor mange aktører beveger seg i flere europeiske markeder og forventer å finne et enhetlig regelverk. At regelverket i Europa går mot en stor grad av fullharmonisering, taler etter utvalgets syn for at *den norske lovteksten i større grad bør nærme seg direktivtekstene*. Denne tilnærmingen medfører at det er behov for å foreta endringer også på områder der MiFID II ikke innebærer materielle endringer.

Et viktig argument for en slik tilnærming er at EU-regelverket som skal innarbeides, gis i en blanding av direktiver og forordninger som står i nært forhold til hverandre. Til MiFID II er det som nevnt gitt både en kommisjonsforordning og ett kommisjonsdirektiv, og en rekke tekniske standarder gis i forordningsform. Forordningene gir regler som skal tas direkte inn i lov- og forskriftsverket uten at endringer i teksten er mulig. Utvalget legger til grunn at det vil gi bedre sammenheng mellom de ulike delene av lov- og forskriftsverket dersom lovens ordlyd legges nærmere opp mot ordlyden i direktivene. Ordlyden i loven vil på denne måten harmonere bedre med ordlyden i forordninger som utfyller og presiserer regler i hovedrettsaktene. I tillegg vil tolkningsuttalelser og anbefalinger fra blant annet ESMA knyttet til direktiver og forordninger ha betydning for tolkningen også av de norske rettsaktene som gjennomfører regelverket. Det vil lette muligheten for totaloversikt over regelverket og relevante rettskilder at oppbygningen av regelverket er så enhetlig som mulig.

Det nye regelverket legger opp til omfattende rapportering til nasjonale tilsynsmyndigheter og til ESMA. Utfyllende regler og retningslinjer knyttet til hvordan slik rapportering skal gjennomfø-

res vil gis i form av veiledning til direktiv- og forordningstekstene. Den praktiske gjennomføringen kan dermed vanskeliggjøres hvis lovtekstene avviker sterkt fra direktivteksten.

Utvalget foreslår videre at man *ved gjennomføring av direktiver og forordninger som hovedregel følger et trinnhøydeprinsipp*, fremfor at hver enkelt regel vurderes ut fra hvilket detaljnivå som hører hjemme i henholdsvis lov og forskrift. Dette innebærer at regler som står i hoveddirektivet, som hovedregel gjennomføres i loven. Tilsvarende vil hovedforordningen gjennomføres ved henvisningsbestemmelse i loven. Kommisjonsdirektiv, kommisjonsforordninger og de tekniske standardene på nivå 2 vil gjennomføres i forskrift. Utvalget mener det er behov for et synlig system for gjennomføring, og at dette i seg selv kan bidra til å skape orden i regelverket.

I den grad bestemmelsene som skal innarbeides er belagt med sanksjoner, må imidlertid sanksjonshjemlene fremgå i lovteksten, selv om handlingsnormen som sanksjonshjemlene omfatter, fremgår av forordningstekster og forskrifter.

Rettsaktene som til sammen utgjør den nye MiFID-reguleringen, og som vil utgjøre det norske lov- og forskriftsverket i fremtiden, kan fremstilles som i tabellen under.

1.3.2.3 Regler som bare retter seg til nasjonale myndigheter

Regulering på alle de nevnte nivåer har ofte bestemmelser som kun retter seg mot ulike nasjonale myndigheter. Dette er gjerne bestemmelser som fastslår at nasjonale myndigheter skal sørge for at ulike tiltak gjennomføres. Typiske eksempler er bestemmelser om at nasjonale tilsynsmyndigheter skal føre effektivt tilsyn med at reglene som gjennomfører et direktiv eller en forordning overholdes, eller skal sørge for effektiv og tilstrekkelig preventiv sanksjonering. Felles for reglene er at de ikke trenger noen gjennomføringsbestemmelse i norsk lov for å kunne overholdes. Slike påbud til myndighetene har av denne grunn ikke vært uttrykkelig gjennomført loven. Utvalget mener at denne praksisen bør videreføres. For det første vil slike påbud til myndighetene kunne oppfylles uten å gå veien om lovregulering. Lovregulering tjener således ingen funksjon, ut over å tjene som bevis for tilfredsstillende gjennomføring av internasjonalt regelverk. Det kan være uheldig å gi mer eller mindre forpliktende påbud til myndighetene i et lovverk som ellers regulerer privatrettslige forhold. For det andre vil det medføre at loven blir ennå mer omfattende. Utvalget legger således til grunn at dagens praksis videreføres.

1.3.2.4 Andre overordnede, regulatoriske grep som følge av rettsutviklingen

Investment Services Directive[11] (ISD) som var det opprinnelige direktivet på verdipapirområdet, ga i hovedsak regler om *verdipapirforetak* og deres virksomhet i verdipapirmarkedet. Utviklingen

[11] Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field

Nivå	EU-kilde	Gjennomføring i norsk rett
Nivå 1	Ett direktiv, MiFID II	Direktivet gjennomføres i norsk rett ved at tilsvarende tekster innarbeides i loven.
	En forordning MIFIR	Forordningen gjennomføres ved inkorporasjonsbestemmelse i loven.
Nivå 2	Ett kommisjonsdirektiv til MiFID II	Kommisjonsdirektivet gjennomføres ved at tilsvarende tekster innarbeides i verdipapirforskriften.
	En kommisjonsforordning til MiFID II En kommisjonsforordning til MIFIR Ca 40 tekniske standarder til MiFID II og MiFIR	Alle forordninger gjennomføres ved inkorporasjonsbestemmelser i verdipapirforskriften.
Nivå 3	ESMA vil utarbeide anbefalinger og retningslinjer om hvorledes regelverket er å forstå.	Innarbeides ikke i norsk lovverk men vil være viktige tolkningsmomenter ved anvendelse av lov- og forskriftsverk. Norske tilsynsmyndigheter må svare på om de vil følge retningslinjene i sin tilsynspraksis

har senere gått i retning av regulering av *markedene som sådan*. Skrittet mot markedsregulering ses tydelig i MiFID II. Riktignok gjelder en stor del av bestemmelsene verdipapirforetakenes og markedsoperatørenes virksomhet, men det gis også regler som gjelder investorenes virksomhet, for eksempel knyttet til algoritmehandel og rapportering av posisjoner i derivatmarkedet. Reguleringen tar i større grad sikte på å *regulere hele markedet*.

Det nye regelverket innebærer at reglene om handel på regulerte markeder, multilaterale handelsfasiliteter (MHF) og de nye markedsplassene organiserte handelsfasiliteter (OHF), i større grad blir sammenfallende. Selv om drift av en MHF er en investeringstjeneste og kan drives av verdipapirforetak, drives MHFer i stor grad av selskap som også har konsesjon til å drive regulerte markeder.

På en rekke områder gis det regler som dekker investorenes, verdipapirforetakenes og de ulike markedsplassenes rettigheter og forpliktelser som bør ses i sammenheng, for eksempel gjelder dette reglene om algoritmehandel.

I dagens lovverk er de delene av MiFID I som omhandler verdipapirforetak gjennomført i verdipapirhandelloven, men de delene som omhandler regulerte markeder, omhandles i børsloven. Utvalget mener denne inndelingen er utdatert. Utvalget mener at det vil gi bedre sammenheng i regelverket om alle reglene som gjennomfører MiFID II med tilhørende forordninger gjennomføres på ett sted.

Utvalget foreslår derfor å inkorporere børsloven i verdipapirhandelloven, i en egen del om regulerte markeder, med et eget kapittel som viderefører reglene om børs. Utvalget kan således ikke se at det er hensiktsmessig at de av bestemmelsene i børsloven som ikke gjennomfører MiFID II, skal beholdes i en egen lov. Utvalget har vurdert om det utgjør en ulempe at verdipapirhandelloven blir mer omfattende, men kan ikke se at det i seg selv utgjør en ulempe at loven er «stor» så lenge den er godt organisert og med klart adskilte kapitler. Utvalget mener fordelene forbundet med å samle regelverket knyttet til de ulike markedsplassene på ett sted, oppveier eventuelle ulemper ved at verdipapirhandelloven blir mer omfattende.

1.4 De viktigste endringene i MiFID II og MiFIR

1.4.1 Innledning

MiFID II og MiFIR er et resultat av Kommisjonens gjennomgang av MiFID I med sikte på å styrke reguleringen av markedet for finansielle instrumenter. Direktivet har vært gjenstand for flere omfattende endringer. Ytterligere tillegg og endringer til gjeldende direktiv ble dermed ansett uhensiktsmessig. Det ble derfor besluttet å utarbeide et nytt direktiv og en ny forordning med tilhørende regler på nivå 2, heller enn å endre gjeldende direktiv med tilhørende bestemmelser. Det er imidlertid viktig å være klar over at en rekke bestemmelser i den eldre reguleringen videreføres uten endringer. På områder der eldre regler videreføres, vil utvalget henvise til tidligere forarbeider som finnes på området, med mindre det er behov for ytterligere presiseringer.

1.4.2 Endringer i anvendelsesområdet for regelverket

Virkeområdet for MiFID I avgjøres i hovedsak av koblingsbegrepene «investeringstjenester», «finansielle instrumenter», «verdipapirforetak» og «regulert marked». Definisjonen av disse fire begrepene er dermed avgjørende for anvendelsesområdet for regelverket. I tillegg inneholder regelverket unntak for nærmere bestemte foretak og aktiviteter som ellers ville vært omfattet.

Virkeområdet for MiFID II og MiFIR vil fortsatt i stor grad avgjøres ved hjelp av de samme koblingsbegrepene, men definisjonene av dem endres på enkelte punkter. Unntakene som gjøres fra anvendelsesområdet, snevres også inn. Videre gjøres enkelte bestemmelser i regelverket gjeldende for markedsaktører som ikke har konsesjon som verdipapirforetak eller regulert marked, og enkelte bestemmelser gjøres gjeldende for den som driver konsesjonspliktig virksomhet, selv om aktiviteten som utøves ikke knytter seg til finansielle instrumenter. Dette innebærer en utvidelse av anvendelsesområdet for nærmere angitte bestemmelser i regelverket.

MiFID II innebærer at det opprettes en ny type markedsplass – organisert handelsfasilitet (OHF) – som kan tilby handel i blant annet obligasjoner og derivater. Drift av en OHF er en investeringstjeneste som vil kreve tillatelse og må tilfredsstille krav til organisering, på samme måte som de multilaterale handelsfasilitetene (MHF). I tillegg vil tilbydere av markedsdata – såkalte data-

rapporteringsforetak – underlegges krav om tillatelse.

I MiFID II utvides definisjonen av finansielle instrumenter til å gjelde utslippskvoter. Det gjøres også endringer i definisjonene av varederivater og derivater.

1.4.3 Regelverket for handelsplasser

Reglene om handelsplasser finnes både i MiFID II og MiFIR. Reglene om konsesjonskrav, virksomhetsregler m.v. finnes i MiFID II, mens plikten til å gi opplysninger om ordre og transaksjoner (pre- og posttrade transparens) finnes i MiFIR.

MiFID II fastsetter mer spesifikke krav for utøvelse av virksomhet som handelsplass, både når det gjelder krav om tillatelse og organisering. Det stilles nye krav til egnethet for ledelsen både for regulerte markeder og for handelsplasser som har konsesjon som verdipapirforetak. Det gis detaljerte krav til hvordan handelen skal overvåkes.

Organisert handelsfasilitet (OHF) innføres som en ny type handelsplass, som kan tilby handel i blant annet obligasjoner og derivater. Drift av en OHF er en investeringstjeneste som vil kreve tillatelse og må tilfredsstille kravene til organisering. Det tilrettelegges også for at multilaterale handelsfasiliteter (MHF) kan innrette seg særskilt for å ivareta markedet for små og mellomstore bedrifter (SME) og registrere seg som vekstmarked for SME. Den viktigste endringen er likevel at det stilles krav om at handel i finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på en handelsplass, skal skje på en regulert handelsplattform. Handelsplattformene skal enten være regulerte markeder, MHFer eller OHFer, eller SI (systematisk internaliserer) for så vidt gjelder aksjer. Verdipapirforetak som handler for egen regning ved utførelse av kundeordre på en organisert, regelmessig og systematisk måte, skal videre registrere seg som en SI hos tilsynsmyndigheten. En SI er imidlertid ikke en handelsplass etter direktivet.

Transparenskravene er overført til MIFIR. MiFIR utvider blant annet dagens krav til opplysningsplikt (pre- og post-trade) for aksjer til å gjelde for langt flere typer finansielle instrumenter. Kravene er også langt mer detaljerte.

Det innføres plikt til å handle clearingpliktige derivater på organiserte markedsplasser.

1.4.4 Posisjonsgrenser i varederivater

MiFID II innfører videre et nytt regime som setter grenser for hvor store posisjoner som kan holdes i varederivater og fastsetter krav til rapportering, oppfølging og overvåkning av posisjonene.

Posisjonsregimet retter seg både mot handelsplasser og mot fysiske og juridiske personer som handler i varederivater, uavhengig av om de er omfattet av konsesjonsplikt eller ikke. Reglene gjelder varederivater generelt, og er derfor utformet bredt for å ta hensyn til ulike særegenheter ved de ulike varederivatmarkedene. Kravene om rapportering av posisjoner omfatter imidlertid også utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende, og favner dermed enda bredere enn reglene om posisjonsgrenser.

Tilsynsmyndigheten og ESMA/EFTAs overvåkningorgan er gitt hjemler til blant annet å pålegge aktørene å begrense eller redusere sine posisjoner.

1.4.5 Tillatelse og vilkår for verdipapirforetak

MiFID II gjør endringer i gjeldende regelverk knyttet til tillatelser, virksomhetsutøvelsen (herunder kravene til god forretningsskikk) og organisering av foretak som tilbyr investeringstjenester.

Endringene tar sikte på å styrke beskyttelsen av investorer gjennom blant annet nye krav til foretakenes produkthåndtering og produktkunnskap, uavhengig rådgivning og såkalt cross-selling. Bestemmelsene i direktivet utvides til også å gjelde salg og rådgivning knyttet til strukturerte innskudd. Direktivet fastsetter videre strengere regler for vederlag til verdipapirforetak fra tredjeparter (inducements), hvilken informasjon investorer har krav på, avlønning av ansatte og kravene til utførelse av ordre.

Det innføres videre mer detaljerte bestemmelser, og til dels nye krav til verdipapirforetakene. Dette er knyttet til blant annet eierkontroll, styresammensetning og egnethet, og håndtering av interessekonflikter. Det innføres særskilte krav til foretak som driver algoritmehandel. Det stilles nye krav om lydopptak av samtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon knyttet til ytelse av investeringstjenester.

1.4.6 Grensekryssende virksomhet

Reglene om grensekryssende virksomhet med og uten filialetablering videreføres i hovedsak uten endringer. Det innføres imidlertid nye regler om at foretak fra tredjeland som søker filialetablering, må søke konsesjon i det medlemslandet hvor filialen skal etableres.

1.4.7 Tilsyn og sanksjoner

MiFID II og MiFIR innebærer ingen nevneverdige endringer for så vidt gjelder krav til tilsynsmyndighetens virkemidler og kompetanse. Bestemmelsene om tilsynsmyndighetenes plikt til å samarbeide med hverandre og med ESMA er imidlertid videreutviklet, uten at det medfører behov for endringer i verdipapirhandelloven.

Sanksjonsreglene endres imidlertid på vesentlige punkter. Det legges opp til økt grad av harmonisering, idet det stilles krav om at tilsynsmyndigheten har bestemte minimumssanksjoner til rådighet for brudd på nærmere angitte artikler i direktivet og forordningen. Blant annet legges det opp til omfattende regler om overtredelsesgebyrer. Sanksjoner skal kunne ilegges både foretak som har brutt regelverket og nærmere angitte ansvarlige personer i foretaket.

Det stilles krav om at medlemsstatene skal ha nærmere angitte regler som fremmer tips om ulovlige forhold i verdipapirmarkedet og som beskytter varslere.

Kapittel 2
Virkeområde og sentrale definisjoner

2.1 Innledning

Foretak som driver virksomhet som er konsesjonspliktig etter verdipapirhandelloven og lov om regulerte markeder, underlegges omfattende plikter knyttet til alle deler av virksomheten. Samtidig får de rettigheter som andre ikke har, i form av rett til å yte investeringstjenester eller drive regulert marked i hele EØS-området. Hvilke tjenester og aktiviteter som er konsesjonspliktige og hvem som skal kunne få tillatelse til å yte tjenestene, har dermed stor betydning.

Virkeområdet for verdipapirhandelloven og børsloven avgjøres i hovedsak av koblingsbegrepene «investeringstjenester», «finansielle instrumenter», «verdipapirforetak» og «regulert marked». Definisjonen av disse fire begrepene er dermed avgjørende for anvendelsesområdet for regelverket.

I tillegg inneholder regelverket *unntak* for nærmere bestemte foretak og aktiviteter som ellers ville vært omfattet.

Begrepene som avgrenser virkeområdet for verdipapirhandelloven, er de samme som benyttes i MiFID I. Virkeområdet for MiFID II og MiFIR vil fortsatt i stor grad avgjøres ved hjelp av de samme koblingsbegrepene, men definisjonene av dem endres på enkelte punkter. Unntakene som gjøres fra anvendelsesområdet, snevres også inn. Videre gjøres enkelte bestemmelser i regelverket gjeldende for markedsaktører som ikke har konsesjon som verdipapirforetak eller regulert marked, og enkelte bestemmelser gjøres gjeldende for den som driver konsesjonspliktig virksomhet selv om aktiviteten som utøves ikke knytter seg til finansielle instrumenter. Dette innebærer en utvidelse av anvendelsesområdet for nærmere angitte bestemmelser i regelverket. Hvilke foretak som faller inn under definisjonen av verdipapirforetak og regulert marked, avgjøres imidlertid fortsatt ved hjelp av koblingsbegrepene. MiFID II innebærer at det opprettes en ny type markedsplass – Organisert handelsfasilitet (OHF) – som kan tilby handel i blant annet obligasjoner og derivater. Drift av en OHF er en investeringstjeneste som vil kreve tillatelse og må tilfredsstille krav til organisering, på samme måte som de multilaterale handelsfasilitetene (MHF).

I tillegg til ovennevnte vil tilbydere av markedsdata underlegges krav om tillatelse, se nærmere i kapittel 3.10.

2.2 Investeringstjenester og verdipapirforetak

2.2.1 Generelt om definisjonen av investeringstjenester og verdipapirforetak

2.2.1.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 2-1 lister opp aktivitetene som faller inn under definisjonen av *investeringstjenester*. Oppregningen svarer til definisjonen av *«investment services and activities»* i MiFID I vedlegg I, del A, med den modifikasjon at tjenestene i nr. 6 og 7 er slått sammen i den norske bestemmelsen.

I tidligere direktiv[1] (ISD) ble investeringstjenester kun omtalt som «investment services». Bakgrunnen for tilføyelsen av *«activities»* er ikke nærmere omtalt i fortalen til MiFID I.

Forarbeidene til verdipapirhandelloven av 2007 drøftet hvorvidt utvidelsen burde medføre endring av definisjonen i verdipapirhandelloven. Departementet la til grunn at endringen i MiFID I var av språklig karakter og at det ikke er noen realitetsforskjell mellom «tjenester» og «virksomheter»[2]. På denne bakgrunn ble begrepet «investeringstjenester» beholdt, uten at tillegget MiFID I gjorde for «activities» ble tatt inn i lovteksten. Det vises til Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 4.5.

---

1 Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field (ISD)

2 I den offisielle, norske oversettelsen av MiFID I er «activities» oversatt med «virksomheter».

Definisjonen av investeringstjenester er knyttet til definisjonen av *finansielle instrumenter* på den måten at det kun er tjenester i tilknytning til disse instrumentene som omfattes av konsesjonsplikten. Hvilke tjenester og aktiviteter som skal regnes som investeringstjenester, beror derfor på definisjonen av finansielle instrumenter. Det vises til omtalen av finansielle instrumenter i kapittel 2.4.

Et *verdipapirforetak* er i henhold til verdipapirhandelloven § 2-3 første ledd «et foretak som yter en eller flere investeringstjenester som nevnt i § 2-1 på forretningsmessig basis». Definisjonen er ment å svare til definisjonen MiFID I artikkel 4 nr. 1 punkt (1) hvor det heter:

> «'Investment firm' means any legal person whose regular occupation or business is the provision of one or more investment services to third parties and/or the performance of one or more investment activities on a professional basis»

Det er således et vilkår at foretaket regelmessig yter en eller flere investeringstjenester overfor tredjemann, eller utøver en eller flere investeringsaktiviteter på forretningsmessig basis.

Kravet om at investeringstjenester skal ytes på forretningsmessig basis er dermed ikke utledet av MiFIDs definisjon av investeringstjenester, men av definisjonen av verdipapirforetak.

2.2.1.2 Forventet EØS-rett

Det gjøres ingen endringer i definisjonen av investeringstjenester i MIFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (2), men listen over investeringstjenester i vedlegg I, del A utvides med den nye tjenesten «Drift av organisert handelsfasilitet» (OHF), se kapittel 2.2.2. Direktivets definisjon av verdipapirforetak videreføres også uten endringer i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (1).

2.2.1.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at definisjonene av «investeringstjenester» og «verdipapirforetak» videreføres uendret i MiFID II. Utvalget foreslår at definisjonen av investeringstjenester i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd endres slik at også den norske lovteksten bruker *investeringstjenester og investeringsvirksomhet*, i tråd med endringene som ble foretatt i MiFID I. Formålet med endringen er å bringe ordlyden i den norske loven nærmere direktivets ordlyd, slik at den norske teksten passer bedre med systemet i direktivet.

Bakgrunnen for forslaget er at begrepet *investeringstjenester* ikke lenger vil være dekkende for den aktiviteten som omfattes av loven, fordi endringene som skjer i *unntaksbestemmelsene i MiFID II* medfører et utvidet anvendelsesområde for direktivet. Etter gjeldende direktiv er all handel for egen regning som ikke er et ledd i prisstillervirksomhet eller systematisk internalisering, unntatt fra direktivet, se MiFID I artikkel 2 nr. 1 bokstav d). Unntaket innebærer at all handel med finansielle instrumenter som ledd i egen formuesforvaltning, faller utenfor direktivets anvendelsesområde. MiFID II endrer dette. Blant annet vil høyfrekvent algoritmehandel, handel som foretas av medlemmer eller deltakere på regulert marked eller ved direkte elektronisk tilgang til regulert marked eller MHF, i tillegg til prisstillervirksomhet og handel for egen regning ved utførelse av kundeordre, ikke lenger være omfattet av unntaksbestemmelsen i artikkel 2 nr. 1 bokstav d). Bestemmelsen er videre endret ved at unntaket gjelder for andre finansielle instrumenter enn varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende. Slik handel vil dermed være omfattet av direktivet uavhengig om den skjer som ledd i egen formuesforvaltning eller som ledd i en tjeneste overfor kunde, med mindre ett av de øvrige unntakene i artikkel 2 kommer til anvendelse. Unntakene fra konsesjonsplikt for handel for egen regning er nærmere behandlet i kapittel 2.6.

I norsk rett er det i dag lagt til grunn at handel som ledd i egen formuesforvaltning faller utenfor loven, fordi det ikke er en investerings*tjeneste som utføres på forretningsmessig basis*. Det ble på denne bakgrunn ikke ansett nødvendig å gjennomføre unntaket i MiFID I artikkel 2 nr. 1 bokstav d).

Medlemskap på regulert marked eller MHF, handel gjennom direkte elektronisk tilgang til markedsplass eller høyfrekvent algoritmehandel er ikke nødvendigvis tjenester som ytes til tredjemenn, men slik virksomhet vil likevel kunne være omfattet av konsesjonsplikt. Når unntaksbestemmelsen i artikkel 2 nr. 1 bokstav d) endres slik at disse virksomhetene ikke er omfattet, medfører dette behov for å endre definisjonen av investeringstjenester til å omfatte *investeringstjenester og investeringsvirksomhet* slik at den norske ordlyden tilpasses endringene som ble gjort allerede i MiFID I.

Endring av definisjonen av investeringstjenester, innebærer at definisjonen av verdipapirforetak også må endres slik at et verdipapirfore-

tak vil være et foretak som *yter investeringstjenester til tredjemann eller utfører investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis.*

Definisjonene av både investeringstjenester og verdipapirforetak videreføres for øvrig uten endringer. Utvalget viser til Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 4 og NOU 2006: 3 kapittel 2.2 for så vidt gjelder omtalen av det materielle innholdet i definisjonene.

2.2.2 Nærmere om investeringstjenestene

2.2.2.1 Gjeldende rett

Som omtalt under kapittel 2.2.1.1, lister verdipapirhandelloven § 2-1 opp de aktivitetene som faller inn under definisjonen av *investeringstjenester* og som dermed faller inn under lovens krav om tillatelse og virksomhetsregulering. Oppregningen svarer til definisjonen av *«investment services and activities»* i MiFID vedlegg I del A, med den modifikasjon at tjeneste 6 og 7 er slått sammen i den norske definisjonen.

Investeringstjenestene utgjør etter dette følgende:

1. mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med ett eller flere finansielle instrumenter,
2. utførelse av ordre på vegne av kunde,
3. omsetning av finansielle instrumenter for egen regning,
4. aktiv forvaltning av investorers porteføljе av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt,
5. investeringsrådgivning,
6. plassering av offentlige tilbud som nevnt i kapittel 7, plassering av emisjoner, samt garantistillelse for fulltegning av emisjoner eller tilbud om kjøp av finansielle instrumenter,
7. drift av multilateral handelsfasilitet.

2.2.2.2 Forventet EØS-rett

Det gjøres ingen endringer i tjenestene som i dag er omfattet av vedlegg I, del A, men i ny nr. 9 innføres drift av organiserte handelsfasiliteter (OHF) som en ny tjeneste.

Til enkelte av tjenestene er det imidlertid knyttet definisjonsbestemmelser som fremgår av MiFID II artikkel 4. De fleste av disse definisjonene videreføres uendret i MiFID II, men definisjonen knyttet til tjenesten «utførelse av ordre på vegne av kunde» gis et tillegg hvor det fremgår at tjenesten også omfatter «conclusion of agreements to sell financial instruments issued by an investment firm or a credit institution at the moment of their issuance», se MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (5). Tillegget innebærer en presisering av anvendelsesområdet for tjenesten i tilfeller der verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen utfører tjenesten i tilknytning til finansielle instrumenter det selv har utstedt.

2.2.2.3 Utvalgets vurderinger

Det gjøres ingen endringer i investeringstjenestene i MiFID II vedlegg I del A, men definisjonene knyttet til de enkelte tjenestene endres på enkelte punkter.

For så vidt gjelder tjenestene mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i ett eller flere finansielle instrumenter, utførelse av ordre på vegne av kunde, omsetning av finansielle instrumenter for egen regning og aktiv forvaltning, er disse videreført helt fra det første direktivet på verdipapirområdet (ISD) med enkelte presiseringer og språklige endringer. Utvalget viser til omtalen i tidligere forarbeider for så vidt gjelder innholdet i tjenestene.[3] Det bemerkes imidlertid at utvikling av nye handelsmønstre og produkter skjer på kontinuerlig basis. Det nærmere innholdet i investeringstjenestene vil fastlegges ved praktisering av bestemmelsene i lys av denne utviklingen. For flere av tjenestene inneholder også MiFID II artikkel 4 definisjoner. Av artikkelens siste ledd fremgår det at Kommisjonen er gitt fullmakt til å gi utfyllende regulering knyttet til definisjonene, blant annet for å ta hensyn til markedsutviklingen og teknologisk utvikling, og å sikre enhetlig gjennomføring av direktivet. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å opprettholde en forskriftshjemmel som gir departementet hjemmel til å gi nærmere regler om hva som skal anses som investeringstjenester og investeringsvirksomhet.

Utvalget foreslår enkelte *endringer i bestemmelsens språk og oppbygning*. For det første foreslår utvalget en mer direktivnær tilnærming til oppbygning av reglene. I dagens § 2-1 er noen elementer fra definisjonsbestemmelsene i artikkel 4 tatt inn i bestemmelsen som angir investeringstjenestene (aktiv forvaltning), mens andre definisjoner er lagt i egne bestemmelser (investeringsrådgivning), eller ikke tatt inn i loven (utførelse av ordre). Utvalget foreslår at loven isteden følger direktivets systematikk. Investeringstjenestene som omtales i MiFID II, Vedlegg I del A, vil etter dette

[3] Se Ot.prp. 34 (2006-2007) kapittel 4 og NOU 2006: 3kapittel 2.3

fremgå av bestemmelsen som angir hvilke aktiviteter som er å anse som investeringstjenester og investeringsvirksomhet, mens de nærmere definisjoner legges i en egen, påfølgende bestemmelse. Slik utvalget ser det, vil denne tilnærmingen lette tolkningen av regelverket, fordi lovverket bygges opp etter samme systematikk som MiFID II. Sammenhengen mellom bestemmelsene som gjennomfører direktivet og eventuelle presiseringer i etterfølgende rettsakter fra Kommisjonen samt tolkningsuttalelser fra ESMA, blir dermed tydeligere.

Utvalget foreslår også å fjerne henvisningen til andre definisjonsbestemmelser i angivelsen av investeringstjeneste nr. 1, nr. 5 og nr. 8 (gammel nr. 7). Bestemmelsene er plassert i nær tilknytning til hverandre, i ett felles kapittel i loven. Utvalget kan ikke se at henvisningene er nødvendige for – eller bidrar til å lette – fremstillingen.

Investeringstjeneste nr. 1, *mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med ett eller flere finansielle instrumenter* svarer til tjeneste nr. 1 i vedlegg I del A. Tjenesten videreføres uten endringer. Hverken MiFID II eller tidligere direktiv knytter noen uttrykkelig definisjon til tjenesten. I fortalen til MiFID II punkt 44 er det imidlertid presisert at mottak og formidling av ordre inkluderer situasjoner der verdipapirforetaket kobler sammen en eller flere investorer. Ettersom MiFID II ikke innebærer noen endringer, viser utvalget til tidligere forarbeider for så vidt gjelder den nærmere beskrivelsen av innholdet i tjenesten[4]. Utvalget foreslår enkelte rent språklige justeringer.

For så vidt gjelder tjeneste nr. 2, *utførelse av ordre på vegne av kunde*, gjøres det ingen endring i ordlyden i MiFID II vedlegg I del A, men definisjonen i artikkel 4 nr. 1 punkt (5) endres. Mens det i MiFID I heter at «execution of orders on behalf of clients means acting to conclude agreements to buy or sell one or more financial instruments on behalf of clients» gir MiFID II et tillegg i definisjonen hvor det presiseres at dette inkluderer *«the conclusion of agreements to sell financial instruments issued by an investment firm or a credit institution at the moment of their issuance»*.

Tillegget presiserer at verdipapirforetak eller kredittinstitusjon som utsteder finansielle instrumenter, for eksempel aksjer, obligasjoner eller strukturerte produkter, anses å utføre tjenesten «utførelse av ordre på vegne av kunde» ved tegning eller salg til foretakets kunder i førstehåndsmarkedet. Endringen medfører at sentrale regler om investorbeskyttelse, for eksempel reglene om informasjon og hensiktsmessighetstesting, kommer til anvendelse der verdipapirforetaket distribuerer finansielle instrumenter de selv har utstedt.

I fortalen til MiFID II punkt 45 fremgår det at tillegget har et bredt siktemål. Her heter det at:

> «Investment firms and credit institutions distributing financial instruments they issue themselves should be subject to this Directive when they provide investment advice to their clients. In order to eliminate uncertainty and strengthen investor protection, it is appropriate to provide for the application of this Directive when, in the primary market, investment firms and credit institutions *distribute financial instruments issued by them without providing any advice*. To that end, the definition of the service of execution of orders on behalf of clients should be extended.» (Utvalgets uthevning)

Det fremgår således at bestemmelsen omfatter alle transaksjoner i førstehåndsmarkedet der verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen selv har utstedt de finansielle instrumentene ordren omfatter uavhengig av om foretaket yter andre investeringstjenester, for eksempel investeringsrådgivning, til kunden.

Definisjon i MiFID I av tjenesten «utførelse av ordre på vegne av kunde» er ikke tatt inn i verdipapirhandelloven. Utvalget foreslår at en definisjon som svarer til MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (5) innarbeides i loven. En slik løsning innebærer at det nye tillegget i MiFID II reflekteres i norsk rett, og gir en mer direktivnær gjennomføring av MiFID II. Det legges uten videre til grunn at definisjonene i lovteksten språklig bør legges nær opp til direktivets ordlyd. Utførelse av ordre på vegne av kunde vil etter dette være inngåelse av avtaler om kjøp eller salg av finansielle instrumenter på vegne av kunder, herunder avtaler om salg av finansielle instrumenter på tidspunktet for utstedelsen, når utsteder er verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen selv.

MiFID II vedlegg I del A gjør ingen endring i investeringstjenesten om omhandlet i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 3, *omsetning av finansielle instrumenter for egen regning*. Også definisjonen i artikkel 4 nr. 1 punkt (6) videreføres uendret. Definisjon av egenhandel i MiFID I er imidlertid ikke tatt inn i verdipapirhandelloven, antakelig fordi innholdet i investeringstjenesten ble ansett for å være tilstrekkelig klart.

---

[4] Se Ot.prp. 34 (2006–2007 kapittel 4 og NOU 2006: 3 pkt. 2.3

I forarbeidene til loven er begrepet handel for egen regning kommentert i tilknytning til unntakene fra kravet om tillatelse. Her legges det til grunn at egenhandelen må skje som en tjeneste som ytes overfor tredjemann for å falle inn under loven, se Ot.prp. nr. 34 kapittel 5.5. Utvalget legger til grunn at den norske tolkningen av egenhandelsbegrepet ikke vil stå seg ved gjennomføring av MiFID II, fordi unntakene som gjøres for handel for egen regning snevres vesentlig inn. Endringene medfører at en hel del handel for egen regning som vanskelig kan betraktes som tjenesteyting overfor tredjemann, vil falle inn under direktivets anvendelsesområde. Dette gjelder for eksempel bruk av høyfrekvente algoritmer ved handel for egen regning og handel for egen regning som medlem på regulert marked eller MHF. Det vises til nærmere omtale i kapittel 2.6, hvor unntakene fra konsesjonsplikten behandles.

Utvalget foreslår ingen endringer i bestemmelsen som angir investeringstjenesten. Utvalget foreslår imidlertid at en definisjon av begrepet som svarer til definisjonen i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (6) « … dealing on own account means trading against proprietary capital resulting in the conclusion of transactions in one or more financial instruments» tas inn i loven. En slik løsning innebærer en tydeliggjøring av at det ikke foreligger noe krav om at egenhandelen ytes som en tjeneste overfor tredjemann for å falle inn under verdipapirhandelloven. Om egenhandelen omfattes av verdipapirhandelloven, beror på om den utføres på forretningsmessig basis, og dernest på om den faller inn under et av unntakene som gjøres for nærmere angitte aktiviteter og situasjoner. Handel som foretas i forbindelse med forvaltning av egne midler, vil imidlertid fortsatt kunne falle utenfor verdipapirhandellovens anvendelsesområde, se nærmere under kapittel 2.6.

Utvalget foreslår etter dette at investeringstjenesten «omsetning av finansielle instrumenter for egen regning» defineres som «handel mot foretakets egen beholdning». Den foreslåtte ordlyden innebærer en mer direktivnær gjennomføring av de norske bestemmelsene, men med en tilpasning av ordlyden i tråd med norsk språk og terminologi. Utvalget vil nevne at definisjonen i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (6) synes å inneholde et sirkelresonnement. Utvalget ser at den foreslåtte definisjonen ikke umiddelbart tilfører loven mye ekstra. Som nevnt gir imidlertid MiFID II artikkel 4 anledning til å gi nærmere regler om innholdet i definisjonene. Det er dermed nødvendig å innarbeide sentrale definisjoner i lovverket slik at eventuell etterfølgende regulering vil kunne relateres til en korresponderende bestemmelse i norsk lovverk. Utvalget mener som nevnt, også at den foreslåtte løsningen kan bidra til en viss avklaring av innholdet i investeringstjenesten handel for egen regning.

Når det gjelder investeringstjenesten som omhandlet i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 4, *aktiv forvaltning av investors portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt*, gjøres det ingen endringer i MiFID II vedlegg I del A. Også definisjonen i artikkel 4 nr. 1 punkt (8) videreføres uendret. For så vidt gjelder innholdet i tjenesten, viser utvalget derfor til tidligere forarbeider. Utvalget foreslår imidlertid enkelte endringer av språklig og redaksjonell karakter. Slik bestemmelsen er bygget opp i norsk rett, er definisjon i artikkel 4 nr. 1 punkt (8) (delvis) bygget inn i bestemmelsen som angir investeringstjenestene. Utvalget foreslår å flytte definisjonen ut og ta den inn i en felles bestemmelse som samler definisjonene av de ulike investeringstjenestene. Utvalget bemerker at dette vil gi en mer enhetlig oppbygning av loven og harmonere bedre med oppbygningen av direktivet.

Investeringstjenesten som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 5, *investeringsrådgivning,* kom til ved gjennomføring av MiFID I i 2007. Det gjøres ingen endringer i tjenesten i MiFID II vedlegg I del A. Investeringsrådgivning er definert som personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter, se verdipapirhandelloven § 2-3 første ledd. Definisjonen svarer til MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (4). For så vidt gjelder det nærmere innholdet i bestemmelsen, viser utvalget til Ot.prp. nr. 34 (2006–2007)kapittel 4.5.

Utvalget bemerker imidlertid at det er gitt nærmere regler om investeringsrådgivning i gjennomføringsdirektivet til MiFID I, artikkel 52. Her fremgår det blant annet at det må avgrenses mot bredt anlagte investeringsanbefalinger, som ikke retter seg mot bestemte kunder eller kundegrupper i egenskap av konkrete investorer. I kommisjonsdirektiv 2006/73 artikkel 52 er investeringsrådgivning omtalt slik:

> «For the purposes of the definition of 'investment advice' in Article 4(1)(4) of Directive 2004/39/EC, a personal recommendation is a recommendation that is made to a person in his capacity as an investor or potential investor, or in his capacity as an agent for an investor or potential investor.

That recommendation must be presented as suitable for that person, or must be based on a consideration of the circumstances of that person, and must constitute a recommendation to take one of the following sets of steps:

(a) to buy, sell, subscribe for, exchange, redeem, hold or underwrite a particular financial instrument;

(b) to exercise or not to exercise any right conferred by a particular financial instrument to buy, sell, subscribe for, exchange, or redeem a financial instrument.

A recommendation is not a personal recommendation if it is issued exclusively through distribution channels or to the public.»

Kommisjonsdirektivets artikkel 52 ble ikke innarbeidet i norsk rett, men det ble tatt inn en forskriftsbestemmelse slik at den kunne innarbeides ved behov. Forskriftshjemmelen er ikke benyttet, men kommisjonsdirektivet er lagt til grunn ved praktiseringen av regelverket.

Bestemmelsen i kommisjonsdirektivet videreføres uendret i kommisjonsforordning C(2016) 2398 final artikkel 9[5]. Ettersom kommisjonsforordningen skal gjennomføres ved henvisning i verdipapirforskriften, vil presiseringene heretter fremgå av forskriftsverket.

For så vidt gjelder investeringstjenesten som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 6, «*plassering av offentlige tilbud som nevnt i kapittel 7, plassering av emisjoner, samt garantistillelse for fulltegning av emisjoner eller tilbud om kjøp av finansielle instrumenter*», foreslår utvalget visse endringer. Som nevnt avviker verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 6 fra MiFID I vedlegg I del A (som videreføres uendret i MiFID II). Del A nr. 6 «Underwriting of financial instruments and/or placing of financial instruments on a firm committment basis» og del A nr. 7 «Placing of financial instruments without a firm committment basis», er slått sammen til en tjeneste i det norske regelverket. Samtidig gis det en henvisning til prospektreglene som ikke er gitt i noen av alternativene i vedlegget. Utvalget antar at bakgrunnen for at denne løsningen ble valgt i hovedsak var historisk betinget. Det vises til NOU: 2006: 3 kapittel 2.4.3, som i stor grad henviser til tolkningen av gjeldende rett i begrunnelsen for den valgte løsningen.

Utvalget bemerker at denne gjennomføringen av MiFID I vedlegg I del A nr. 6 og 7 har budt på en del praktiske problemer. Utvalget viser blant annet til at kapitaldekningsreglene stiller ulike krav til kapital for de to tjenestene. Etter direktivene vil foretak som kun yter tjeneste nr. 7 (dvs. foretak som ikke stiller garanti) kunne få reduserte kapitalkrav. Dette skillet lar seg vanskelig gjennomføre i norsk rett når de to tjenestene er slått sammen i en felles bestemmelse. I praksis har dette ført til at høyeste kapitalkrav gjelder for den sammenslåtte tjenesten. I noen tilfeller er det imidlertid truffet enkeltvedtak om redusert kapitalkrav på vilkår om at bare deler av tjenesten utføres. Dette er ikke en heldig løsning. Utvalget viser videre til at det foreligger rapporteringsforpliktelser hvor det skilles mellom de ulike investeringstjenestene, blant annet har ESMA etablert et felles konsesjonsregister, i tråd med MiFID II artikkel 5 nr. 3 annet ledd. Her skal det fremgå hvilke tjenester og virksomheter tillatelsen omfatter. Disse rapporteringsforpliktelsene lar seg ikke oppfylle korrekt så lenge de nasjonale investeringstjenestene ikke speiler opplistingen i vedlegg I, del A. Det gjøres ingen endringer i vedlegget i MiFID II. Utvalget er ikke kjent med at det foreligger forhold i det norske markedet som tilsier at disse investeringstjenestene fortsatt bør være innarbeidet på en annen måte i norsk lovverk enn i resten av Europa. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å splitte investeringstjeneste 6 i to nye tjenester på samme måte som i direktivet. Tjenestene vil etter dette være:

«6) Fulltegningsgaranti for finansielle instrumenter eller plassering av finansielle instrumenter med fulltegningsgaranti.

7) Plassering av finansielle instrumenter der foretaket ikke avgir fulltegningsgaranti.»

Den foreslåtte ordlyden avviker fra den offisielle norske oversettelsen av MiFID I som i vedlegget taler om plassering med eller uten en « fast forpliktelse». Utvalget bemerker at det ut fra denne formuleringen er problematisk å forstå hvilken aktivitet det er tale om. Utvalget har derfor foreslått en ordlyd som ligger tettere opp til terminologien som er brukt i bransjen. Utvalget legger til grunn at oversettelsen kan blir vurdert på nytt ved gjennomføring av MiFID II. Oversettelsen er imidlertid ikke ferdig.

Tjenesten *drift av multilateral handelsfasilitet* (MHF) kom til ved gjennomføring av MiFID I i 2007. MiFID II vedlegg I del A gjør ingen endringer i investeringstjenesten. En multilateral

[5] Commission delegated regulation (EU) of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive

handelsfasilitet er etter verdipapirhandelloven § 2-3, fjerde ledd et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter på forretningsmessig basis. Definisjonen er ment å svare til definisjonen i MiFID I, som videreføres uendret i MiFID II artikkel 4 nr. 1, punkt (22), men med en sterkt forenklet ordlyd. En multilateral handelsfasilitet kan drives av både verdipapirforetak og regulerte markeder. Begge må i tilfelle også ha konsesjon til å yte denne tjenesten. Idet det ikke gjøres noen materielle endringer i regelverket på dette punktet, viser utvalget til NOU 2006: 3 kapittel 8 og Ot.prp. (2006–2007) kapittel 11 for så vidt gjelder det nærmere innholdet i investeringstjenesten. Utvalget foreslår å ta inn definisjonen i ny § 2-8 femte ledd som omhandler verdipapirforetak og handelsplasser, samt å legge ordlyden i definisjonen nærmere MiFID II. Det vises til omtale i kapittel 3.2.2.

MiFID II vedlegg I del A nr. 9, innfører den nye tjenesten *drift av organisert handelsfasilitet (OHF)*. I MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (23) gis det en definisjon av begrepet. Utvalget foreslår å innlemme den nye tjenesten i et nytt punkt 9 i bestemmelsen som angir investeringstjenestene, samt å ta definisjonen av «organisert handelsfasilitet» inn i § 2-8 sammen med definisjonene av verdipapirforetak og handelsplasser. Utvalget viser til behandlingen av den nye handelsplassen i utredningens kapittel 3.

2.3 Tilknyttede tjenester

2.3.1 Gjeldende rett

I tillegg til investeringstjenestene kan verdipapirforetak tilby en eller flere tilknyttede tjenester. Dette er tjenester som også kan tilbys av andre enn verdipapirforetak. Verdipapirforetak er imidlertid underlagt virksomhetsbegrensninger, og kan som utgangspunkt ikke drive annen virksomhet enn investeringstjenester og tilknyttede tjenester, se verdipapirhandelloven § 10-2 første ledd. Verdipapirforetak kan bare yte de tilknyttede tjenestene som fremgår av foretakets tillatelse, se verdipapirhandelloven § 9-1. Foretaket må søke om godkjenning før det kan tilby tilknyttede tjenester ut over det som fremgår av tillatelsen. Bakgrunnen for regelen er at utførelsen av tilknyttede tjenester kan påvirke foretakets utførelse av de konsesjonspliktige tjenestene og risikoen knyttet til virksomheten. For å gjennomføre et tilstrekkelig og effektivt tilsynsarbeid må tilsynsmyndigheten ha oversikt over den totale aktiviteten som utøves av verdipapirforetaket.

Verdipapirhandelloven § 2-1 annet ledd fastslår at følgende er tilknyttede tjenester:

1. oppbevaring og forvaltning av finansielle instrumenter,
2. kredittgivning,
3. rådgivning med hensyn til foretaks kapitalstruktur, industrielle strategi og beslektede spørsmål, samt rådgivning og tjenester i forbindelse med fusjoner og oppkjøp av foretak,
4. tjenester i tilknytning til valutavirksomhet når dette skjer i forbindelse med ytelse av investeringstjenester som definert i første ledd,
5. utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger, finansielle analyser og andre former for generelle anbefalinger vedrørende transaksjoner i finansielle instrumenter,
6. tjenester tilknyttet fulltegningsgaranti,
7. tjenester i tilknytning til underliggende til varederivater og derivater som definert i § 2-2 femte ledd nr. 5, når disse tjenestene har sammenheng med investeringstjenester eller tilknyttede tjenester som nevnt i bestemmelsen her.

Listen over tilknyttede tjenester er ment å svare til listen over slike tjenester i MiFID I vedlegg I del B, selv om ordlyden i noen grad avviker. For så vidt gjelder tilleggstjeneste nr. 2, kredittgivning, har verdipapirhandelloven § 9-6 i tillegg en egen bestemmelse om kredittgivning som ikke har noe motstykke i MiFID I ut over at den dels tar opp i seg MiFID Is angivelse av tilleggstjenesten.

2.3.2 Forventet EØS-rett

Det skjer ingen endringer i de tilknyttede tjenestene i MiFID II vedlegg I del B. For tjeneste nr. 1 presiseres det imidlertid at «safekeeping and administration of financial instruments …» ikke omfatter «maintaining securities accounts at the top tier level». Bakgrunnen for presisering er den nye EU-reguleringen av verdipapirregistre i forordning (EU) nr. 909/2014 (CSDR). Etter CSDR er levering og vedlikehold av verdipapirkontoer på øverste nivå («central maintenance service») en av kjernetjenestene til verdipapirregistre. MiFID II presiserer at denne tjenesten ikke er en tilknyttet tjeneste som kan ytes av verdipapirforetak.

2.3.3 Utvalgets vurderinger

Bortsett fra at tilleggstjeneste nr. 1 får et tillegg, skjer det ingen endringer av tilleggstjenestene i MiFID II. Det er dermed ikke behov for å gjøre materielle endringer i reglene om tilleggstje-

nester. Utvalget viser således til tidligere forarbeider for så vidt gjelder innholdet i de ulike tjenestene.[6]

I *tilleggstjeneste nr.1* presiseres som nevnt at verdipapirforetak ikke kan drive virksomhet som hører inn under verdipapirregistrenes virksomhet. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å ta inn et tillegg i bestemmelsen som presiserer at tilleggstjenesten ikke omfatter virksomhet som krever tillatelse som verdipapirregister etter CSDR.

Utvalget foreslår samtidig at den første delen av bestemmelsen skrives om slik at den passer bedre med direktivets ordlyd. Ordlyden er kraftig kortet ned i den norske loven, uten at det har vært meningen å gi bestemmelsen et annet meningsinnhold. Når tillegget som avgrenser mot virksomhet som verdipapirregister kommer til, mener imidlertid utvalget at det vil lette forståelsen av bestemmelsen å legge ordlyden nærmere direktivet. Utvalget foreslår etter dette at tilleggstjenesten skal omtales som «oppbevaring og administrasjon av finansielle instrumenter på kunders vegne, inkludert forvaltning av kontanter og sikkerhetstillelse, samt andre forvaltningstjenester. Dette omfatter ikke virksomhet som består i levering og vedlikehold av verdipapirkontoer som fastsatt i punkt 2 av del A av vedlegg til forordning (EU) nr. 909/2014.» Bortsett fra presiseringen i tillegget, understreker utvalget at endringen er rent språklig.

For så vidt gjelder *tilleggstjeneste nr. 2* avviker den norske gjennomføringen fra MiFID I. Mens MiFID I vedlegg I del B omtaler tilleggstjenesten som «Yting av kreditt eller lån til en investor slik at vedkommende kan gjennomføre en transaksjon med ett eller flere finansielle instrumenter, når foretaket som yter kreditten eller lånet, deltar i transaksjonen», omtaler § 2-1 annet ledd nr. 2 kun «kredittgivning». I tillegg er det gitt en bestemmelse i § 9-6 som tar opp i seg de vilkår som fremgår av vedlegget til MiFID I. I bestemmelsen stilles også krav om at foretaket skal påse at det stilles betryggende sikkerhet for kreditten, at det ikke foreligger særlige forhold som medfører risiko for at kunden ikke kan gjøre opp for seg og at det ikke gis bedre vilkår for nærmere angitte personer med nærhet til foretaket. Sistnevnte er nasjonale regler uten noe motstykke i MiFID I.

Tilsvarende regler gjelder ikke for utenlandske verdipapirforetak eller for kredittinstitusjoner. I de tidligere forarbeidene foreligger det ingen drøftelse av behovet for å beholde de nasjonale reglene, men tidligere regler om at kreditt bare kunne ytes i en måned drøftes og avvikles. Slik utvalget ser det, er det ingen holdepunkter for at det foreligger særlige forhold i det norske markedet som tilsier at det er behov for strengere regler enn i resten av Europa. Utvalget bemerker at reglene om god forretningsskikk gjelder for tilleggstjenestene. Utvalget legger til grunn at disse reglene vil gi tilstrekkelig kundebeskyttelse. Utvalget er heller ikke i stand til å se at de andre tilleggskravene som stilles i § 9-6 har noen stor praktisk betydning i tillegg til øvrige virksomhetsregler for verdipapirforetakene. Utvalget antar at det vil kunne innebære en konkurranseulempe for de norske foretakene å ha avvikende regler. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at verdipapirhandelloven § 9-6 oppheves og at tilleggstjenesten kredittgivning beskrives i tråd med ordlyden i direktivet, med enkelte språklige forenklinger. Ut fra norsk begrepsbruk, ser ikke utvalget noen situasjon hvor uttrykket «lån» har selvstendig betydning sammen med uttrykket «kreditt». Utvalget foreslår derfor at «kreditt» benyttes som fellesbetegnelse.

For de øvrige tilleggstjenester foreslår utvalget mindre språklige og redaksjonelle endringer.

2.4 Finansielle instrumenter

2.4.1 Innledning

Som nevnt under kapittel 2.1 er fortsatt definisjonen av finansielle instrumenter avgjørende for hva som skal anses som investeringstjenester og utgjør et av koblingsbegrepene som avgjør anvendelsesområdet for regelverket i MiFID II. Direktivets definisjon av finansielle instrumenter benyttes også i en rekke andre direktiver på finansområdet og har dermed betydning også for rettsområder som ikke berøres av denne utredningen.

2.4.2 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd gir en definisjon av finansielle instrumenter som i innhold svarer til oppregningen i MiFID I vedlegg I del C, men med en noe annen struktur. Her fremgår det at finansielle instrumenter er å betrakte som omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater. Det er knyttet nærmere definisjoner til samtlige begreper. Definisjonene fremgår av verdipapirhandelloven § 2-2 annet til femte ledd.

For så vidt gjelder *omsettelige verdipapirer* er hovedkriteriet at verdipapirene etter sin art er om-

[6] Se NOU 2006: 3 kapittel 2.4 som departementet sluttet seg til i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 4.5

settelige. Dette innebærer at avtaler eller vedtektsbestemmelser om omsetningsbegrensninger ikke vil være avgjørende for om verdipapiret anses som omsettelig. Det avgjørende er om instrumentet kan omsettes på kapitalmarkedet. Bestemmelsen nevner eksempler på verdipapirer som er å regne som omsettelige, uten at eksemplene er ment å danne noen uttømmende liste. Disse er:

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.

I MiFID I art. 4 nr. 1 punkt (18) fremgår det imidlertid uttrykkelig at omsettelige verdipapirer, valuta, rentesatser eller renteavkastning, varer eller andre indekser eller mål kan være underliggende for verdipapirer som gir rett til kontant oppgjør (nr. 3 over). Definisjonen i verdipapirhandelloven er ment å gjennomføre MiFID I, selv om ordlyden er mindre omfattende.

Verdipapirfondsandeler er i henhold til bestemmelsens tredje ledd andeler som omfattes av verdipapirfondloven eller verdipapirer som kan sidestilles med slike andeler. Sistnevnte er for eksempel andeler i alternative investeringsfond. Definisjonen av verdipapirfond har ikke noe motstykke i MiFID I. MiFID I benytter heller ikke begrepet verdipapirfondsandeler i sin oppregning av de finansielle instrumentene, men «andeler i innretning for kollektiv investering».

Pengemarkedsinstrumenter er i henhold til bestemmelsens fjerde ledd de klasser av instrumenter som normalt omsettes i pengemarkedet, som sertifikater og innskuddsbevis. Definisjonen svarer til MiFID I artikkel 4 nr. 1 punkt (19).

For så vidt gjelder *derivater*, er definisjon i MiFID I gjennomført i § 2-2 femte ledd. Varederivater er omhandlet i § 2-2 femte ledd nr. 2, og er videre definert i verdipapirforskriften § 2-1 første ledd. Andre derivater som nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5 er nærmere definert i verdipapirforskriften § 2-1 tredje ledd. Dette er derivater med blant annet klimavariasjoner, fraktrater, utslippstillatelser og inflasjonstakt som underliggende. En nærmere omtale av derivater er gitt i kapittel 4.

2.4.3 Forventet EØS-rett

Det gjøres ingen endringer i MiFID II vedlegg I del C for så vidt gjelder omsettelige verdipapirer, pengemarkedsinstrumenter og andeler i foretak for kollektive investeringer.

MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (45) gir imidlertid en *ny definisjon av depotbevis*. Depotbevis er et av eksemplene på finansielle instrumenter som er å regne som omsettelige verdipapirer. Etter den nye bestemmelsen er depotbevis:

> «securities which are negotiable on the capital market and which represent ownership of the securities of a non-domiciled issuer while being able to be admitted to trading on a regulated market and traded independently of the securities of the non-domiciled issuer»

Definisjonen er ikke nærmere omtalt i fortalen til direktivet.

Definisjonen av pengemarkedsinstrumenter videreføres uendret i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (17). Definisjonen av *omsettelige verdipapirer* videreføres uendret i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (44).

Børshandlede fond defineres videre i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (46). Definisjonen er ny:

> «a fund of which at least one unit or share class is traded throughout the day on at least one trading venue and with at least one market maker which takes action to ensure that the price of its units or shares on the trading venue does not vary significantly from its net asset value and, where applicable, from its indicative net asset value»

Definisjonen av etterprioriterte obligasjoner (certificates) er også ny i MiFID II, og finnes i artikkel 4 nr. 1 punkt (47), som viser til MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (27). Etter denne bestemmelsen er etterprioriterte obligasjoner:

> «those securities which are negotiable on the capital market and which in case of a repayment of investment by the issuer are ranked above shares but below unsecured instruments and other similar instruments»

Strukturerte finansielle produkter er definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (48), som viser til MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (28). Definisjonen lyder:

> «those securities created to securitise and transfer credit risk associated with a pool of financial assets entitling the security holder to

receive regular payments that depend on the cash flow from the underlying assets»

Strukturerte finansielle produkter er nærmere omtalt i fortalen til MiFIR punkt 15.

MiFID II gjør enkelte endringer i definisjonen av derivater. Noen av endringene kommer som følge av at clearingplikt pålegges gjennom EMIR, og derfor ikke lenger er nødvendig å ta inn i definisjonen av derivater som finansielle instrumenter. Definisjonen utvides også, slik at flere derivater som ikke tidligere har vært ansett som varederivater, fremover vil omfattes av definisjonen. Hvilke derivater som anses som varederivater, fremkommer av MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (30). Disse endringene er nærmere omtalt i kapittel 4.2.

Utslippskvoter som er omfattet av kvotedirektivet (direktiv 2003/87/EU), skal etter MiFID II anses som finansielle instrumenter, og er tatt inn i Vedlegg I del C nr. 11. Disse er også omtalt nærmere i kapittel 4.2.

2.4.4 Utvalgets vurderinger

2.4.4.1 Finansielle instrumenter generelt

For omsettelige verdipapirer, pengemarkedsinstrumenter og andeler i innretning for kollektive investeringer gjøres det ingen endringer MiFID II vedlegg I del C. De ulike finansielle instrumentene ble utførlig omtalt i forarbeidene til gjeldende verdipapirhandellov. Utvalget viser til NOU 2006: 3 kapittel 2.5 for så vidt gjelder omtalen av de enkelte finansielle instrumentene.

Utvalget foreslår imidlertid enkelte endringer av språk og oppbygning, blant annet foreslår utvalget å løfte definisjonene av omsettelige verdipapirer og pengemarkedsinstrumenter ut av bestemmelsen som angir de finansielle instrumentene. Utvalget mener at dette gir en mer oversiktlig lovtekst, samtidig som systematikken i loven legges tettere opp til systematikken i MiFID II.

Noen uttrykkelig definisjon av «*andeler i innretning for kollektive investeringer*» finnes hverken i MiFID I eller i MiFID II. I den norske loven er det imidlertid tatt inn en definisjon av «verdipapirfondsandeler». I forarbeidene til verdipapirhandelloven er det lagt til grunn at det den nærmere avgrensningen vil bero på en konkret vurdering. Det fremgår imidlertid klart at hensikten med å benytte begrepet «verdipapirfondsandeler» ikke har vært å avgrense mot kollektive investeringer som avviker fra fondsstrukturene som finnes i det norske markedet. Utvalget bemerker at det finnes utenlandske fondskonstruksjoner som er organisert slik at de har likhetstrekk med aksjeselskaper, se for eksempel MiFID II artikkel 25 nr. 4 bokstav a) underpunkt (i). Selv om hverken norske fond eller spesialfond er konstruert på denne måten, mener utvalget det er hensiktsmessig at definisjonen passer også for de utenlandske konstruksjonene. Kommisjonen kan gi delegerte rettsakter som ytterligere presiserer definisjonene av de ulike finansielle instrumentene blant annet i lys av markedsutviklingen. I lys av denne muligheten synes det lite hensiktsmessig å operere med en definisjon uten noe motstykke i MiFID II. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å oppheve verdipapirhandelloven § 2-2 tredje ledd, samt å endre første ledd nr. 2 til «andeler i innretning for kollektive investeringer». Det understrekes at forslaget ikke innebærer noen materielle endringer.

Som nevnt under punkt 2.4.2 videreføres definisjonen av *omsettelige verdipapirer* uendret i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (44). Definisjonen i verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd avviker imidlertid fra definisjonen i MiFID I. Mens artikkel 4 nr.1 punkt (44) bokstav c) omtaler «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», taler den norske definisjonen om «alle andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapirer eller som gir rett til kontant oppgjør». I den norske teksten er altså ikke eksemplene på underliggende for alternativet «or giving rise to a cash settlement» tatt med. Bakgrunnen for valget er nærmere omtalt i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) i kapittel 4.5.

> «Departementet er enig med utvalget i at omsettelighet på kapitalmarkedet må være et inngangsvilkår for at verdipapiret skal anses som omsettelig. Departementet er av den oppfatning at et verdipapir anses omsettelig på kapitalmarkedet, dersom verdipapiret etter sin art er omsettelig. Det vises til departementets vurdering i Ot.prp. nr. 69 (2004–2005) om gjennomføring av prospektdirektivet pkt. 3.3.3, hvor det gis uttrykk for tilsvarende synspunkter. Det er altså ikke avgjørende i seg selv at verdipapiret rent faktisk ikke er omsettelig.
>
> Som følge av utvalgets utkast til § 2-2 annet ledd nr. 3, antar departementet at definisjonen av omsettelige verdipapirer er noe videre enn etter gjeldende rett. Utkastet § 2-2 annet ledd nr. 3, omfatter «alle andre verdipapirer» som

gir rett til å erverve eller selge omsettelige verdipapirer, eller som gir rett til kontant oppgjør beregnet med referanse til underliggende omsettelig verdipapir, valuta, rente, varer eller andre indekser eller mål. Som blant annet Kredittilsynet har påpekt, vil det kunne oppstå avgrensningsproblemer mot ulike typer av derivater. Departementet viser til at derivater også regnes som finansielle instrumenter, men at det for eksempel i forhold til verdipapirhandellovens regler om prospektplikt er avgjørende om man står overfor et omsettelig verdipapir. I forhold til derivater vil det således være spørsmålet om derivatkontrakten er omsettelig på kapitalmarkedet, som er avgjørende for om den faller inn under utkastet § 2-2 annet ledd nr. 3 (som et omsettelig verdipapir) eller under § 2-2 første ledd nr. 4 jf. femte ledd (derivater). I motsetning til under gjeldende rett kan etter omstendighetene varederivater regnes som et omsettelig verdipapir. Etter det departementet er kjent med, er imidlertid handelen med varederivater i Norge i dag organisert på en slik måte at derivatkontrakten som sådan ikke er gjenstand for omsetning, men inngås og stenges i forhold til en sentral motpart. Departementet viser for øvrig til utvalgets drøftelse i NOU 2006: 3 pkt. 2.5.2.3.

Departementet viser for øvrig til at MiFID – i motsetning til ISD – ikke inneholder en uttømmende definisjon av begrepet omsettelige verdipapirer. Omsettelige verdipapirer defineres som de klasser av verdipapirer som kan omsettes på verdipapirmarkedet, herunder de nærmere angitte verdipapirklasser angitt i direktivets artikkel 4 (1) nr. 18 litra a) til c). Det kan derfor ikke utelukkes at det vil kunne finnes eller oppstå andre typer omsettelige verdipapirer enn de som er nevnt i direktivet og i den norske lovbestemmelsen som gjennomfører direktivet. Departementet legger til grunn at det aktuelle instrumentets omsettelighet på et «kapitalmarked» vil være et sentralt moment i en slik vurdering …»

Her fremgår det at det tas sikte på å gjennomføre direktivet, men med en noe mindre detaljert ordlyd. Utvalget foreslår at bestemmelsen endres, slik at definisjonen legges nærmere direktivets ordlyd. Dette er etter utvalgets syn nødvendig, blant annet fordi MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (29) og (30) henviser til MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (44), bokstav c) i sin definisjon av derivater og varederivater.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn å endre punkt c) i definisjonen av omsettelige verdipapirer slik at den omtaler alle andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapirer eller som gir rett til kontant oppgjør avregnet mot omsettelige verdipapirer, valutaer, rentesatser eller renteavkastning (yield), varer eller andre indekser eller mål.

Som det fremgår over, er depotbevis inkludert i definisjonen av omsettelige verdipapirer. Utvalget foreslår å ta inn en definisjon av *depotbevis* som svarer MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (45) i bestemmelsen om definisjoner knyttet til finansielle instrumenter. Utvalget foreslår at depotbevis defineres som verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, som representerer eierskap til verdipapirer utstedt av en utenlandsk utsteder, og som kan tas opp til handel på regulert marked og handles uavhengig av verdipapirene utstedt av den utenlandske utstederen.

Utvalget foreslår å videreføre definisjonen av pengemarkedsinstrumenter i utkastet § 2-4 første ledd nr. 3. Videre foreslås det å ta de nye definisjonene av børshandlede fond, etterprioriterte obligasjoner og strukturerte finansielle produkter inn i samme bestemmelse, se utkastet § 2-4 første ledd 4, 5 og 6. Utvalget bemerker at strukturerte finansielle produkter i denne sammenheng ikke må forveksles med det som ofte blir omtalt som sammensatte eller strukturerte produkter i sparemarkedet.

Når det gjelder varederivater, foreslår utvalget i tråd med ovennevnte at definisjonene i sin helhet tas inn i loven. Dette medfører at verdipapirforskriften § 2-1 ikke lenger er nødvendig. Utvalget viser for øvrig til vurderingene som fremkommer i kapittel 4.2.

MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (29) definerer *derivater* som finansielle instrumenter som omtalt i MiFID artikkel 4 nr. 1, punkt (44) bokstav c) samt vedlegg, del C nr. 4–10. Ettersom definisjonen av derivater vil fremgå av lovbestemmelsene som står i MiFIR, er ytterligere lovbestemmelser ikke nødvendig. For å lette fremstillingen, foreslår utvalget likevel å ta inn en henvisning til relevant bestemmelse i MiFIR i utkastet til lovteksten, slik MiFID II også gjør.

2.4.4.2 Særskilt om andeler i ansvarlige selskaper

Det har flere ganger vært vurdert om andeler i ansvarlige selskaper er å betrakte som omsettelige verdipapirer etter MiFID I. Med ansvarlige selskaper menes selskaper regulert i selskapsloven av 21. juni 1985 § 1-2 første ledd bokstav a, b, c, og e

(det vil si kommandittselskap (KS), ansvarlig selskap (ANS), selskap med delt deltakeransvar (DA) og indre selskap (IS)). I Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel. 4.5 ble det lagt til grunn at slike andeler faller utenfor definisjonen av omsettelige verdipapirer under henvisning til konklusjonene i NOU 2006: 3 hvor utvalget under punkt 2.5.2 uttalte:

> «Ordlyden i direktivet art. 4 nr. 1 nr. 18 bokstav a) kan ved første øyekast synes å omfatte alle selskapsandeler, ikke bare aksjer og verdipapirer som kan sidestilles med aksjer. Det synes likevel bare å være aksjer og verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, som er omsettelige verdipapirer etter bokstav a. Passussen «in companies, partnerships or other entities» synes bare å være en presisering av at selskapsform ikke har betydning, såfremt andelene for øvrig kan sidestilles med aksjer («equivalent to shares»).»

I Prop. 107 L (2011–2012) ble spørsmålet kommentert på nytt med samme konklusjon. Her fremholdes det at spørsmålet synes å være forskjellig behandlet i ulike EØS-stater. Frankrike og Spania har lagt til grunn at slike andeler er å betrakte som omsettelige verdipapirer, mens Tyskland og Sverige har lagt til grunn samme forståelse som i Norge. Spørsmålet var således uklart under MiFID I og er fortsatt uavklart etter gjennomføring av MiFID II.

I nevnte utredninger ble det også vurdert om andeler i ansvarlige selskaper bør innlemmes i definisjonen av finansielle instrumenter etter nasjonale regler. Bakgrunnen for dette er i korte trekk at behovene for regulering av mellommannsvirksomhet knyttet til omsetning av slike andeler i massemarkedet i stor grad er de samme som ved omsetning av finansielle instrumenter. I begge tilfeller har lovgiver landet på at en slik løsning kan være vanskelig, fordi uttrykket finansielle instrumenter benyttes som koblingsbegrep i en lang rekke lover, slik at konsekvensene av en utvidelse av definisjonen vil kreve en grundig utredning.

Utvalget bemerker at «finansielle instrumenter» er et sentralt koblingsbegrep i nær sagt alle direktiver og forordninger på finansområdet. Slik utvalget ser det, vil det derfor være uheldig å innføre nasjonale regler som innebærer en definisjon som avviker fra i EØS-regelverket. Etter utvalgets syn er det heller ikke behov for å foreta noen slik endring, fordi det allerede er gjennomført tilfredsstillende regulering. Etter dagens regler kan tjenester tilsvarende verdipapirhandellovens investeringstjenester, som ytes på forretningsmessig basis i forbindelse med andeler i ansvarlige selskaper, bare ytes av foretak som har tillatelse til å yte slike tjenester etter verdipapirhandelloven.

Det er som nevnt et uavklart spørsmål i EØS-retten om nevnte selskapsandeler er, eller ikke er, omsettelige verdipapirer. Inntil en slik avklaring eventuelt foreligger ser ikke utvalget behov for å foreslå endringer i gjeldende regulering. Utvalget foreslår dermed at reglene i verdipapirhandelloven § 9-1 tredje og fjerde ledd opprettholdes uten materielle endringer. Det legges til at en rekke av de andelene det er tale om nå omfattes av regelverket knyttet til alternative investeringsfond, slik at dette spørsmålet har fått mindre betydning. Det vises til utkast til verdipapirhandellov § 9-1 tredje og fjerde ledd.

2.5 Nye regler for strukturerte innskudd

2.5.1 Gjeldende rett

Strukturerte innskudd er en av flere former for sammensatte spareprodukter som har vært tilbudt massemarkedet. Et strukturert innskudd er satt sammen av en innskuddsdel og en derivatdel der kundens avkastning er knyttet til kursutviklingen i en eller flere underliggende størrelser, for eksempel indekser, finansielle instrumenter, varer eller valutaer. Bankinnskudd med aksjeavkastning (BMA) er ett eksempel på et slikt produkt. Slike produkter har i praksis ikke vært solgt til ikke-profesjonelle investorer i det norske markedet etter 2008.

Sammensatte produkter er en fellesbetegnelse på strukturerte innskudd og på finansielle instrumenter som er satt sammen av en obligasjonsdel og en derivatdel, som for eksempel aksjeindekserte obligasjoner. Strukturerte innskudd er, i motsetning til blant annet aksjeindekserte obligasjoner, ikke å betrakte som finansielle instrumenter, og faller derfor som utgangspunkt utenfor virkeområdet til verdipapirhandelloven. Dersom et verdipapirforetak for eksempel yter rådgivning i tilknytning til strukturerte innskudd, vil det likevel være underlagt kravene til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven § 10-11 første ledd, siden dette kravet gjelder for hele virksomheten. Dette innebærer blant annet at foretaket skal påse at kundens interesser og markedets integritet blir ivaretatt på beste måte.

Finansforetakenes virksomhet knyttet til sammensatte produkter, herunder strukturerte innskudd, er regulert av finansforetaksforskriften

§ 16-2. Bestemmelsen fastsetter en lang rekke opplysningsplikter for finansforetakene når de tilbyr disse produktene. I tillegg gjelder verdipapirforskriften kapittel 10 tilsvarende for salg og rådgivning av sammensatte produkter, med unntak av forskriften § 10-19, § 10-21 til § 10-24 og § 10-31 til § 10-37. Finansforetaksforskriften § 16-2 viderefører reglene i forskrift 25. september 2006 om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter.

2.5.2 Forventet EØS-rett

MiFID II artikkel 1 nr. 4 innfører regler som fastsetter at en rekke av bestemmelsene i direktivet skal gjelde når verdipapirforetak og kredittinstitusjoner selger eller gir råd om strukturerte innskudd. Dette gjelder artikkel 9 nr. 3, 14 og 16 nr. 2, 3 og 6 (krav til foretakets ledelse og organisering av foretaket), artikkel 23 til 26, 28 og 29 med unntak av andre ledd annet avsnitt og artikkel 30 (ulike krav knyttet til god forretningsskikk og bestemmelsene om tilknyttede agenter) og artikkel 67 til 75 (tiltak og sanksjoner). I fortalen til direktivet avsnitt 39 og 40 er bakgrunnen for utvidelsen drøftet. Her fremgår det at formålet med utvidelsen av direktivets anvendelsesområde er å styrke investorbeskyttelsen og sørge for at den regulatoriske behandlingen av ulike strukturerte produkter blir mer enhetlig. Her heter det:

> «(39) Structured deposits have emerged as a form of investment product but are not covered under any legislative act for the protection of investors at Union level, while other structured investments are covered by such legislative acts. It is therefore appropriate to strengthen the confidence of investors and to make regulatory treatment concerning the distribution of different packaged retail investment products more uniform in order to ensure an adequate level of investor protection across the Union. For that reason, it is appropriate to include in the scope of this Directive structured deposits. In this regard, it is necessary to clarify that since structured deposits are a form of investment product, they do not include deposits linked solely to interest rates, such as Euribor or Libor, regardless of whether or not the interest rates are predetermined, or whether they are fixed or variable. Such deposits should therefore be excluded from the scope of this Directive.
>
> (40) The application of this Directive to investment firms and credit institutions when selling or advising clients in relation to structured deposits, should be understood as when acting as intermediaries for those products issued by credit institutions that can take deposits in accordance with Directive 2013/36/EU.»

Fortalen understreker således at direktivets regler om salg og rådgivning knyttet til strukturerte innskudd skal gjelde alle situasjoner hvor verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen opptrer som mellommann for slike produkter utstedt av kredittinstitusjon som kan motta innskudd. Fortalen understreker videre at strukturerte innskudd ikke omfatter innskudd hvor avkastningen utelukkende er knyttet til renter, for eksempel Euribor eller Libor. MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (43)[7] gir følgende definisjon av strukturerte innskudd:

> «(43) 'structured deposit' means a deposit as defined in point (3) of Article 2(1) of Directive 2014/49/EU of the European Parliament and of the Council, which is fully repayable at maturity on terms under which interest or a premium will be paid or is at risk, according to a formula involving factors such as:
> (a) an index or combination of indices, excluding variable rate deposits whose return is directly linked to an interest rate index such as Euribor or Libor;
> (b) a financial instrument or combination of financial instruments;
> (c) a commodity or combination of commodities or other physical or non-physical non-fungible assets; or
> (d) a foreign exchange rate or combination of foreign exchange rates;»

Bestemmelsen henviser således til innskuddsgarantidirektivets definisjon av innskudd.

2.5.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II artikkel 1 nr. 4 fastsetter at en rekke av direktivets regler skal gjelde når verdipapirforetak og kredittinstitusjoner selger eller gir råd om strukturerte innskudd. Dette gjelder i første rekke regler om investorbeskyttelse og flere organisatoriske regler. Utvalget ser det som positivt at direktivet tilstreber større grad av likebehandling

---

[7] Henvisningen til direktiv 2014/49 i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 43 er korrigert ved Corrigendum to Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EU and Directive 2011/61/EU, publisert i Official Journal 13.7.2016.

av ulike strukturerte produkter. Utvalget legger til grunn at det vil kunne være behov for en nærmere avklaring av hva som omfattes av begrepet «salg og rådgivning». Fortalen til MiFID II gir en viss veiledning idet det understrekes at «salg og rådgivning» skal omfatte enhver mellommannsvirksomhet knyttet til slike produkter. Sammenhengen i regelverket tilsier også at uttrykket «salg» tolkes vidt. Det vises til uttalelsene i forbindelse med presiseringen i definisjonen av investeringstjenesten «utførelse av ordre på vegne av kunde» hvor det legges til grunn at «salg» skal omfatte alle situasjoner der foretaket distribuerer finansielle instrumenter som de selv har utstedt, se omtalen i kapittel 2.2.2.3. Utvalget legger til grunn at grenseoppgangen knyttet til anvendelsesområdet for reglene vil måtte fastlegges i praksis. Utvalget foreslår at en lovbestemmelse som tilsvarer MiFID II artikkel 1 nr. 4 gjennomføres i lovens § 9-5, i tilknytning til de foreslåtte reglene om lovens anvendelse for kredittinstitusjoner.

I artikkel 4 nr. 1 punkt (43) er det gitt en definisjon av strukturerte innskudd som henviser til alternativ 3) i innskuddsgarantidirektivet artikkel 2 nr. 1. Innskuddsgarantidirektivet er ikke innlemmet i EØS-avtalen. Lovregler som gjennomfører direktivet er imidlertid under utarbeidelse og direktivteksten forutsettes innlemmet i EØS-avtalen. Idet det ikke finnes noen lovbestemmelse som korresponderer med nevnte direktivbestemmelse må utvalget utarbeide et forslag med utgangspunkt i MiFID II, men uten å foreta noen henvisning til innskuddsgarantidirektivet. Utvalget foreslår en definisjon der det fremgår at et strukturert innskudd er et innskudd hvor hovedstolen skal tilbakebetales i sin helhet ved forfall, men hvor avkastningen er avhengig av utviklingen i nærmere bestemte aktiva. Definisjonen foreslås tatt inn i § 2-9 første ledd.

Utvalget viser for øvrig til at finansforetaksforskriften § 16-2 første ledd, som regulerer finansforetaks salg og rådgivning av sammensatte produkter, vil måtte vurderes i lys av gjennomføringen av MiFID IIs regler om strukturerte innskudd. Det anses naturlig å gjøre dette i forbindelse med gjennomgangen av verdipapirforskriften.

2.6 Virksomhet unntatt fra krav om konsesjon

2.6.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 9-1 regulerer krav om tillatelse til å yte investeringstjenester. Bestemmelsens første ledd fastslår at investeringstjenester som ytes på forretningsmessig basis, bare kan ytes av foretak som har tillatelse til dette fra departementet. I tillatelsen skal det angis hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester verdipapirforetaket kan yte. Dersom foretaket vil tilby andre tilknyttede tjenester etter at tillatelse er gitt må det innhente tillatelse fra Finanstilsynet.

Verdipapirhandelloven § 9-2 gir regler om unntak fra kravet om tillatelse. Bestemmelsen er ment å gjennomføre MiFID I artikkel 2 som gir unntak fra virkeområdet for direktivet. Verdipapirhandelloven § 9-2 første ledd unntar *nærmere angitte foretak* fra lovens virkeområde. Dette gjelder blant annet Norges Bank, Folketrygdfondet, offentlige myndigheter som forvalter offentlig gjeld, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, alternative investeringsfond og depotmottakere for verdipapirfond. I tillegg omfattes ulike pensjonsinnretninger.

Verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd gir unntak for foretak som *utøver investeringstjenester og investeringsvirksomhet i nærmere bestemte situasjoner* som ellers ville vært omfattet av regelverket. Dette gjelder blant annet tilfeller der investeringstjenester ytes leilighetsvis i forbindelse med annen lovregulert eller selvregulert yrkesvirksomhet, bare ytes overfor selskap innen samme konsern, eller som ledd i forvaltning av en ordning for arbeidstakernes midler (eller en kombinasjon av de to sistnevnte), eller bare driver investeringsrådgivning under utøvelsen av annen yrkesvirksomhet forutsatt at det ikke ytes særskilt vederlag for investeringsrådgivningen.

I § 9-2 annet ledd nr. 6–9 gjøres en rekke unntak knyttet til handel i varederivater. Disse er nærmere omtalt i kapittel 4.3.

I § 9-2 annet ledd nr. 10 gjøres ytterligere unntak for den som kun yter tjenester knyttet til andeler i ansvarlige selskaper etter § 9-1 tredje ledd overfor kunder som påtar seg et samlet forpliktet investeringsbeløp som minst svarer til 5 000 000 norske kroner, eller overfor kunder som omfattes av verdipapirforskriften § 10-1 jf. § 10-2 (profesjonelle kunder). Sistnevnte unntak er knyttet til verdipapirhandelloven § 9-1 tredje og fjerde ledd som kom inn i loven i 2013. Her gis det nasjonale regler om at tjenester som tilsvarer investeringstjenestene i verdipapirhandelloven, men som blir ytt i forbindelse med nærmere angitte andeler i selskaper definert i selskapsloven, kun kan ytes av foretak som har tillatelse til å yte slike investeringstjenester for finansielle instrumenter. Verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 10 gir enkelte unntak fra krav til tillatelse for slike foretak.

Verdipapirhandelloven § 9-2 tredje ledd fastsetter at departementet kan gi utfyllende forskrifter om unntakene.

Verdipapirhandelloven § 1-3 fastsetter at det kan utferdiges forskrifter om at foretak med begrenset tjenestespekter skal kunne unntas fra enkelte av bestemmelsene i loven dersom foretaket ikke besitter kundemidler og kun driver investeringsrådgivning og/eller mottak og formidling av ordre i forbindelse med omsettelige verdipapirer og verdipapirfondsandeler. Forutsetningen er at ordre bare formidles til verdipapirforetak eller kredittinstitusjon med adgang til å yte investeringstjenester i Norge, eller til forvaltningsselskap for verdipapirfond med adgang til å drive verdipapirfondsforvaltning i Norge. Forskriftshjemmelen er gitt i medhold av MiFID I artikkel 3, men med avvikende utforming.

Forskriftshjemmelen er benyttet. I verdipapirforskriften § 1-3 gis det unntak fra enkelte av bestemmelsene som gjennomfører MiFID I for foretak med begrenset tjenestespekter. Dette gjelder foretak som ikke besitter kundemidler og som *utelukkende yter investeringsrådgivning i tilknytning til bedriftsoppkjøp, forretningsstrategi og lignende.*

2.6.2 Forventet EØS-rett

MiFID II omfatter verdipapirforetak som yter investeringstjenester overfor tredjemann og driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis. Direktivet inneholder imidlertid viktige unntaksbestemmelser som medfører at nærmere bestemte former for virksomhet og visse foretak likevel ikke omfattes av direktivets virkeområde. Disse unntakene fremgår av artikkel 2 og 3. Unntakene i artikkel 2 er obligatoriske minimumsunntak som alle EØS-land er pliktige til å innarbeide i sin nasjonale lovgivning, mens artikkel 3 åpner for at landene kan gjøre unntak fra direktivet for visse typer virksomhet (frivillige unntak). Mange av unntakene som fremgår av artikkel 2, er en videreføring av MiFID I og er således gjennomført i norsk rett allerede. Nye unntak kommer imidlertid til og i noen unntak gjøres vesentlige endringer. Det siste gjelder først og fremst unntakene knyttet til handel for egen regning (som ikke er uttrykkelig gjennomført i norsk rett) og til derivathandel. Adgangen til å gjøre frivillige unntak etter artikkel 3 snevres dessuten vesentlig inn.

Artikkel 2 gir unntak fra MiFID II for nærmere angitte *institusjoner* og for foretak som *utøver investeringstjenester og investeringsvirksomhet i nærmere bestemte situasjoner* som ellers ville vært omfattet av regelverket.

For så vidt gjelder *institusjoner omfattet av unntaket*, gjøres kun enkelte, mindre endringer. For det første endres artikkel 2 nr. 1 bokstav h) (tidligere bokstav j) for å ta høyde for institusjoner som er opprettet i kjølvannet av finanskrisen. Tillegget i bokstav h) gjør unntak for:

> «… international financial institutions establishhed by two or more Member States which have the purpose of mobilising funding and providing financial assistance to the benefit of their members that are experiencing or threatened by severe financing problems»

Bestemmelsen fastslår således at institusjoner som er opprettet av to eller flere medlemsland for å gi finansielle bistand til medlemmer som opplever alvorlige finansielle problemer, ikke er omfattet av direktivet. I fortalen punkt (33) klargjøres det hvilke institusjoner det kan være tale om. Her henvises det til:

> «… international bodies of which two or more Member States are members and which have the purpose of mobilising funding and providing financial assistance to the benefit of their members that are experiencing or threatened by severe financing problems, such as the European Stability Mechanism.»

For det andre innlemmes foretak som har konsesjon som verdipapirregistre i listen over institusjoner som unntas fra direktivet i en ny bokstav o). Bakgrunnen for utvidelsen er at det er innført nytt, felles-europeisk regelverk på området, Central Securities Depositories Regulation.[8] Før denne reguleringen var det ikke felles-europeisk regulering av verdipapirregistre.

MiFID I artikkel 2 nr. 1 bokstav b), c) e), f) og j) gir unntak for visse *aktiviteter eller handlinger* som ellers ville vært omfattet av direktivet. Dette gjelder tilfeller der investeringstjener ytes ved enkelte anledninger som ledd i annen lovregulert eller selvregulert yrkesvirksomhet, tilfeller der det bare ytes investeringstjenester overfor selskap innen samme konsern, tilfeller der investeringstjenester bare ytes som ledd i forvaltning av en ordning for arbeidstakeres midler og yting av investe-

[8] Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012

ringsrådgivning under utøvelsen av annen yrkesvirksomhet forutsatt at det ikke ytes særskilt vederlag for investeringsrådgivningen. Bestemmelsene videreføres uendret i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav b), c), f), g) og k).

MiFID I artikkel 2 nr. 1 bokstav d) som gir *unntak knyttet til handel for egen regning*, ble ikke ansett nødvendig å gjennomføre i norsk rett. Nå gjøres det imidlertid viktige endringer i bestemmelsen. Etter dagens regel unntas all egenhandel som ikke er ledd i prisstillelse eller systematisk internalisering fra direktivet, for alle som ikke yter andre investeringstjenester enn egenhandel. I MiFID II snevres unntaket betydelig inn.

For den som driver handel for egen regning i andre finansielle instrumenter enn varederivater, utslippskvoter og derivater på slike, innebærer endringene i unntaket i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d) at egenhandel blir konsesjonspliktig virksomhet i flere situasjoner enn i dag. Unntaket omfatter etter endringen:

> «persons dealing on own account in financial instruments other than commodity derivatives or emission allowances or derivatives thereof and not providing any other investment services or performing any other investment activities in financial instruments other than commodity derivatives or emission allowances or derivatives thereof unless such persons:
> (i) are market makers;
> (ii) are members of or participants in a regulated market or an MTF or have direct electronic access to a trading venue;
> (iii) apply a high-frequency algorithmic trading technique; or
> (iv) deal on own account when executing client orders;
> Persons exempt under points (a), (i) or (j) are not required to meet the conditions laid down in this point in order to be exempt.»

Utvidelsen innebærer at alle *som driver egenhandel som en investeringstjeneste overfor tredjemann eller investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis*, faller inn under MiFID II hvis de er prisstiller, er medlem eller deltaker på et regulert marked eller en MHF, eller har direkte elektronisk tilgang til en handelsplattform, bruker høyfrekvente algoritmer som handelsteknikk eller som handler for egen regning ved utførelse av kundeordre, uavhengig av om de yter andre investeringstjenester.

For handel for egen regning i varederivater, utslippskvoter og derivater på slike, gis det endrede regler i artikkel 2 nr. 1 bokstav j). Det gis i tillegg egne regler for den som opererer i markedet for utslippskvoter og for systemoperatører i kraftmarkedet, se artikkel 2 nr. 1 bokstav e) og n). De nye reglene innebærer at unntakene for egenhandel snevres betydelig inn ved handel i varederivatmarkedet. Disse bestemmelsene behandles i kapittel 4.3 om varederivater.

MiFID I artikkel 3 åpner for at landene kan gjøre unntak fra direktivet for foretak som ikke kan besitte klientmidler eller komme i gjeld til sine kunder, og som bare kan utføre investeringstjenestene ordreformidling og/eller investeringsrådgivning i tilknytning til omsettelige verdipapirer og fondsandeler. Unntak forutsetter videre at formidling i tilfelle bare kan skje til nærmere angitte foretak (herunder verdipapirforetak, forvaltningsselskap for verdipapirfond og kredittinstitusjoner). Foretaket som gis unntak, må i tillegg være regulert på nasjonalt nivå.

I MiFID II endres artikkel 3 på flere vesentlige punkter. For det første gir artikkel 3 nr. 1 bokstav d) og e) nye regler om adgang til å gi unntak for foretak som yter investeringstjenester i tilknytning til varer, utslippskvoter og/eller derivater på slike i nærmere angitte situasjoner og til nærmere angitte klienter. Disse bestemmelsene er omtalt i kapittel 4.3.

For det annet strammes adgangen til å gi unntak etter bestemmelsen inn. Det stilles således et nytt krav om at foretaket må være *autorisert* på nasjonalt nivå, i tillegg til å være undergitt nasjonale regler for at unntak skal kunne gis etter bestemmelsen.

Det stilles videre krav om at de nasjonale reglene som gjelder for foretaket skal være minst like strenge som nærmere angitte regler knyttet til autorisasjon og tilsyn, god forretningsskikk og organisering av virksomheten som bestemmelsene i MiFID II.

Endelig stilles det krav om at foretaket må være medlem av en investorkompensasjonsordning eller har en skadeforsikringsordning som sikrer foretakets klienter.

Innstrammingen er nærmere omtalt i fortalen til MiFID II punkt 42. Det heter:

> «In order to strengthen the protection of investors in the Union, it is appropriate to limit the conditions under which Member States may exclude the application of this Directive to persons providing investment services to clients who, as a result, are not protected under this Directive. In particular, it is appropriate to require Member States to apply requirements at

least analogous to the ones laid down in this Directive to those persons, in particular during the phase of authorisation, in the assessment of their reputation and experience and of the suitability of any shareholders, in the review of the conditions for initial authorisation and on-going supervision as well as on conduct of business obligations.

In addition, persons excluded from the application of this Directive should be covered under an investor compensation scheme recognised in accordance with Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council (1) or professional indemnity insurance ensuring equivalent protection to their clients in the situations covered under that Directive.»

Som tidligere kan ikke foretak som har unntak etter denne bestemmelsen drive grensekryssende virksomhet eller filialvirksomhet etter bestemmelsene som gjelder for dette.

Medlemsstatene skal varsle både Kommisjonen og ESMA dersom adgangen til å gi unntak blir benyttet og skal sørge for at alle tillatelser gitt i medhold av unntaket nevner at de er gitt i medhold av unntaket. Medlemstatene skal også meddele ESMA hvilke bestemmelser i nasjonal lov som gjennomfører bestemmelsene som svarer til de av bestemmelsene i MiFID II som uansett skal gjelde.

For stater som allerede har benyttet adgangen til å gi unntak i medhold av artikkel 3, gis det en overgangsordning frem til 2019 med adgang til å opprettholde ordninger som er gitt til å formidle ordre og yte rådgivning knyttet til andeler i kollektive investeringer forutsatt at forvaltningsselskapet er solidarisk ansvarlig for all skade kunden påføres ved utførelse av tjenestene. Gitt vilkårene som er satt, synes muligheten for unntak å være svært snever.

2.6.3 Utvalgets vurderinger

2.6.3.1 Innledning

MiFID II kommer som utgangpunkt til anvendelse på ethvert foretak som yter investeringstjenester overfor tredjemann eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis. Det gjøres imidlertid unntak for enkelte foretak og for nærmere angitte situasjoner og aktiviteter. MiFID II artikkel 2 gjør unntak fra direktivets anvendelsesområde for nærmere angitte foretak og virksomheter. Medlemstatene er forpliktet til å gjennomføre disse unntakene i nasjonal rett. Artikkel 3 gir mulighet for å gi ytterligere unntak fra direktivet. Dersom muligheten benyttes, vil foretak som får unntak etter bestemmelsen ikke kunne melde grensekryssende virksomhet etter reglene for dette. I begge artikler gjøres det som nevnt vesentlige endringer.

Verdipapirhandelloven § 9-2 gjennomfører MiFID I artikkel 2, i tillegg til at den gir ett unntak fra visse nasjonale bestemmelser. Bestemmelsens første og annet ledd gjennomfører unntakene i MiFID I artikkel 2. Unntakene for foretak og institusjoner omhandles i første ledd, mens unntakene knyttet til nærmere angitte situasjoner og aktiviteter omhandles i annet ledd. I MiFID II artikkel 2 videreføres ordningen der de ulike unntakene listes opp uten noen form for systematisk inndeling. Utvalget foreslår at systematikken i § 9-2 videreføres i ny § 9-3. Utvalget bemerker at det gir en mer oversiktlig fremstilling at unntakene grupperes slik det er gjort i den norske lovbestemmelsen.

I verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 10 gis det unntak fra nasjonale bestemmelser som er gitt i verdipapirhandelloven § 9-1 tredje ledd. Bestemmelsen kom inn i loven i 2013 og fastslår at tjenester som tilsvarer investeringstjenestene, men som ytes i forbindelse med nærmere angitte andeler i selskaper som omfattes av selskapsloven, ikke kan ytes av andre enn dem som har tilsvarende tillatelse til å yte investeringstjenester. Som nevnt i punkt 2.4.4.1, bygger regelen på en forutsetning om at slike andeler ikke er finansielle instrumenter etter MiFID I og følgelig ikke er omfattet av direktivet. Gitt denne forutsetningen, er det her tale om nasjonale bestemmelser hvor unntak kan gis uten å komme i konflikt med MiFIDs regler. Det skjer som nevnt ingen endringer i MiFID II som tilsier at reglene må vurderes på nytt. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å videreføre unntaket i verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 10 i ny § 9-3 annet ledd nr. 10 og viser til Prop. 107 L (2011–2012).

I verdipapirhandelloven § 1-3 gis det forskriftshjemler som kan benyttes til å innføre frivillige unntak etter MiFID I artikkel 3. Forskriftene som er gitt med hjemmel i bestemmelsene skiller seg imidlertid fra MiFID II artikkel 3 på flere punkter.

Nedenfor følger utvalgets forslag til endringer knyttet til obligatoriske unntak og frivillige unntak som følge av endringene i MiFID II artikkel 2 og 3.

2.6.3.2 Obligatoriske unntak

Verdipapirhandelloven § 9-2 gjennomfører MiFID I artikkel 2. Første ledd inneholder unntak for *nærmere angitte institusjoner og foretak*. Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 2 bokstav a), g) og h) som gir unntak fra MiFID for nærmere angitte foretak og enkelte offentlige institusjoner. Unntakene videreføres med visse tillegg i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav a), h) og i). Bokstav a) og i) videreføres uendret, men direktivhenvisningene er oppdatert. Bokstav h) endres for å ta høyde for institusjoner som er opprettet i kjølvannet av finanskrisen. Utvalget antar at utvidelsen vil ha begrenset betydning i Norge, men foreslår at endringen gjennomføres ved et tillegg i § 9-3 første ledd nr. 3.

MiFID II artikkel 2 nr. 1 har også fått en ny bokstav o) som innlemmer verdipapirregistre i listen over institusjoner som unntas fra direktivet. Bakgrunnen for utvidelsen er at det er innført nytt, felles-europeisk regelverk på området (CSDR). Bestemmelsen fastslår at verdipapirregistre som reguleres «som sådan» av europeiske regler, ikke skal omfattes av MiFID II. Utvalget foreslår at verdipapirregistre innlemmes i unntaket i verdipapirhandelloven § 9-3 første ledd nr. 8. For øvrig foreslår utvalget at § 9-2 første ledd videreføres uendret i ny § 9-3. Det bemerkes at relevante bestemmelser i MiFID I videreføres uten endringer. Utvalget viser således til tidligere forarbeider, se Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) nr. 34 kapittel 5.5 og NOU 2006: 3 kapittel 2.8.

I tillegg til at enkelte foretak eller institusjoner er unntatt fra regelverket som gjennomfører MiFID II, omfatter unntakene visse *aktiviteter eller handlinger* som ellers ville vært omfattet. Verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd gir unntak for en rekke slike situasjoner. Bestemmelsens nr. 1 til 5 omfatter tilfeller der investeringstjenester ytes ved enkelte anledninger som ledd i annen lovregulert eller selvregulert yrkesvirksomhet, nr. 2 omfatter tilfeller der det bare ytes investeringstjenester overfor selskap innen samme konsern, nr. 3 omfatter tilfeller der investeringstjenester bare ytes som ledd i forvaltning av en ordning for arbeidstakeres midler og nr. 4 omfatter en kombinasjon av nr. 2 og nr. 3. Endelig gjør nr. 5 unntak for yting av investeringsrådgivning under utøvelsen av annen yrkesvirksomhet, forutsatt at det ikke ytes særskilt vederlag for investeringsrådgivningen. Unntakene gjennomfører MiFID I artikkel 2 bokstav b), c) e), f) og j). Bestemmelsene videreføres uendret i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav b), c), f), g) og k). Utvalget har heller ikke opplysninger som tilsier at det av andre grunner er behov for å vurdere bestemmelsene på nytt. Utvalget viser derfor til tidligere forarbeider for så vidt gjelder beskrivelsen av det nærmere innholdet i unntakene, se Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) nr. 34 kapittel 5.5 og NOU 2006: 3 kapittel 2.8.

Unntaket i MiFID I artikkel 2 nr. 1 bokstav d) for foretak som ikke driver annen virksomhet enn egenhandel, såfremt egenhandelen ikke er et ledd i market-making eller systematisk internalisering, ble ikke gjennomført i verdipapirhandelloven. Begrunnelsen for dette valget fremgår av forarbeidene til loven. Under kapittel 5.5 i Ot.prp. nr. 34 fremgår det at departementet mente at det ikke var behov for å gjennomføre unntaket fordi kravet om at egenhandelen må foregå på forretningsmessig basis er «et tilstrekkelig avgrensningskriterium i forhold til hvilke former for egenhandel som vil omfattes av kravet til konsesjonsplikt mv.»

Uttalelsen må ses i sammenheng med at det samtidig ble besluttet at definisjonene av investeringstjenester og verdipapirforetak ikke skulle endres for å ta opp tillegget som ble gjort for «activities» i MiFIDs definisjoner av disse begrepene. Som nevnt under kapittel 2.2.1 endret MiFID I definisjonen av verdipapirforetak til å være foretak som yter investeringstjenester til tredjemann og/eller utfører en eller flere investeringsvirksomheter på forretningsmessig basis. I tidligere forarbeider var det dessuten uttrykkelig forutsatt at handel for egen regning bare ville kreve tillatelse dersom handelen skjedde som en «tjeneste som ytes overfor tredjemann», se NOU 1995: 1 kapittel 4.4.5.2.

Utvalget legger til grunn at den norske tolkningen av begrepet handel for egen regning ikke vil stå seg ved gjennomføring av MiFID II, fordi unntakene som gjøres for egenhandel som ledd i egen investeringsvirksomhet snevres vesentlig inn. Endringene medfører at en hel del egenhandel som vanskelig kan betraktes som tjenesteyting overfor tredjemann, vil falle inn under direktivets anvendelsesområde. MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d) omfatter egenhandel knyttet til andre finansielle instrumenter enn varederivater, utslippskvoter og derivater på slike. Etter den nye bestemmelsen MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d) faller ikke bare market-makere og systematiske internaliserere utenfor unntakets anvendelsesområde. Alle som er medlem eller deltaker på et regulert marked eller en MHF, eller har direkte elektronisk tilgang til en handelsplattform, samt alle som benytter høyfrekvente algoritmer som handelsteknikk faller også utenfor unntakets anvendelse. Det er lite naturlig å omtale høyfrekvent

algoritmehandel som et ledd i egen investeringsvirksomhet som en tjeneste som ytes overfor tredjemann. Utvalget har på denne bakgrunn foreslått å endre definisjonen av investeringstjenester og verdipapirforetak slik at de omtaler «investeringstjenester og investeringsvirksomhet» og dermed tilpasses endringene som ble gjort allerede i MiFID I. Dette innebærer samtidig at det er nødvendig å gjennomføre en unntaksbestemmelse svarende til artikkel 2 nr. 1 bokstav d). Utvalget foreslår å innarbeide unntaket i utkastet § 9-3 annet ledd nr. 6.

Egenhandel knyttet til varederivatmarkedet reguleres i en egen bestemmelse i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j). Også virksomhet som utøves av operatører i markedet for utslippskvoter og systemoperatører i kraftmarkedet, får egne unntaksbestemmelser i ny bokstav e) og n). Egenhandel i varederivatmarkedet for å regulere risiko knyttet til egen forretningsvirksomhet kan heller ikke lett karakteriseres som en tjeneste som ytes overfor tredjemann. Bestemmelsene knyttet til varederivater behandles særskilt i kapittel 4.3.

2.6.3.3 Frivillige unntak

Verdipapirhandelloven § 1-3 gir som nevnt hjemmel til å fastsette at foretak med begrenset tjenestespekter skal kunne unntas fra enkelte av bestemmelsene i loven, dersom foretaket ikke besitter kundemidler og kun driver investeringsrådgivning og/eller mottak og formidling av ordre i forbindelse med omsettelige verdipapirer og verdipapirfondsandeler. Forutsetningen er at ordre bare formidles til verdipapirforetak eller kredittinstitusjon med adgang til å yte investeringstjenester i Norge, eller til forvaltningsselskap for verdipapirfond med adgang til å drive verdipapirfondsforvaltning i Norge. Bestemmelsen er ment å være gjennomført i samsvar med MiFID I. Den norske unntaksbestemmelsen skiller seg imidlertid fra artikkel 3 på vesentlige punkter. For det første omtaler artikkel 3 utelukkende muligheten for å gjøre unntak fra «this Directive». Dette peker i retning av at formålet har vært å unnta aktuelle foretak fra direktivet i sin helhet, og ikke gi lettelser fra enkeltstående bestemmelser. For det annet gis det bare adgang til å gjøre unntak dersom foretaket det er tale om er underlagt annen nasjonal regulering.

I forarbeidene til loven er adgangen til å gi unntak i medhold av artikkel 3 drøftet i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 5.5:

«I sitt utkast til § 9-2 tredje ledd foreslår utvalget at departementet gis hjemmel til å gi forskrift om at enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde for verdipapirforetak som oppfyller nærmere bestemte vilkår. Bestemmelsen reflekterer den valgadgang medlemslandene er gitt i direktivets artikkel 3.

Etter artikkel 3 kan man gjøre unntak for foretak som ikke kan besitte klientmidler eller komme i gjeld til sine kunder, og som bare kan utføre investeringstjenestene ordreformidling og/eller investeringsrådgivning i tilknytning til omsettelige verdipapirer og fondsandeler. Unntak forutsetter videre at formidling i tilfelle bare kan skje til nærmere angitte foretak (herunder verdipapirforetak, forvaltningsselskap for verdipapirfond og kredittinstitusjoner). Foretaket som gis unntak må i tillegg være regulert på nasjonalt nivå.

Utvalget foreslår at man i utgangspunktet lar lovens bestemmelser gjelde fullt ut også overfor verdipapirforetak som yter slike begrensede tjenester som nevnt i artikkel 3. Utvalget viser i den forbindelse til at hensynet til investorbeskyttelse og tilsynsmessige hensyn tilsier at slike investeringstjenester underlegges loven, jf. nærmere drøftelse i NOU 2006: 3 s. 60–62. Utvalget anfører imidlertid at det kan finnes gode grunner for at enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde for slike foretak, og viser særlig til såkalte «private equity selskaper». Utvalgets forslag synes således å innebære en mellomløsning. Departementet slutter seg i hovedsak til utvalgets vurderinger og forslag på dette punktet. Departementet legger til grunn at «private equity» selskaper etter omstendighetene vil yte konsesjonspliktige investeringstjenester.

Hvorvidt slike foretak yter konsesjonspliktige tjenester vil bero på en konkret vurdering. Når det gjelder tjenesten investeringsrådgivning, kreves i så fall at foretaket på forretningsmessig grunnlag gir råd overfor de tilknyttede fondskonstruksjoner om investeringer i bestemte finansielle instrumenter, jf. nærmere omtale i punkt 4.5. Strategiske råd knyttet til bedriftsoppkjøp, forretningsstrategi og foretaksstyring mv. faller derfor i utgangspunktet utenfor lovens definisjon av investeringsrådgivning. Det vises til at slik rådgivning vil kunne være å anse som en tilleggstjeneste, som ikke er konsesjonspliktig, jf. lovforslaget § 2-1 annet ledd nr. 3. Den nærmere grense mellom rådgivning knyttet til bestemte finansielle instrumenter og rådgivning knyttet til bedriftsoppkjøp

mv., må vurderes konkret. For at konsesjonsplikt skal inntre, må heller ikke et av de i loven angitte unntak få anvendelse. Dersom et «private equity» foretak etter dette likevel anses å drive konsesjonspliktig virksomhet, vil ikke foretaket kunne oppnå unntak som følge av at foretaket har få og/eller profesjonelle kunder. MiFID artikkel 2 gir ikke hjemmel til unntak i slike tilfeller. Derimot gir direktivets artikkel 3 anledning til å innføre nasjonale unntak for foretak som yter et begrenset tjenestespekter, jf. nedenfor.

I likhet med utvalget anser imidlertid departementet at det kan være grunnlag for at foretak som yter et begrenset tjenestespekter og for øvrig oppfyller direktivets artikkel 3, unntas fra enkelte av lovens bestemmelser. De synspunkter Norsk Venturekapitalforening fremmer i høringen kan også vurderes nærmere i tilknytning til utformingen av en slik eventuell forskrift. …»

Forskriftshjemmelen er benyttet slik at verdipapirforskriften § 1-3 fastsetter at verdipapirforetak som ikke besitter kundemidler og som *utelukkende yter investeringsrådgivning i tilknytning til bedriftsoppkjøp, forretningsstrategi og lignende* unntas fra enkelte bestemmelser i verdipapirhandelloven kapittel 8, 9 og 10. Etter bestemmelsens annet ledd skal foretak som har unntak etter bestemmelsen, meddele dette til sine kunder og kan ikke drive grensekryssende virksomhet. Unntaket har dermed et snevert anvendelsesområde. Per i dag er det 15 verdipapirforetak med konsesjon til å yte tjenestene mottak og formidling av ordre og/eller investeringsrådgivning, mens bare ett foretak har konsesjon til *utelukkende* å yte tjenesten investeringsrådgivning. Så langt utvalget har kunnet bringe i erfaring, er det ingen foretak som i medhold av dagens regler utsteder erklæringer til sine kunder om at de ikke er underlagt de alminnelige reglene for verdipapirforetak. Unntaket synes dermed å ha svært liten praktisk betydning.

MiFID II innebærer at adgangen til å gi frivillige unntak i medhold av artikkel 3 snevres vesentlig inn. Det vil ut fra vilkårene MiFID II setter til en unntaksbestemmelse ikke være mulig å opprettholde verdipapirhandelloven § 1-3 med dagens utforming. I lys av vilkårene som er gjennomgått over, er det i praksis vanskelig å se for seg en situasjon hvor unntaksbestemmelsen vil kunne benyttes. Også dagens unntaksbestemmelse synes å ha svært begrenset (om noe) nedslagsfelt. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å oppheve verdipapirhandelloven § 1-3 med tilhørende forskriftsbestemmelse. Det vises for øvrig til drøftelsen av frivillige unntak knyttet til varederivater og utslippskvoter i kapittel 4.3.

2.7 Verdipapirforetak – selskapsform

2.7.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven § 9-8 først ledd kan tillatelse til å yte investeringstjenester kun gis til kredittinstitusjoner, aksjeselskap og allmennaksjeselskap. MiFID I åpner for at medlemsstatene kan gi nasjonale regler om at fysiske personer skal kunne få konsesjon som verdipapirforetak. Denne muligheten er ikke benyttet i norsk rett. Verdipapirhandelloven § 9-8 siste ledd fastsetter at departementet kan gi forskrifter om unntak fra reglene om foretaksform. Slike forskrifter er ikke gitt.

2.7.2 Forventet EØS-rett

MiFID II viderefører reglene om at medlemsstatene kan gi nasjonale regler om at fysiske personer på visse vilkår skal kunne få konsesjon som verdipapirforetak.

2.7.3 Utvalgets vurderinger

Spørsmålet om hvilke foretak som skal kunne yte investeringstjenester ble grundig vurdert i forbindelse med forrige lovendring. Utvalget viser særlig til Ot.prp. nr. 34 (2006–2007)kapittel 6.5. Departementet sluttet seg i utgangspunktet til utvalgets forslag om at investeringstjenestevirksomhet bare skal kunne drives i aksjeselskaper, allmennaksjeselskaper eller kredittinstitusjoner. De viste særlig til den trygghet det ligger i at slik virksomhet drives i foretaksformer hvor det er etablert betryggende organisasjonsstrukturer, herunder at det vil være et styre som har et overordnet ansvar for virksomheten. Det ble imidlertid fremholdt at det etter omstendighetene kunne være hensiktsmessig i unntakstilfeller å åpne for at også andre foretaksformer bør kunne tillates og foreslo derfor at det i forskrift åpnes opp for at investeringstjenester drives i andre foretaksformer.

Utvalget er ikke kjent med forhold som tilsier at det er behov for endringer i gjeldende rett på dette punktet. Utvalget foreslår at regler om hvilke foretak som skal kunne yte investeringstjenester og utøve investeringsvirksomhet videreføres uten endringer. Begrepet kredittinstitusjon foreslås definert i utkastet § 2-8 nr. 2. I gjeldende bestemmelse henvises det til definisjonen i lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og fi-

nansinstitusjoner § 1-5 nr. 3. Denne loven er opphevet. Bestemmelsen videreføres imidlertid uendret i lov 10. april 2015 nr. 15 om finansforetak og finanskonsern (finansforetaksloven) § 1-5 nr. 4. Henvisningen endres derfor til å gjelde denne bestemmelsen.

2.8 Særskilt om kredittinstitusjoner

2.8.1 Gjeldende rett

Etter norsk rett må kredittinstitusjoner søke egen konsesjon som verdipapirforetak dersom de vil yte investeringstjenester. Dette fremgår av verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd. Dette avviker fra systematikken i EØS-regelverket hvor det allerede ved innføring av MiFID I ble lagt opp til at kredittinstitusjoner skulle kunne drive investeringstjenestevirksomhet i kraft av sin tillatelse etter bankdirektivet, mens øvrige foretak måtte søke tillatelse etter MiFID I. En kredittinstitusjon med tillatelse etter nasjonale regler som gjennomførte bankdirektivet, måtte likevel følge nærmere angitte regler i MiFID I.

Kravet etter verdipapirhandelloven om at kredittinstitusjoner må søke egen konsesjon for å yte investeringstjenester ble delvis begrunnet ut fra tilsynsmessige hensyn. Det ble lagt til grunn at løsningen med en egen konsesjon for å yte investeringstjenester ikke var særlig byrdefull for kredittinstitusjonene, som allikevel måtte innrette seg etter vesentlige deler av regelverket, blant annet kravene til organisering og reglene om interessekonflikter. Hverken utvalget eller departementet så behov for at det skulle innføres verdipapirrettslig særregulering for kredittinstitusjoner, se Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 4.5. Det er imidlertid gitt en forskriftsbestemmelse i verdipapirhandelloven § 1-4 som gir departementet adgang til å unnta kredittinstitusjoner fra en eller flere av lovens bestemmelser. Slike bestemmelser er gitt i verdipapirforskriften § 1-4. Her fremgår det at verdipapirhandelloven § 9-10 om eierstruktur, annet, femte og syvende ledd, samt verdipapirforskriftens regler om erververs plikt til å gi melding om selskapets aksjeeiere i §§ 9-3 til 9-6 ikke skal gjelde for verdipapirforetak som er bank. Kredittinstitusjon som er bank og som er medlem av bankenes sikringsfond kan i tillegg unntas fra verdipapirhandelloven § 9-12 om verdipapirforetakenes sikringsfond med tilhørende forskrifter, forutsatt at foretaket ikke håndterer kundens finansielle instrumenter eller midler utenom å formidle oppgjør og kun har tillatelse til å yte investeringstjeneste nr. 1 og 5.

2.8.2 Forventet EØS-rett

Det gjøres ingen endringer i EØS-retten for så vidt gjelder kredittinstitusjoners rett til å yte investeringstjenester. Forutsetningen i EØS-retten er fortsatt at kredittinstitusjoner har rett til å yte investeringstjenester i kraft av sin konsesjon etter direktiv 2013/36/EU (CRD IV). Kredittinstitusjonen må imidlertid søke tillatelse til å yte en eller flere investeringstjenester etter regelverket som gjennomfører CRD IV. Konsesjonssystemet etter CRD IV er således bygget opp på samme måte som systemet etter MiFID II, hvor det skal søkes særskilt om å yte hver enkelt tjeneste som omfattes av CRD IV, vedlegg I. Tilsynsmyndigheten skal, før de gir tillatelse i medhold av nasjonale bestemmelser som gjennomfører direktiv 2013/36 / EU, påse at kredittinstitusjonen oppfyller nasjonale regler som gjennomfører relevante bestemmelser i MiFID II. I fortalen til MiFID II punkt 38 heter det:

> «Credit institutions that are authorised under Directive 2013/36/EU should not need another authorisation under this Directive in order to provide investment services or perform investment activities. When a credit institution decides to provide investment services or perform investment activities the competent authorities, before granting an authorisation under Directive 2013/36/EU, should verify that it complies with the relevant provisions of this Directive.»

Teksten utgjør en videreføring fortalen til MiFID I punkt 18. I MiFID II artikkel 1 nr. 3 fremgår det hvilke bestemmelser i MiFID II som skal gjelde for kredittinstitusjoner når de yter investeringstjenester eller utfører investeringsvirksomhet:

> «3. The following provisions shall also apply to credit institutions authorised under Directive 2013/36/EU, when providing one or more investment services and/or performing investment activities:
> (a) Article 2(2), Article 9(3) and Articles 14 and 16 to 20,
> (b) Chapter II of Title II excluding second subparagraph of Article 29(2),
> (c) Chapter III of Title II excluding Article 34(2) and (3) and Article 35(2) to (6) and (9),
> (d) Articles 67 to 75 and Articles 80, 85 and 86.»

En lang rekke av MiFID IIs bestemmelser gjøres således gjeldende for kredittinstitusjoner.

2.8.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at det ikke skjer endringer i MiFID II på dette punktet. Utvalget legger dermed til grunn at det ikke foreligger noen nye omstendigheter som gjør at spørsmålet om kredittinstitusjoner skal søke tillatelse til å yte investeringstjenester i medhold av verdipapirhandellovens regler stiller seg annerledes. Utvalget er heller ikke kjent med at ESA har reist spørsmål knyttet til den norske ordningen. Utvalget er imidlertid i sterk tvil om det er i tråd med MiFID II å kreve at kredittinstitusjoner søker tillatelse etter reglene i verdipapirhandelloven i tillegg til reglene som gjennomfører CRD IV i finansforetaksloven. Utvalget viser til uttalelsen i fortalen punkt 38 hvor det helt eksplisitt uttales at kredittinstitusjoner ikke skal trenge konsesjon etter MiFID II. Utvalget bemerker at en større grad av fullharmoniserte regler gjør det mindre tilrådelig å legge opp til omfattende nasjonal særregulering. Slike løsninger kan fort vise seg å bli svært upraktiske på grunn at mulighetene for å gi delegerte rettsakter i form av forordning. I tillegg inneholder CRD IV flere regler som griper inn i MiFID II, for eksempel regler om eierprøving og ledelse.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn å gjennomføre systemet som forutsettes i EØS-retten slik at kredittinstitusjoner skal kunne yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet i kraft av konsesjon etter de bestemmelser som gjennomfører CRD IV, altså lov om finansforetak og finanskonsern § 2-7. Før kredittinstitusjonen kan yte investeringstjenester skal imidlertid tilsynsmyndigheten forsikre seg om at kredittinstitusjonen oppfyller kravene i de nasjonale reglene som gjennomfører de av reglene i MiFID II som gjelder for institusjonen. Dersom dette skal kunne gjennomføres på en effektiv måte, må kredittinstitusjonen legge frem dokumentasjon som bekrefter at kravene i de relevante lovbestemmelsene er oppfylt. Slik utvalget ser det, vil dermed konsesjonsbehandlingen være mer eller mindre den samme uavhengig av hvilket regelsett konsesjonen gis i medhold av. Det fremgår av verdipapirhandelloven § 9-8 at kredittinstitusjon, aksjeselskap og allmennaksjeselskap kan få tillatelse til å yte investeringstjenester. Utvalget foreslår at bestemmelsen endres ved at kredittinstitusjoner tas ut. Gjeldende § 9-8 foreslås for øvrig videreført i utkastet § 9-9. For å markere endringen også i finansforetaksloven, foreslår utvalget videre at finansforetaksloven § 2-7 c) endres slik at det mer tydelig fremkommer at tillatelsen til å drive virksomhet som bank også kan omfatte en eller flere investeringstjenester og investeringsvirksomheter, samt tilknyttede tjenester, med videre henvisninger til verdipapirhandelloven §§ 2-2 og 2-6. Det foreslås videre at verdipapirhandelloven § 1-4 erstattes med en bestemmelse som angir hvilke av reglene i verdipapirhandelloven som ikke skal gjelde for kredittinstitusjoner som yter investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet og at denne bestemmelsen flyttes til ny § 9-4.

I henhold til CRD IV, jf. forordning 2013/575/EU artikkel 4, første ledd nr. 1, er det bare kredittinstitusjoner som kan motta innskudd fra allmennheten som har rett til å yte investeringstjenester i kraft av sin konsesjon som kredittinstitusjon. Ettersom kredittforetak ikke har anledning til å motta slike innskudd, jf. finansforetaksloven § 2-8, har ikke kredittforetakene samme rettigheter etter CRD IV og utvalget finner derfor ikke behov for å foreslå endringer i finansforetaksloven § 2-8.

Kapittel 3
Infrastrukturen i verdipapirmarkedet

3.1 Innledning

MiFID II og MiFIR er utformet slik at alle typer organiserte handelsplasser skal være gjenstand for regulering. Hensikten er å sikre at all handel i finansielle instrumenter, og da særlig handel i aksjer, gjøres på handelsplasser som er åpne og transparente og som er underlagt lignende regulering. Med transparente handelsplasser menes i denne sammenheng at både informasjon om innlagte ordre og informasjon om handler som er gjennomført offentliggjøres. Slik informasjon er sentral for et velfungerende og effektivt verdipapirmarked med størst mulig informasjonslikhet for investorene. Ved å regulere alle typer organiserte handelsplasser, vil også omfanget av OTC-handel reduseres. OTC-handel er handel som gjennomføres utenfor de regulerte handelsplassene, fra det engelske begrepet «over the counter».

MiFID II artikkel 1,som fastsetter virkeområdet for reglene om organiserte handelsplasser, skal bidra til at all organisert handel med finansielle instrumenter skjer under regulering. I artikkel 1 nr. 7 fastsettes at alle multilaterale systemer for handel i finansielle instrumenter skal ha tillatelse og følge reglene for enten regulert marked, multilateral handelsfasilitet (MHF) eller organisert handelsfasilitet (OHF). Det fremkommer videre at systematisk internaliserer (SI), det vil si verdipapirforetak som på en organisert, regelmessig og systematisk måte, og i betydelig omfang, handler for egen regning ved utførelse av kundeordre, må følge egne transparensbestemmelser i MiFIR. Alle andre transaksjoner i finansielle instrumenter som omsettes gjennom verdipapirforetak utenfor handelsplasser og der verdipapirforetaket ikke opptrer som SI, er underlagt transparensreglene i MiFIR som gjelder for OTC-handel.

MiFID II og MiFIR deler de organiserte handelsplassene inn i handelsplasser (trading venues) og systematiske internaliserere. Som handelsplasser anses regulerte markeder, MHF og OHF. Disse kjennetegnes ved at de er multilaterale systemer, og er i stor grad underlagt det samme regelverket. Systematiske internaliserere (SI) legger på den annen side til rette for bilateral handel og handler for egen regning ved utførelse av kundeordre uten at dette gjøres over handelsplass. Transaksjonene som gjøres gjennom SI skjer dermed OTC. Gitt at SIer kan omsette store volumer er disse likevel underlagt deler av den samme reguleringen som handelsplassene, særlig når det gjelder krav til transparens. Reguleringen er imidlertid tilpasset SIenes særegenheter.

Et annet forhold som skiller systemene som omsetter finansielle instrumenter, er hvorvidt det utøves skjønn eller ikke ved matchingen. Handel på OHF og SI har et element av diskresjonært skjønn, for eksempel når det gjelder hvorvidt ordren skal utføres i eget system eller rutes videre for utføring et annet sted. Virksomhetsreglene til SI og OHF reflekterer dette ved blant annet å stille krav om beste resultat ved utførelse av ordre og at reglene om god forretningsskikk og håndtering av kundeordre gjelder. MHF og regulert marked kjennetegnes ved at det ikke er adgang til å utøve diskresjonært skjønn ved matching av ordrer i handelssystemene. Disse handelsplassene har derfor ikke tilsvarende virksomhetsregler som OHF og SI.

I dette kapittelet redegjøres det nærmere for ulike sider av infrastrukturen i verdipapirmarkedet. I kapittel 3.2 gis det først en kort gjennomgang av markedene for henholdsvis egenkapitalinstrumenter, rentepapirer og derivater og andre instrumenter. I kapittel 3.3 behandles krav til handelssystemer, opptak til handel, suspensjon og strykning, medlemskap og markedsovervåkning for regulerte markeder. I 3.4 behandles reguleringen av MHF og OHF, mens reguleringen av vekstmarkeder for små og mellomstore foretak (SME growth markets) behandles i 3.5. Kravene til søknad, tillatelse og organisering for øvrig for regulerte markeder, MHF og OHF, behandles i henholdsvis kapittel 8 og 5. I kapittel 3.6 omtales plikten til å handle enkelte instrumenter på handels-

plass. Transparensregelverket omtales nærmere i kapittel 3.7 og 3.8. I kapittel 3.9 omtales transaksjonsrapportering. Datarapporteringstjenestene omhandles i kapittel 3.10, mens omtale av reguleringen av algoritmehandel, direkte elektronisk tilgang og clearingtjenester finnes i 3.11. De nye bestemmelsene om tilgang til sentrale motparter, handelsplasser og referanseverdier behandles i 3.12. Avslutningsvis drøftes enkelte særlige spørsmål i kapittel 3.13.

3.2 Generelt om handelsplasser

3.2.1 Kort beskrivelse av det norske markedet

3.2.1.1 Markedet for egenkapitalinstrumenter

Av handel som utføres i Norge skjer størstedelen av omsetningen i noterte egenkapitalinstrumenter, det vil si aksjer og egenkapitalbevis, på Oslo Børs. Oslo Børs ASA driver både det regulerte markedet Oslo Børs (som i tillegg har tillatelse som børs) og det regulerte markedet Oslo Axess. Oslo Børs driver også handelsplassen Merkur Market, som har tillatelse som MHF. Alle disse handelsplassene tilbyr handel i egenkapitalinstrumenter, hvor aksjer utgjør største andel.

Medlemmene på handelsplassene er norske og utenlandske verdipapirforetak (herunder banker med tillatelse til å yte investeringstjenester). Både små og store investorer, samt andre verdipapirforetak, handler gjennom medlemmene på handelsplassene. Medlemmene kan også, gjennom sitt medlemskap, gi investorer adgang til å handle direkte på handelsplassen. Dette omtales ofte som direkte markedstilgang (direct market access), og er særskilt regulert. Handelen med egenkapitalinstrumenter skjer elektronisk, gjennom automatisk kobling av kjøps- og salgsinteresser i ordrebøkene på handelsplassen. Enkelte transaksjoner vil imidlertid handles utenfor ordrebøkene, men slik at de følger handelsplassens regler. Dette gjelder for eksempel store transaksjoner, blokkhandler og andre manuelle handler (negotiated trades). Disse rapporteres inn til handelsplassen i ettertid.

De fleste store handelsplasser i EØS tilbyr det som omtales som «dark pool»-funksjonalitet. Disse har handelssystemer som benytter unntakene fra plikten til å offentliggjøre informasjon om ordre, blant annet for å kunne gjennomføre store handler uten at dette påvirker prisene. Handelen gjøres typisk ut fra en referansepris som hentes fra et annet regulert marked eller MHF. Informasjon om handler som er gjennomført, offentliggjøres som for andre handler. Oslo Børs og Oslo Axess tilbyr en slik dark pool-funksjonalitet gjennom sin North Sea Dark Pool.

Noe handel som utføres i Norge i egenkapitalinstrumenter skjer også utenfor handelsplassene, det vil si OTC. Omfanget av dette er svært begrenset i Norge. Handel gjennom SI vil skje OTC, men Norge har pr. i dag ingen verdipapirforetak som er registrert som SI.

Egenkapitalinstrumenter som er notert på norsk regulert marked, kan også handles på handelsplasser utenfor Norge. Dette gjelder blant annet MHFene Turquoise, First North og AQUIS. Videre kan et regulert marked uten utsteders samtykke ta opp til handel omsettelige verdipapirer som allerede er tatt opp til handel på et annet regulert marked (såkalt unsponsored listing). Egenkapitalinstrumenter tatt opp til handel på Oslo Børs kunne tidligere handles på det svenske regulerte markedet Nasdaq Stockholm, gjennom bruk av ordningen med unsponsored listing. Denne handelen opphørte i november 2015, og handelen i norske egenkapitalinstrumenter ble videreført på First North, som er en MHF drevet av Nasdaq Stockholm.

3.2.1.2 Rentemarkedet

Rentemarkedet består av obligasjonsmarkedet og pengemarkedet. Obligasjonsmarkedet omfatter i praksis handel med obligasjoner som har løpetid fra ett år og oppover. I pengemarkedet handles det sertifikater og andre gjeldspapirer med løpetid opp til ett år. I rentemarkedet finnes også ulike derivatinstrumenter, som renteterminer, renteswapper, kredittderivater og ulike typer sammensatte produkter. Disse kan ha både lang og kort løpetid.

De to nevnte markedene har ulike formål og ulike aktører. Aktørene benytter pengemarkedet til å styre sin likviditet ved å plassere overskuddslikviditet og medvirke til kortsiktig finansiering. Finansinstitusjonene og bankene er de største aktørene i dette markedet. Disse finansierer seg ofte kortsiktig, men gjør også plasseringer i pengemarkedet. Staten er utsteder av statspapirer med i hovedsak kort løpetid. Private foretak kan også opptre i pengemarkedet, som både investorer og låntakere.

Obligasjonsmarkedet formidler i større grad investorers langsiktige sparebehov til foretak med kapitalbehov. Obligasjonsmarkedet er dermed et alternativ til banker som lånekilde, og bidrar til at risikoen til en låntaker spres på flere långivere. Staten har lenge vært en stor utsteder i det norske obligasjonsmarkedet. Markedet for foretaksobli-

gasjoner har imidlertid vokst kraftig de ti siste årene. Et særtrekk ved denne utviklingen har vært den økende andelen obligasjonsutstedelser fra foretak med høyere kredittrisiko (high yield) fra blant annet sektorer som offshore, olje og gass. Eiere av foretaksobligasjoner er i hovedsak norske og utenlandske institusjonelle investorer. Norske småspareres direkteinvesteringer i obligasjoner er svært begrenset, blant annet som følge av høye minstetegningsbeløp.

Notering av obligasjoner vil ofte gi utsteder bedre betingelser (lavere kredittspread, det vil si lavere rentepåslag), sikre bedre informasjonsflyt til investorene i markedet og gjøre at instrumentene er gjenstand for markedsovervåkning. Notering medfører også at investorbasen øker ettersom institusjonelle investorer med noteringskrav i investeringsmandatet dermed kan delta. Oslo Børs ASA tilbyr notering av obligasjoner og sertifikater på det regulerte markedet Oslo Børs. Selskapet driver også den uregulerte handelsplassen Nordic ABM, som utelukkende er selvregulert og dermed ikke er underlagt tilsyn.

Handelen i rentemarkedet er i stor grad basert på manuell kobling, men kan også gjøres ved at medlemmene på handelsplassene legger inn ordre i handelssystemet på vegne av kunder som så kobles i systemet. På Oslo Børs er dette i praksis kun relevant for statsobligasjoner.

Verdipapirforetakene benytter ikke handelsplassens handelssystem for å utføre handler i noterte obligasjoner. I stedet kobler verdipapirforetaket kjøpere og selgere direkte, men slik at handelen følger handelsplassens regler. Gjennomførte transaksjoner meldes til handelsplassen umiddelbart. Handelsplassen offentliggjør informasjonen etter børsslutt samme dag, med volum og kurs. Markedet får imidlertid ikke se hvilken spread det handles til da det er midtkurs (midtpunktet mellom kjøps- og salgskurs) i transaksjonen som vises. Omsetningen i annenhåndsmarkedet for obligasjoner domineres (som i førstehåndsmarkedet) av større institusjonelle investorer, som gjerne kommuniserer med flere meglerforetak før de gjennomfører en transaksjon.

Obligasjonsmarkedet er preget av mindre åpenhet enn aksjemarkedet. Dette skyldes hovedsakelig forhold som lukket eierregister og fravær av løpende offentlig tilgjengelig kursinformasjon i annenhåndsmarkedet (med unntak av statsobligasjoner).

3.2.1.3 Derivater og andre instrumenter

Derivater kan noteres på regulert marked. Oslo Børs tilbyr notering av standardiserte derivater med utvalgte indekser og aksjer som underliggende. Slike derivater kjennetegnes ved standardiserte vilkår for innløsning, bortfall og løpetid, og standardisert håndtering av selskapshendelser og oppgjør. Standardiserte derivater blir clearet. Oslo Børs driver også MHFen Oslo Connect som tilbyr handel i ustandardiserte derivatkontrakter, såkalte tailor made derivater.

Oslo Børs tilbyr også notering av ETN (Exchange Traded Notes), ETF (børshandlede fondsandeler), warrants og strukturerte produkter.

Markedet for varederivater er nærmere beskrevet i kapittel 4.

3.2.2 Definisjoner og sentrale begreper

3.2.2.1 Gjeldende rett

Det finnes i dag to ulike hovedtyper regulerte handelsplasser etter norsk rett. Dette er regulerte markeder og multilaterale handelsfasiliteter. Regulerte markeder er regulert i børsloven. Verdipapirhandellovens definisjon av regulert marked i § 2-3 tredje ledd viser derfor til børsloven § 3 første ledd, som lyder:

> «Med regulert marked menes foretak med tillatelse etter § 4 som beslutter opptak til handel av finansielle instrumenter på markedet, og som organiserer eller driver et multilateralt system som legger til rette for regelmessig omsetning av noterte finansielle instrumenter i samsvar med lov, forskrift og objektive handelsregler fastsatt av markedet selv.»

Drift av multilateral handelsfasilitet er en investeringstjeneste og er definert i verdipapirhandelloven § 2-3 fjerde ledd:

> «Med multilateral handelsfasilitet menes et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter som definert i § 2-2 i samsvar med objektive regler og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter.»

I tillegg kan handel i finansielle instrumenter utføres gjennom et verdipapirforetak som er registrert som systematisk internaliserer (SI). Systematisk internaliserer er definert i verdipapirhandelloven § 2-4 fjerde ledd:

> «Med systematisk internaliserer menes verdipapirforetak som på en organisert, regelmessig og systematisk måte handler for egen regning ved å utføre kundeordre utenfor regulert marked eller multilateral handelsfasilitet, jf. § 10-19.»

Begrepet markedsoperatør benyttes ikke i gjeldende norsk rett. Skillet mellom markedsoperatør og regulert marked ble innført med MiFID I, men lovgiver fant i forbindelse med gjennomføringen av direktivet at det ikke var behov for å gjennomføre et slikt skille i norsk rett. Det ble vist til at gjeldende ordning (uten skillet) ble ansett som enkel og syntes å ha fungert godt. Direktivet krevde heller ikke at medlemsstatene skulle skille mellom markedsoperatør og regulert marked.

3.2.2.2 Forventet EØS-rett

Definisjonene av regulert marked og markedsoperatør er ikke endret med MiFID II. Definisjonene er videreført i artikkel 4 nr. 1 punkt (21) og 4 nr. 1 punkt (18). Et regulert marked er definert som følger:

> «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 Title III of this Directive»

En markedsoperatør er:

> «a person or persons who manages and/or operates the business of a regulated marked, and may be the regulated marked itself»

Multilateral handelsfasilitet defineres på følgende måte i artikkel 4 nr. 1 punkt (22):

> «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 Title II of this Directive»

MiFID II innfører en ny type handelsplass som omtales som organisert handelsfasilitet (OHF). Denne typen handelsplass defineres på følgende måte i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (23):

> «a multilateral system which is not a regulated market or an MTF and in which multiple third-party buying and selling interests in bonds, structured finance products, emission allowances or derivatives are able to interact in the system in a way that results in a contract in accordance with Title II of this Directive»

Som definisjonen viser, er det begrenset hvilke finansielle instrumenter som kan handles på en OHF. Som følge av innføringen av en ny type handelsplass er også definisjonen av handelsplass (trading venue) endret med MiFID II.

I artikkel 4 nr. 1 punkt (24) er handelsplass definert som regulert marked, MHF og OHF. Under MiFID I var også SI omfattet av definisjonen (se kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 2 nr. 8), men disse er nå tatt ut. SI er dermed ikke å anse som en handelsplass etter MiFID II.

MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (19) innfører en ny definisjon av multilateralt system. Med multilateralt system menes:

> «any system or facility in which multiple third-party buying and selling trading interests in financial instruments are able to interact in the system».

Begrepet systematisk internaliserer videreføres i MiFID II, og defineres i artikkel 4 nr. 1 punkt (20):

> «an investment firm which, on an organised, frequent systematic and substantial basis, deals on own account when executing client orders outside a regulated market, an MTF or an OTF without operating a multilateral system;
>
> The frequent and systematic basis shall be measured by the number of OTC trades in the financial instrument carried out by the investment firm on own account when executing client orders. The substantial basis shall be measured either by the size of the OTC trading carried out by the investment firm in relation to the total trading of the investment firm in a specific financial instrument or by the size of the OTC trading carried out by the investment firm in relation to total trading in the Union in a specific instrument. The definition of a systematic internaliser shall apply only where the pre-set limits for a frequent and systematic basis and

for a substantial basis are both crossed or where an investment firm chooses to opt-in under the systematic internaliser regime:«

Bestemmelsen er utfylt av kommisjonsforordning C(2016) 2398[1] artikkel 12 til 16. Bestemmelsene fastsetter forholdstall mellom OTC-handelen og øvrig handel i foretaket i de enkelte finansielle instrumentene som skissert i definisjonens annet ledd. Etter MiFIR artikkel 15 nr. 1 annet ledd og artikkel 18 nr. 4 skal verdipapirforetak som tilfredsstiller definisjonen som SI, melde dette til tilsynsmyndigheten.

MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (38) definerer prinsipalmatchingshandel. Dette er en ny definisjon, og begrepet som sådant er heller ikke kjent fra MiFID I. Prinsipalmatchingshandel er definert som:

«a transaction where the facilitator interposes itself between the buyer and the seller to the transaction in such a way that it is never exposed to market risk throughout the execution of the transaction, with both sides executed simultaneously, and where the transaction is concluded at a price where the facilitator makes no profit or loss, other than a previously disclosed commission, fee or charge for the transaction»

I MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (25) defineres begrepet «likvid marked». Definisjonen er ny og lyder:

«a market for a financial instrument or a class of financial instruments, where there are ready and willing buyers and sellers on a continuous basis, assessed in accordance with the following criteria, taking into consideration the specific market structures of the particular financial instrument or of the particular class of financial instruments:
(a) the average frequency and size of transactions over a range of market conditions, having regard to the nature and life cycle of products within the class of financial instrument;
(b) the number and type of market participants, including the ratio of market participants to traded instruments in a particular product;
(c) the average size of spreads, where available»

3.2.2.3 *Utvalgets vurderinger*

Handelsplassene og deres virksomhet blir regulert på ulike måter i MiFID II. Det stilles blant annet organisatoriske krav og krav om at handelsplassene må ha handelsregler, markedsovervåkning og følge transparensreglene.

Definisjonene av regulert marked, MHF og OHF er til dels like. Felles for dem er at de har et multilateralt system som gjør at flere kjøps- og salgsinteresser kan kobles sammen. Uttrykket «system» omfatter tekniske systemløsninger sammen med handelsregler som legger til rette for handel, men skal etter fortalen til MiFIR punkt 7 også forstås som systemer som består av handelsregler alene. Kjøps- og salgsinteresser skal forstås vidt, og omfatter både ordre, bud og interessemarkeringer.

På den annen side er det også flere ulikheter mellom handelsplassene. Det er ikke begrensninger på hvilke type finansielle instrumenter som kan handles på regulerte markeder og MHF. På OHF kan det imidlertid bare handles obligasjoner, derivater, strukturerte finansielle produkter og utslippskvoter. Videre stilles det for regulerte markeder og MHF krav om at handelen er underlagt ikke-diskresjonære regler, det vil si at matchingen skjer automatisk ved sammenfallende kjøps- og salgsordre. Tilsvarende krav gjelder ikke for handelen på OHF. En OHF kan utføre handler på diskresjonær basis. Som en konsekvens av dette vil bestemmelsene om god forretningsskikk, beste utførelse og håndtering av kundeordre gjelde for transaksjoner som er utført på en OHF. En OHF er også underlagt reglene om offentliggjøring av pre-trade informasjon. Adgangen til å utøve skjønn for operatøren av en OHF skal gjelde på to nivåer. For det første ved beslutningen om å plassere en ordre på OHFen eller rute den videre for utførelse på annen handelsplass, eller å trekke den igjen. For det andre ved beslutningen om eventuelt ikke å koble en spesifikk ordre med ordre som er tilgjengelige i systemet, gitt at dette er i samsvar med instruksjoner fra kunden og kravene til beste utførelse. Dette fremkommer av MiFID II artikkel 20 nr. 6 og er også omtalt i fortalen til MiFIR punkt 9.

Ettersom handelsreglene på en OHF skal være diskresjonære, vil verdipapirforetakenes interne elektroniske matchingsystemer kunne falle

[1] Commission Delegated Regulation (EU) ../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive

inn under definisjonen som OHF. Dette vil imidlertid ikke være tilfellet dersom systemet kun viser kjøps- og salgsinteresser, mens selve utførelsen skjer bilateralt uten bistand fra handelsplassen eller verdipapirforetaket, som for eksempel elektroniske oppslagstavler (bulletin boards). Dette er nærmere omtalt i fortalen til MiFIR punkt 8.

Definisjonen av OHF må gjennomføres i verdipapirhandelloven, og utvalget foreslår å ta definisjonen inn i samme bestemmelse som definisjonene av regulert marked og MHF. Når det gjelder formuleringen av definisjonene, legger utvalget til grunn at disse bør utformes direktivnært, i tråd med vurderingene i kapittel 1.3.2.2. Utvalget anser det følgelig hensiktsmessig å gjøre enkelte endringer i gjeldende definisjoner av regulert marked og MHF for å ivareta nevnte hensyn. Utvalget foreslår videre å ta inn definisjonen av multilateralt system som fremkommer i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (19), ettersom dette er et begrep som ligger til grunn for alle de tre typene handelsplasser. Det vises til utkast til ny verdipapirhandellov § 2-8 nr. 4, 5, 6 og 9.

Begrepet handelsplass ble definert i kommisjonsforordning 1287/2006/EF under MiFID I, og ble dermed gjennomført i norsk lov gjennom inkorporasjon. Ettersom definisjonen nå er flyttet til MiFID II, bør denne definisjonen tas inn i verdipapirhandelloven. I MiFID II er SI ikke lenger å anse som en handelsplass, og disse er tatt ut av definisjonen. Dette betyr at handel gjennom en SI er å anse som OTC-handel. Utvalget viser til at det på flere områder er felles bestemmelser for regulerte markeder, MHF og OHF, og at MiFID II og MiFIR omtaler disse samlet sett som handelsplasser (trading venues). Utvalget foreslår derfor å ta inn en definisjon av handelsplasser i samme bestemmelse som definerer den enkelte handelsplass. Det vises til utkast til ny verdipapirhandellov § 2-8 nr. 8.

MiFID I skilte mellom markedsoperatør av et regulert marked og markedet selv. Markedsoperatør ble definert i MiFID I artikkel 4 nr. 1 punkt (13). Definisjonen er videreført i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (18) som *«a person or persons who manages and/or operates the business of a regulated market and may be the regulated market itself»*. Definisjonen er ikke gjennomført i gjeldende verdipapirhandellov. Dette ble begrunnet med at det norske systemet (uten skillet) var enkelt og fungerte godt i praksis. Det ble derfor ikke ansett å være nødvendig å innføre et slikt skille, se NOU 2006: 3 kapittel 6.2.3.4.

Selv om markedsoperatøren kan være det regulerte markedet selv, bemerker utvalget at det er et prinsipielt skille mellom markedet som sådant og den som drifter dette. Dette fremkommer av bestemmelsene knyttet til kravene til tillatelse og virksomhetskravene. Enkelte krav retter seg mot markedsoperatøren, mens andre retter seg mot det regulerte markedet. Utvalget anser at skillet mellom markedsoperatøren og det regulerte markedet bør gjennomføres i ny verdipapirhandellov for å sikre en mer hensiktsmessig gjennomføring av MiFID II. Utvalget foreslår å ta definisjonen inn i samme bestemmelse som definisjonene av regulert marked ettersom disse henger sammen. Det vises til utkast til ny § 2-8 nr. 3.

En systematisk internaliserer (SI) er et verdipapirforetak som handler for egen regning ved utførelse av kundeordre på organisert, regelmessig og systematisk måte og i betydelig omfang. Verdipapirforetak som utfører ordre på denne måten, skal registrere seg som SI hos tilsynsmyndigheten dersom nærmere bestemte kriterier knyttet til omfanget av slike utførelser er oppfylt, jf. MiFIR artikkel 15 nr. 1 andre ledd og artikkel 18 nr. 4. Begrepet ble introdusert med MiFID I, og videreføres i MiFID II. Per i dag er det ingen norske verdipapirforetak som er SI. Registreringen er knyttet til de enkelte finansielle instrumentene som det utføres ordre i. Som SI plikter verdipapirforetaket blant annet å stille forpliktende kurser i de instrumentene de er registrert som SI for og de har forpliktelser knyttet til offentliggjøring av handelsinformasjon (post-trade). Dette er nærmere omtalt i kapittel 3.7 og 3.8.

Verdipapirforetakets handel for egen regning ved utførelse av kundeordre må skje på organisert, regelmessig og systematisk måte og i et betydelig omfang for at foretaket må registrere seg som SI, jf. MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (20) første ledd. Annet ledd i definisjonen fastsetter nærmere regler om nevnte kriterier som er nye sammenlignet med MiFID I. Dette innebærer sannsynligvis at enkelte norske verdipapirforetak vil anses som SI dersom de fortsetter sin virksomhet. Det fremkommer av annet ledd i definisjonen at kriteriene «regelmessig og systematisk» skal vurderes ut fra antall OTC-handler utført ved handel for egen regning i det enkelte finansielle instrumentet. Kriteriet om at dette må skje i «betydelig omfang» skal vurderes ut fra størrelsen på OTC-handelen sammenlignet med den totale handelen foretaket gjør i det konkrete finansielle instrumentet eller ved å se på størrelsen på OTC-handelen utført av foretaket sammenlignet med den totale handelen i instrumentet i EU. Både kriteriet om regelmessig og systematisk og kriteriet om betydelig omfang må oppfylles for at foretaket får

plikt til å registrere seg som SI. Verdipapirforetak har muligheten til å velge å registrere seg som SI selv om kriteriene ikke er oppfylt, det vil si at det er en adgang til «opt-in» i regimet. Utvalget foreslår å gjennomføre kravet om registrering som SI i utkast til verdipapirhandellov § 9-2. Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 10-19 første ledd første punktum.

Utvalget foreslår å ta inn definisjonen av SI sammen med de øvrige definisjonene i lovutkastet § 2-8, se lovutkastet § 2-8 tiende ledd. Det må fastsettes forskriftshjemmel ettersom definisjonen utdypes i nivå 2-regler.

Prinsipalmatchingshandel er et nytt begrep med MiFID II knyttet til måten å utføre en transaksjon på som er definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (38). Denne måten å utføre ordre på anses som en form for egenhandel (fortalen til MiFID II punkt 24). Det fremkommer videre av punkt 24 at foretaket må ha tillatelse til å yte investeringstjenestene utførelse av ordre på vegne av kunde og omsetning av finansielle instrumenter for egen regning for å kunne utføre ordre ved prinsipalmatchingshandel. Dersom fortalen punkt 24 og definisjonen av prinsipalmatchingshandel ses i sammenheng, er det følgende tre kriterier som legges til grunn:

1. den som legger til rette for transaksjonen må gå mellom kjøper og selger og utføre ordrene mot egen beholdning på en slik måte at vedkommende *ikke eksponeres for markedsrisiko*,
2. begge sider av transaksjonen må *utføres simultant* og
3. transaksjonen må prises slik at den som utfører transaksjonen *verken har tap eller fortjeneste utover avtalt provisjon, gebyr eller avgift*.

Foretak som handler for egen regning ved utførelse av kundeordre, er ikke omfattet av en del av unntakene i MiFID II artikkel 2, se for eksempel artikkel 2 nr. 1 bokstav d) og j). Av handelsplassene er det kun OHFen som i enkelte tilfeller kan benytte prinsipalmatchingshandel ved utførelse av ordre. Videre er begrepet av betydning for transparensbestemmelsene og adgangen til utsatt offentliggjøring av opplysninger om transaksjoner (post-trade) og for transaksjonsrapporteringen ettersom det skal fremgå av rapporteringen om transaksjonen er ordinær egenhandel eller prinsipalmatchingshandel. Forståelsen og innholdet av definisjonen er derfor viktig. I praksis blir prinsipalmatchingshandel benyttet i Norge ved handel i obligasjoner hvor det er avtalt en provisjon som en spread mellom kjøps- og salgskurs, ofte omtalt som risikofri egenhandel.

Det første kriteriet er knyttet til at foretaket ikke må eksponeres for markedsrisiko i forbindelse med utførelsen. Eventuell markedsrisiko som følge av oppgjørsrisiko, utelukker ikke prinsipalmatchingshandel. Dersom også kriteriet som referert i nr. 3 over er oppfylt, vil imidlertid utførelsen likevel ikke være å anse som prinsipalmatchingshandel dersom begge sider ikke utføres simultant. Utvalget bemerker at begrepet simultant i denne sammenheng fremstår som noe uklart. Hvor langt tidsintervall som kan aksepteres mellom de to transaksjonene for at dette anses som prinsipalmatchingshandel, vil måtte avklares i praksis, eventuelt gjennom retningslinjer fra ESMA. Dersom utførelsen ikke anses som prinsipalmatchingshandel, vil dette normalt være å anse som ordinær egenhandel, som også er underlagt konsesjonsplikt, med mindre den er omfattet av et av unntakene i MiFID II artikkel II.

Utvalget foreslår å ta inn definisjonen i utkastet § 2-9 femte ledd.

Utvalget foreslår videre å lovfeste direktivets definisjon av likvid marked i utkastet § 2-9 sjette ledd. Definisjonen er likelydende definisjonen i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (17) bokstav a), men denne gjelder eksplisitt for enkelte av transparensbestemmelsene knyttet til obligasjoner mv. i MiFIR. Utvalget antar derfor at MiFID IIs definisjon bør tas inn i loven, i stedet for at det henvises til MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (17) bokstav a).

3.3 Regulerte markeder

3.3.1 Innledning

Mange av reglene på verdipapirområdet kommer bare til anvendelse for finansielle instrumenter (eller undergrupper av disse) som er tatt opp til handel på regulert marked. Dette gjelder blant annet reglene om flagging (verdipapirhandelloven kapittel 4), løpende og periodisk informasjonsplikt for utstedere (verdipapirhandelloven kapittel 5), prospekt ved opptak til notering (verdipapirhandelloven § 7-3) og selskapsovertakelser (verdipapirhandelloven kapittel 6).

For regulerte markeder der omsettelige verdipapirer tas opp til «offisiell notering på fondsbørs», gjelder både opptaksdirektivet (2001/34/EF) og MiFID, se kapittel 3.3.4. I norsk lovgivning brukes begrepet børs om disse regulerte markedene. Oslo Børs er en slik «official stock exchange» som opptaksdirektivet viser til. For øvrige regulerte markeder gjelder kun MiFID. Det gjøres ingen endringer i opptaksdirektivet og skillet med to

ulike varianter av regulert marked videreføres ved MiFID II.

Utvalget bemerker for øvrig at det følger av MiFID II artikkel 44 nr. 1 tredje ledd at dersom det regulerte markedet er en egen juridisk person og blir drevet av en markedsoperatør som ikke er det regulerte markedet selv, skal medlemsstatene fastsette fordelingene av hvilke plikter som ligger på henholdsvis det regulerte markedet og markedsoperatøren. I tråd med dette foreslår utvalget at enkelte av rettighetene og pliktene i lovutkastet del 4 legges på det regulerte markedet selv, mens det i andre bestemmelser fremkommer at det er markedsoperatøren som er pliktsubjekt.

Reguleringen av regulerte markeder finnes etter gjeldende rett både i børsloven og verdipapirhandelloven. Kravene og vilkårene for tillatelse for dette finnes i børsloven. I dette kapittelet vil de organisatoriske kravene knyttet til rutiner, retningslinjer og systemer behandles, sammen med virksomhetskravene. Organisatoriske krav knyttet til eiere og ledelse, kapital, taushetsplikt, habilitetsregler mv. behandles i kapittel 8.

3.3.2 Organisatoriske krav og systemkrav

3.3.2.1 Gjeldende rett

For å sikre et velfungerende marked, er det vesentlig at handelen på handelsplassen og systemene som benyttes er underlagt tilfredsstillende regulering.

Børsloven § 13 omhandler organisatoriske krav til regulert marked. Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 39 (unntatt bokstav f). Det stilles krav om at regulert marked skal fastsette interne regler og treffe nødvendige tiltak som til enhver tid sikrer at det identifiserer og håndterer interessekonflikter mellom det regulerte markedet eller dets eiere og markedets oppgaver og funksjoner, og at det identifiserer og håndterer betydelige risikoer som virksomheten utsettes for. Videre kreves det at de interne reglene og tiltakene sikrer gjennomsiktige og faste handelsregler og prosedyrer for opptak til handel etter § 24, herunder objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre og at markedet har systemer for en forsvarlig drift av det tekniske systemet, herunder reserveløsninger ved tilfeller av tekniske avbrudd. Det skal videre legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner.

Børsloven § 22 stiller generelle krav til virksomheten på regulert marked. Bestemmelsen fastslår i første ledd at regulert marked skal drive sin virksomhet etter prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører. Regulert marked skal også sikre at det har god gjennomsiktighet og at kursnoteringene reflekterer de noterte instrumentenes markedsverdi.

Børsloven § 22 annet ledd fastslår at regulert marked skal ha nødvendige systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet, informasjonsgivning og markedsovervåkning ut fra måten virksomheten er organisert på. De konkrete virksomhetsreglene om gjennomsiktighet følger av børsloven §§ 28 og 29, mens reglene om markedsovervåkning følger av § 27. Disse behandles i henholdsvis kapittel 3.7 og 3.3.7.

Det er ingen krav om minimumskursendringer (tick sizes) i norsk rett, men flere handelsplasser opererer med dette i sine handelsregler. Det er heller ingen bestemmelse om synkronisering av klokker som benyttes til å registrere tidspunkt for hendelser på handelsplassen.

3.3.2.2 Forventet EØS-rett

De organisatoriske kravene til regulerte markeder er fastsatt i MiFID II artikkel 47. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 39. Bestemmelsens første ledd krever blant annet at regulert marked har rutiner og retningslinjer for å identifisere og håndtere interessekonflikter. Det stilles videre krav knyttet til risikohåndtering, tekniske systemer, handelsregler, gjennomføring av transaksjoner og finansielle resurser. MiFID II gjør ikke endringer i disse kravene.

Artikkel 47 nr. 2 nedlegger forbud mot at markedsoperatøren utfører kundeordre mot egen beholdning («proprietary capital») eller ved prinsipalmatchingshandel. Dette er en ny bestemmelse som innføres med MiFID II.

MiFID II artikkel 48 er en ny bestemmelse som inneholder relativt detaljerte krav til hvilke rutiner og systemer regulerte marked må ha for å sikre at handelen skjer på velordnet måte. Bestemmelsen gjelder for regulert markeder som benytter elektroniske systemer for ordreinnleggelse og matching av ordre (algoritmer), og må ses i sammenheng med kravene som stilles til verdipapirforetak i artikkel 17, som er nærmere omtalt under kapittel 3.11 nedenfor.

Etter MiFID II artikkel 48 nr. 1 stilles det krav om at regulerte markeder skal ha effektive systemer, rutiner og ordninger som sikrer at handelssystemet er robust og har tilstrekkelig kapasitet til å håndtere store ordre- og meldingsvolum, og at handelssystemet ivaretar kravene til ordnet handel under alvorlig markedsuro. Systemene må

videre være gjennomtestet for å sikre at nevnte krav ivaretas og være omfattet av effektive ordninger som sikrer driftsstabilitet og opprettholdelse av markedets tjenester dersom det oppstår svikt i handelssystemene. Bestemmelsene er utfylt av kommisjonsforordning C(2016) 4387[2] (RTS 7), som fastsetter detaljerte krav til virksomhetsstyring, compliancefunksjonen, ansatte, utkontraktering, testing og overvåkning av handelssystemene som benyttes. Kommisjonsforordningen fastsetter videre krav om at regulert marked må foreta en due dilligence av sine medlemmer, og at regulert marked før innføring av nytt handelssystem, og minst en gang årlig, skal gjennomføre en egenevaluering av deres oppfyllelse av artikkel 48.

Artikkel 48 nr. 2 og 3 inneholder krav til regulert marked når det gjelder avtaler med prisstillere. Regulert marked skal etter direktivet sørge for at de har et tilstrekkelig antall verdipapirforetak på handelsplassen som tilbyr likviditet til markedet. Dette må gjøres på en regelmessig og forutsigbar måte ved å stille forpliktende kurser til konkurransedyktige priser. Etter artikkel 48 nr. 2 bokstav (b) skal regulert marked ha en ordning for å sikre at det er et tilstrekkelig antall verdipapirforetak som inngår avtale med handelsplassen om å stille priser i den grad dette er hensiktsmessig ut fra arten og omfanget av handelen på handelsplassen. Kravet er utdypet i kommisjonsforordning C(2016)[3] 3523 (RTS 8).

Regulert marked skal inngå skriftlig avtale med alle verdipapirforetak som har en prisstillerstrategi på det regulerte markedet. Med prisstillerstrategi menes at verdipapirforetaket stiller bindende og samtidige kjøps- og salgskurser av sammenlignbare størrelser til konkurransedyktige priser for et eller flere bestemte finansielle instrumenter ved handel for egen regning, slik at markedet på en regelmessig og forutsigbar måte tilføres likviditet, jf. artikkel 17 nr. 4. Avtalene skal minst inneholde bestemmelser om hvilke forpliktelser prisstilleren har til å tilby likviditet og eventuelt andre forpliktelser og alle incentiver regulert marked tilbyr i form av rabatter og eventuelle andre rettigheter. Regulert marked må sørge for å følge opp og håndheve disse avtalene. Kravene til innholdet i avtalene er nærmere regulert i kommisjonsforordning C(2016) 3523.

I henhold til kommisjonsforordning C(2016) 3523 skal regulert marked publisere vilkårene i sine prisstilleravtaler, hvilke foretak som har signert slike avtaler og hvilke finansielle instrumenter som er omfattet. Avtalene skal være ikke-diskriminerende. Regulert marked skal videre underrette tilsynsmyndigheten om innholdet i avtalene og overvåke prisstillernes etterlevelse av disse.

Etter artikkel 48 nr. 4 skal det regulerte markedet ha på plass effektive systemer og rutiner som forhindrer ordreinnleggelser som går ut over fastsatte terskler for volum og pris eller som er klart feilaktige. Disse kravene er også utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 4387 (RTS 7), der det blant annet er fastsatt at regulert marked i det minste skal ha grenser for antall ordre som kan legges inn per sekund per medlem og kontroll av ordre.

Etter artikkel 48 nr. 5 skal regulert marked ha mulighet til midlertidig å stanse eller begrense handelen i en kort periode ved betydelige prissvingninger, og i særlige tilfeller kunne kansellere, endre eller korrigere transaksjoner. Regulert marked skal sikre at kriteriene for å stanse handler er kalibrert slik at det tas hensyn til likviditeten i markedet for de ulike klasser av instrumenter, type markedsmodell og brukere og er satt slik at de forhindrer betydelige forstyrrelser i handelen. Kriteriene skal rapporteres til tilsynsmyndigheten, som skal sende disse videre til ESMA. Det er stilt utdypende krav om at regulert marked må ha mekanismer for å håndtere prissvingninger og for å stanse eller begrense handelen automatisk i kommisjonsforordning C(2016) 4387 (RTS 7), herunder krav om testing av disse, allokering av ressurser til dette og overvåkning av mekanismene.

Samme finansielle instrumenter kan handles på flere handelsplasser. Det regulerte markedet som er viktigst målt ut fra likviditet i det enkelte instrument, må ha på plass nødvendige systemer og rutiner til å varsle tilsynsmyndigheten om stopp i handelen, slik at tilsynsmyndigheten kan vurdere om det er nødvendig å stoppe handelen på andre handelsplasser der instrumentet handles. ESMA skal utarbeide retningslinjer for dette. Hvilken handelsplass dette skal være er utdypet i kommisjonsforordning C(2016)3020[4] (RTS 12). For egenkapitalinstrumenter skal dette tilsvare den handelsplass som er det mest likvide markedet etter kommisjonsforordning C(2016) 4390[5]

---

2 Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying organisational requirements of trading venues

3 Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 13.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards specifying the requirements on market making agreements and schemes

(RTS 1), mens det for øvrige instrumenter er det regulerte markedet der instrumentet først ble tatt opp til handel, eventuelt der det først ble handlet dersom det ikke er tatt opp til handel på regulert marked.

Et regulert marked skal etter artikkel 48 nr. 6 ha systemer på plass for å sikre at algoritmehandel ikke skaper eller medvirker til forstyrrelser i handelen. Herunder skal handelsplassen stille et testmiljø tilgjengelig for testing av algoritmer for sine medlemmer og kreve at de tester de algoritmene som benyttes. Systemene må videre kunne håndtere eventuelle forstyrrelser som måtte oppstå i handelssystemet, herunder kunne begrense forholdstallet mellom ikke-gjennomførte ordre og transaksjoner fra medlemmene, kunne dempe hastigheten på ordrestrømmen hvis det er risiko for at handelssystemets maksimale kapasitet nås, og kunne begrense og håndheve minimumskursendring (tick size) som det utføres ordre på. Disse kravene utfylles nærmere i kommisjonsforordning C(2016) 4387 (RTS 7) der det blant annet fremkommer detaljerte krav til de testene som skal gjøres av systemene, algoritmene og strategiene, både på regulert marked selv og hos deres medlemmer og krav om kontroll av ordre. Både tilgangen til handelssystemet på regulert marked og medlemmenes handelssystemer, algoritmer og handelsstrategier skal godkjennes av regulert marked for bruk og ved betydelige oppdateringer. Hvordan forholdstallet mellom ikke-gjennomførte ordre og transaksjoner skal beregnes fremkommer i kommisjonsforordning C(2016) 2775[6] (RTS 9).

Artikkel 48 nr. 7 fastsetter krav til regulert marked som tillater direkte elektronisk tilgang (direct electronic access – DEA) om å ha systemer og retningslinjer som sikrer at kun medlemmer som er verdipapirforetak eller bank tilbyr slik tilgang og at disse bare tilbyr dette til personer som er egnet til dette. Medlemmet må fastsette og anvende hensiktsmessige kriterier for å sikre at personer som benytter tjenesten er egnet, og vil være ansvarlig for ordre og handler som utføres av andre personer på deres tilgang. Organisatoriske krav til medlemmer som tilbyr DEA følger av artikkel 17 nr. 5 og behandles nedenfor i kapittel 3.11. Regulert marked må ha hensiktsmessig risikokontroll og grenser for handel gjennom slik tilgang og handelsplassen må kunne skille disse fra handler fra medlemmet selv. Handelsplassen må også kunne stoppe ordre og handler som gjøres gjennom tilgangen. Regulert marked skal kunne suspendere og avslutte medlemmets direkte elektronisk tilgang dersom kravene i bestemmelsen ikke overholdes. Kommisjonsforordning C(2016) 4387 (RTS 7) fastsetter utfyllende regler til denne bestemmelsen.

Etter artikkel 48 nr. 8 og 9 skal regulert marked ha gjennomsiktige, rettferdige og ikke-diskriminerende regler om samlokalisering, det vil si at medlemmenes servere som benyttes i handelen, plasseres i samme lokaler som handelssystemets servere. Avgiftsstrukturen, herunder avgifter for utførelse og tilknyttede avgifter, skal også være gjennomsiktig, rettferdig og ikke-diskriminerende. Kommisjonsforordning C(2016) 3266[7] (RTS 10) har utfyllende bestemmelser om både samlokaliseringstjenester og avgiftsstruktur. Her er det blant annet fastsatt nærmere bestemmelser om hvilke objektive kriterier som skal legges til grunn for ulike avgiftsstrukturer for samme tjenester. Kriteriene og avgiftsstrukturen skal publiseres av handelsplassen.

Etter artikkel 48 nr. 10 skal regulert marked kunne identifisere de ulike algoritmene som brukes og hvem som har initiert ordren ved at medlemmene merker ordre der algoritmer er benyttet. Denne informasjonen skal gjøres tilgjengelig for tilsynsmyndigheten på forespørsel.

Etter artikkel 48 nr. 11 skal regulert marked gjøre data fra ordreboken tilgjengelig for tilsynsmyndigheten, eller gi tilsynsmyndigheten tilgang til ordreboken slik at tilsynsmyndigheten kan overvåke handelen.

---

4 Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 26.5.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards for the determination of a material market in terms of liquidity in relation to notifications of a temporary halt in trading

5 Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of shares, depository receipts, exchange-traded funds, certificates and other similar financial instruments and on transaction execution obligations in respect of certain shares on a trading venue or by a systematic internaliser

6 Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 18.5.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards for the ratio of unexecuted orders to transactions in order to prevent disorderly trading conditions

7 Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 6.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on requirements to ensure fair and non-discriminatory co-location services and fee structures

Regulert marked skal etablere et regime for minste kursendringer (tick size) etter artikkel 49 for aksjer, depotbevis, ETF, sertifikater og lignende finansielle instrumenter. Minste kursendring er den minste lovlige prisendringen på et instrument, og dermed også den minste lovlige forskjell mellom kjøps- og salgskurs (minimum spread). Bruk av minste kursendring balanserer ordrebokprioriteten mellom volum og tid slik at det ikke er mulig å få bedre prioritet ved å endre prisen ubetydelig. Kravene til minste kursendringer er nærmere utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 4389[8] (RTS 11). Reglene om minste kursendring skal fastsettes ut fra likviditeten i det enkelte instrument i de ulike markedene og gjennomsnittlig spread. Vurderingskriteriet ved fastsettelse av minste tick size skal være hensynet til behovet for et stabilt kursbilde uten at den minste tillatte kursendring begrenses unødvendig. Når det gjelder ETF'er, er disse underlagt krav om minste kursendring dersom fondet kun har aksjer som er omfattet av kravet, eventuelt en kurv bestående av slike aksjer, som underliggende.

MiFID II artikkel 50 inneholder bestemmelser om synkronisering av klokker for regulert marked og deres medlemmer. Synkroniseringskravet gjelder for klokker som benyttes for å registrere dato og tid for hendelser på regulert marked som omfattes av rapporteringsplikt. Bestemmelsen er utfylt av nivå 2-bestemmelser i kommisjonsforordning C(2016) 3316[9] (RTS 25).

3.3.2.3 Utvalgets vurderinger

Tillit til at handelsplassene er nøytrale og har integritet er viktig for et velfungerende marked. For å oppnå tillit, må det være tydelige krav til handelsplassens virksomhet og dens forhold til sine kunder, og vilkårene må være forutsigbare og gjennomsiktige. Kravene til organisering og krav til robuste systemer er sentrale i denne sammenheng.

MiFID II artikkel 47 nr. 1 er en videreføring av gjeldende bestemmelse om organisatoriske krav i MiFID I artikkel 39. Sistnevnte bestemmelse er gjennomført i børsloven § 13, med unntak av MiFID I artikkel 39 bokstav f, som er gjennomført i børsloven §§ 20 og 21. Bestemmelsen er nærmere omtalt i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 9.4, og utvalget viser til omtalen der. Utvalget foreslår å videreføre bestemmelsen, og beholde gjennomføringen av artikkel 47 nr. 1 bokstav (f) i bestemmelsene om kapitalkrav for regulerte markeder, slik gjeldende børslov gjør. Utvalget foreslår å endre ordlyden «faste handelsregler» til «ikke-diskresjonære handelsregler» i første ledd nr. 3, og å endre rekkefølgen på reglene i gjeldende bokstav c) og d) for å få bestemmelsen i samsvar med direktivet. Dette er ikke ment å innebære noen materiell endring av bestemmelsen. Det vises til utkast til verdipapirhandellov § 11-18 første ledd og §§ 11-16 og 11-17.

MiFID II artikkel 47 nr. 2 innfører forbud mot at markedsoperatører utfører kundeordre mot egen beholdning («proprietary capital») eller gjennom prinsipalmatchingshandel. Prinsipalmatchingshandel innebærer å gå mellom kjøper og selger i transaksjonen, uten å utsette seg for markedsrisiko. Begrepet er definert i utkast til verdipapirhandellov § 2-9 femte ledd og omtalt i kapittel 3.2.2.3. Utførelse av kundeordre mot egen beholdning («proprietary capital») og prinsipalmatchingshandel er å anse som handel for egen regning, og skal være underlagt direktivets bestemmelser for både egenhandel og utførelse av ordre, jf. fortalen til MiFID II punkt 24. Dette innebærer at blant annet kravene om beste utførelse skal gjelde for slike tjenester. Regulert marked er ikke underlagt krav om beste utførelse, og bør derfor ikke kunne utføre kundeordre på denne måten. Utvalget antar at forbudet ikke vil ha særlig praktisk betydning, da regulerte markeder i Norge uansett ikke utfører kundeordre mot egen beholdning («proprietary capital»). Utvalget foreslår å gjennomføre artikkel 47 nr. 2 i et nytt annet ledd i bestemmelsen om organiseringskrav, se utkast til verdipapirhandellov § 11-18 annet ledd.

Artikkel 48 i MiFID II er en ny bestemmelse som blant annet inneholder krav til handelssystemenes robusthet og kapasitet. Økt bruk av teknologi ved handel i finansielle instrumenter, som bruk av algoritmer og direkte elektronisk tilgang, medfører økt risiko for markedet. Det er derfor fastsatt omfattende organisatoriske krav til elektroniske handelssystemer for å sikre at disse er tilstrekkelig robuste.

Bestemmelsen bygger delvis på ESMAs retningslinjer «Systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities», datert 24.

---

8 Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the tick size regime for shares, depositary receipts and exchange traded funds

9 Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 7.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the level of accuracy of business clocks

februar 2012 (ESMA/2012/122). Artikkel 48 retter seg mot regulerte markeder, men MHF og OHF er også underlagt bestemmelsen, jf. MiFID II artikkel 18 nr. 5. Bestemmelsen må ses i sammenheng med artikkel 17, som stiller lignende krav til verdipapirforetak som benytter elektronisk handel ved bruk av algoritmer eller som tilbyr direkte elektronisk tilgang til en handelsplass. Artikkel 17 er omtalt under kapitel 3.11 nedenfor.

Artikkel 48 er omfattende, og dekker ulike temaer. Utvalget anser det derfor hensiktsmessig å dele den opp i flere bestemmelsen, ved gjennomføringen for å gjøre den lettere tilgjengelig. Innholdsmessig gjennomføres den likevel så direktivnært som mulig. Det er flere nivå 2-forordninger til artikkel 48, slik at det er behov for forskriftshjemler i hver av bestemmelsene som gjennomfører bestemmelsen.

Artikkel 48 nr. 1 foreslås gjennomført i utkast til verdipapirhandellov § 11-19 første og annet ledd. Bestemmelsen gjelder krav til systemer, prosedyrer og tiltak som skal være på plass for å sikre at handelssystemet er tilstrekkelig robust og har nødvendig kapasitet. Bestemmelsen er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 4387 (RTS 7). Hva som kreves av regulert markeds systemer, vil kunne variere avhengig av hvilke handelsmodeller som benyttes. De fastsatte organisatoriske kravene vil derfor ikke nødvendigvis gjelde for alle handelssystemer.

I artikkel 48 nr. 2 og 3 fastsettes krav til regulerte markeders avtaler med prisstillere. Det stilles krav om at det skal foreligge skriftlige avtaler mellom det regulerte markedet og prisstillerne, og det stilles nærmere krav til hvilke forpliktelser og incentiver som skal ligge i avtalene. Begrunnelsen for å fastsette særlige krav om at det må foreligge avtaler, er for det første å sørge for at likviditeten i ordreboken er forutsigbar ved å innføre kontraktsmessige forpliktelser for verdipapirforetak som følger prisstillerstrategier i sin virksomhet. Forpliktelsene er knyttet til tilgjengelighet, størrelse og spread.

For det andre ønskes det å gi incentiver for å få flere prisstillere i markedet, særlig i situasjoner med markedsuro. Avtalene vil typisk inneholde incentiver til å stille priser, gjerne i form av rabatter, under normale markedsforhold. Det kan imidlertid også stilles vilkår for å oppnå rabattene der det tas hensyn til prisstillerens faktiske likviditetstilførsel på det regulerte markedet i form av tilgjengelighet, størrelse og spread, for å hindre at prisstillerne plutselig trekker seg ut av markedet dersom markedsforholdene skulle bli usikre.

Utvalget foreslår å gjennomføre kravene i artikkel 48 nr. 2 og 3 om avtaler med prisstillere i en egen bestemmelse i utkast til verdipapirhandellov § 11-20.

Artikkel 48 nr. 4 stiller krav om at regulert marked skal ha systemer, prosedyrer og ordninger som forhindrer ordreinnleggelser som går ut over fastsatte terskler for volum eller pris, eller som er klart feilaktige. Disse kravene er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 4387 (RTS 7). Utvalget foreslår å gjennomføre artikkel 48 nr. 4 i utkast til verdipapirhandellov § 11-19 tredje ledd.

Behovet for midlertidig å kunne stanse eller begrense handelen i finansielle instrumenter er ivaretatt ved bestemmelsen i artikkel 48 nr. 5. Bestemmelsen gir hjemmel til å stanse eller begrense handelen for en kort periode dersom det er betydelige prissvingninger i instrumentet på handelsplassen eller på relatert marked. «Relatert marked» er ikke nærmere definert i regelverket verken på nivå 1 eller 2, men utvalget antar at «relatert marked» i denne sammenheng i alle fall er andre handelsplasser der instrumentet handles. Det kan imidlertid tenkes at begrepet kan omfatte også andre handelsplasser som på annen måte er relatert til hverandre, for eksempel ved annen korrelasjon mellom de finansielle instrumentene. ESMA skal fastsette retningslinjer for de beregningene som skal gjøres etter bestemmelsen, jf. artikkel 48 nr. 13. For finansielle instrumenter som handles på flere handelsplasser, må det avgjøres hvilken handelsplass som er viktigst for likviditeten i instrumentet ettersom denne handelsplassen vil være forpliktet til å melde eventuelle beslutninger om å stanse handelen til sin tilsynsmyndighet. Vedkommende tilsynsmyndighet skal ved slike meldinger vurdere om handelen skal stanses også på andre handelsplasser. Fastsettelsen av hvilken handelsplass dette er, er regulert av kommisjonsforordning C(2016) 3020 (RTS 12), som viser til kommisjonsforordning C(2016) 4390 (RTS 1) for så vidt gjelder egenkapitalinstrumenter. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkast til verdipapirhandellov § 11-19 fjerde, femte og sjette ledd.

Utvalget foreslår å gjennomføre kravene knyttet til algoritmehandel i artikkel 48 nr. 6 i utkast til verdipapirhandellov § 11-21. Bestemmelsen krever blant annet at regulert marked skal ha systemer som kan «slow down the flow of orders» dersom det er en risiko for at kapasiteten i systemet nås. Utvalget antar at det med dette menes at handelsplassen må ha systemer for å begrense antall ordre fra det enkelte medlem. Etter kommisjonsforordning C(2016) 4387 (RTS 7) ar-

tikkel 18 skal regulert marked ha ordninger som begrenser antall ordre hvert medlem kan legge inn i sekundet.

Det stilles også krav om at regulert marked som tillater sine medlemmer å tilby direkte elektronisk tilgang til sine kunder, skal ha effektive systemer og prosedyrer og treffe nødvendige tiltak for å sikre at medlemmene tilfredsstiller kravene som stilles til dem når de tilbyr dette. Kravene er fastsatt i artikkel 48 nr. 7, og er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 4387. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkast til verdipapirhandellov § 11-22.

Reglene om samlokalisering og avgiftsstruktur skal være gjennomsiktige, rettferdige og ikkediskriminerende, jf. artikkel 48 nr. 8 og 9. Begge bestemmelsene er nye, og avgiftsstruktur og samlokalisering har ikke vært gjenstand for direkte regulering tidligere. Utvalget foreslår å ta inn disse som første og andre ledd i utkast til verdipapirhandellov § 11-23.

Utvalget foreslår videre å gjennomføre artikkel 48 nr. 10 i utkastet § 11-21 tredje ledd. Bestemmelsen stiller krav om at regulert marked skal kunne identifisere ordre generert av algoritmer, hvilke algoritmer som er benyttet og hvem som har initiert ordren. Dette skal gjøres ved at medlemmene på handelsplassen skal merke disse ordrene som algoritmehandler overfor handelsplassen når de legges inn. Samtidig skal nevnte opplysninger gis. Utvalget legger til grunn at bestemmelsen står i sammenheng med pliktene handelsplassen har etter artikkel 48 nr. 6 til å følge opp algoritmehandelen til medlemmene, men skal også bidra til bedre tilsyn med algoritmehandel for tilsynsmyndighetene, herunder sette tilsynsmyndigheten i stand til å treffe tiltak for å ivareta markedets integritet. Opplysningsplikten som fremkommer av de generelle bestemmelsene om opplysningsplikt for regulerte markeder og verdipapirforetak i henholdsvis børsloven § 45 og verdipapirhandelloven § 15-2, som videreføres i utkast til ny verdipapirhandellov § 19-2, anses dekkende for kravet om at informasjonen skal være tilgjengelig for tilsynsmyndigheten. Tilsvarende gjelder for opplysningsplikten som pålegges i MiFID II artikkel 48 nr. 11.

MiFID II artikkel 49 har regler om at regulert marked må fastsette regler om minste kursendring (tick sizes) som kan benyttes, det vil si minste lovlige prisendring på et instrument. Begrunnelsen for å ha regler om minste kursendring, er at det ikke skal være mulig å få bedre prioritet ved å endre prisen ubetydelig.

Bestemmelsen gjelder bare enkelte, nærmere angitte finansielle instrumenter, der det er ansett at krav om regler om minste kursendring vil bidra til et velfungerende marked. Dette er aksjer, depotbevis og børshandlede fond (ETF), etterprioriterte obligasjoner og andre lignende finansielle instrumenter. I tillegg gir direktivbestemmelsen hjemmel til å fastsette krav om at det innføres minste kursendring for andre lignende finansielle instrumenter på nivå 2. Bestemmelsen utfylles av kommisjonsforordning C(2016) 4389 (RTS 11). Minste kursendring skal fastsettes for det enkelte finansielle instrument basert på kursnotering og fastsatte intervaller som fremkommer av vedlegget til kommisjonsforordningen. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkast til verdipapirhandellov § 11-24.

MiFID II artikkel 50 regulerer synkronisering av klokker for regulert marked og dets medlemmer for så vidt gjelder klokker som anvendes til å registrere hendelser som er underlagt rapporteringsplikt. Synkronisering av klokker er sentralt blant annet for å sørge for at handelsinformasjon (post-trade informasjon) kan gå direkte inn i en pålitelig samlet datastrøm (consolidated tape) og for å kunne overvåke ordre på tvers av handelsplasser og avdekke og forhindre markedsmisbruk. Synkronisering av klokker vil også bidra til et bedre sammenligningsgrunnlag av markedsvilkårene på tidspunktet for utførelse av transaksjonene. De nærmere bestemmelsene om synkronisering er fastsatt i kommisjonsforordning C(2016) 3316 (RTS 25). Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkast til verdipapirhandellov § 11-25.

Når det gjelder børsloven § 22 første og annet ledd, anser utvalget at det ikke er nødvendig å videreføre disse. Bestemmelsene ble innført i børsloven av 2000, og var delt i regulering av børser og autoriserte handelsplasser i henholdsvis § 5-1 og § 6-4. I begge bestemmelsenes første ledd fastsettes det at virksomheten skal drives med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører. Det skal videre sikres at markedet har god gjennomsiktighet og at kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi. I NOU 1999: 3 Organisering av børsvirksomhet m.m. kapittel 20.2 ble det vist til at slike prinsipper, som ligger bak de mer konkrete og detaljerte reglene om organisering, myndighet og oppgaver, også fantes i dansk og svensk rett. En lovfesting av prinsippene ble begrunnet i at dette ville sikre en bedre etterlevelse enn dersom prinsippene bare skulle angis i forarbeidene.

Børsloven av 2000 §§ 5-1 første ledd og 6-4 første ledd ble videreført i børsloven av 2007 § 22 første ledd, uten at bestemmelsen ble særlig vurdert. Utvalget viser til at reguleringen av virksomheten til regulerte markeder nå er omfattende, og at det synes unødvendig å lovfeste generelle prinsipper i tillegg til de konkrete reglene. Kravene om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører er ivaretatt blant annet i gjeldende § 13 bokstav c) om objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre og § 24 annet ledd om at regulert marked skal sørge for at finansielle instrumenter kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måte, samt bestemmelsene om tilgang til handelsplassen i § 26. Disse bestemmelsene foreslås videreført i utkastet § 11-18, § 12-2 og § 12-4. Kravet om at kursnoteringen skal gjenspeile markedsverdi var mer relevant før automatiske handelssystemer ble tatt i bruk, og begrepet «kursnotering» er foreldet. Kravet anses omfattet av bestemmelsene som ivaretar riktig prising av finansielle instrumenter, som MiFIRs bestemmelser om transparens, kravene til utsteders informasjonsplikt, kravene om lik tilgang til handelsplasser og bestemmelsene om prisstillere.

Børsloven § 22 annet ledd stiller krav om at regulert marked skal ha systemer for gjennomføring av handel, kursnoteringer, gjennomsiktighet, informasjonsgiving og markedsovervåkning. Hensikten var å sikre tilstrekkelig fokus på den systemtekniske siden for ledelsesorganene, herunder kontrollkomitéen, og hos tilsynsmyndigheten, jf. NOU 1999: 3 kapittel 20.4.2. Utvalget bemerker at fokuset på systemtekniske krav til regulert marked er større enn noen gang, og viser til den omfattende reguleringen som innføres med MiFID II, som for eksempel artikkel 48. Utvalget kan derfor ikke se behov for en slik generell bestemmelse etter at MiFID II gjennomføres i norsk rett.

3.3.3 Virksomhetsbegrensninger for regulert marked

3.3.3.1 Gjeldende rett

Børsloven § 23 fastsetter begrensninger for hvilken virksomhet et regulert marked kan drive. Regulert marked kan bare drive virksomhet som har naturlig sammenheng med drift av handelsplassen og som ikke svekker tilliten til handelsplassens integritet og uavhengighet, jf. § 23 første ledd. Dersom det er tvil om vilkårene er oppfylt, skal departementet avgjøre saken. Det følger videre av annet ledd at oppgjørsvirksomhet etter verdipapirhandelloven kapittel 13 som drives av regulert marked skal drives i eget foretak. Departementet kan gjøre unntak fra dette i forskrift eller i enkeltvedtak. Finanstilsynet har hjemmel til å pålegge regulert marked å drive eventuell annen virksomhet i annet foretak, jf. § 23 tredje ledd.

3.3.3.2 Forventet EØS-rett

Det er ikke regulering av hvilken virksomhet regulert marked kan drive med i MiFID II.

3.3.3.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget anser at det er behov for å videreføre børsloven § 23, da dette setter rammer for hvilken virksomhet regulert marked kan drive. Lignende virksomhetsbegrensninger er også fastsatt for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper, verdipapirfondsforvaltning og verdipapirforetak som utøver funksjoner som har så viktige samfunnsmessige sider at kjernevirksomheten skal skjermes mot ansvar og risiko som kan overføres fra annen virksomhet, og som vil gå utover kjernevirksomheten. Utvalget kan ikke se at gjennomføringen av MiFID II er til hinder for at børsloven § 23 videreføres. Det vises til utkast til verdipapirhandellov § 12-1.

3.3.4 Opptak til handel

3.3.4.1 Gjeldende rett

Opptak til handel for regulert marked er regulert i børsloven § 24. Etter bestemmelsen skal regulert marked fastsette egne handelsregler som skal sørge for at de finansielle instrumentene kan handles på redelig, velordnet og effektiv måte, samt at omsettelige verdipapirer er fritt omsettelige. Regulert marked skal sørge for at derivatkontraktene er utformet slik at de legger til rette for en velordnet prisdannelse og objektive oppgjørsbetingelser. Børsloven § 24 første til sjette ledd gjennomfører MiFID I artikkel 40.

Bestemmelsen om utsteders opplysningsplikt overfor regulert marked i § 24 syvende ledd er særnorsk og ikke en direktivgjennomføring. Bestemmelsen gjelder uten hensyn til taushetsplikt som eventuelt ligger på utsteders tillitsvalgte og ansatte, og omfatter opplysninger regulert marked trenger for å kunne oppfylle sine lovbestemte plikter. Regulert marked har hjemmel til å pålegge et foretak eller en person som ikke oppfyller sin opplysningsplikt, løpende mulkt etter børsloven § 30.

Det er hjemmel til å fastsette forskrifter om opptak til handel på regulert marked. Utfyllende regler finnes i kommisjonsforordning 1287/2006 artikkel 35 til 39, som er gjennomført i norsk rett ved inkorporasjon av forordningen i verdipapirforskriften § 15-1.

3.3.4.2 Forventet EØS-rett

Opptak av finansielle instrumenter til handel på regulert marked er regulert i MiFID II artikkel 51. Etter bestemmelsen er det regulert marked selv som skal fastsette regler for dette, men det stilles krav om at reglene er klare og transparente. Reglene skal sikre at finansielle instrumenter som er tatt opp til handel kan handles på redelig, velordnet og effektiv måte. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I artikkel 40.

Det er fastsatt utfyllende bestemmelser til MiFID II artikkel 51 i kommisjonsforordning C(2016) 3017[10] (RTS 17). I forordningen fastsettes blant annet regler for når et finansielt instrument anses å være egnet til å handles på redelig, velordnet og effektiv måte.

3.3.4.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II artikkel 51 viderefører artikkel 40 i MiFID I uten endringer. Bestemmelsen er gjennomført i børsloven § 24, og er omtalt i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 10.1. Utvalget viser til redegjørelsen som er gitt der, herunder redegjørelsen for forholdet til direktiv 2001/34/EF (opptaksdirekivet).

Børsloven § 34 og børsforskriften kapittel 2 inneholder særlige vilkår for notering på børs. Børs er et regulert marked med særskilt tillatelse til å drive virksomhet som børs, og er underlagt en noe strengere regulering enn alminnelige regulerte markeder. Organisatoriske forhold vedrørende børs er omtalt i utredningen kapittel 8.3.

Sondringen mellom alminnelige regulerte markeder og børser er ikke påkrevd etter MiFID II, men det stilles særskilte opptakskrav for notering («official listing») av finansielle instrumenter på børser i opptaksdirektivet som på flere punkter går lenger enn det som kreves etter MiFID II.

Børsloven § 34 og børsforskriften kapittel 2 om opptakskrav på børs har sitt opphav i opptaksdirektivet (direktiv 2001/34/EF). For børser gjelder både MiFID II del 3 (regulert marked) og opptaksdirektivet (særskilt for børser). Reglene i opptaksdirektivet og MiFID II del 3 er delvis overlappende, men opptaksdirektivet er mer detaljert særlig med hensyn til opptaksvilkårene. For regulerte markeder for øvrig gjelder bare MiFID II del 3. MiFID II gjør ikke endringer i opptaksdirektivet som gjelder «offisiell notering på fondsbørs» og ved motstrid mellom MiFID II og opptaksdirektivet skal sistnevnte gis forrang, jf. fortalen til MiFID II pkt. 122:

> «The provisions of this Directive concerning the admission of financial instruments to trading under the rules enforced by the regulated market should be without prejudice to the application of Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council and of Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council. A regulated market should not be prevented from applying more stringent requirements in respect of the issuers of financial instruments which it is considering for admission to trading than are imposed pursuant to this Directive.»

Siden MiFID II ikke regulerer børser utover de regler som gis for regulerte markeder, og opptaksdirektivet ikke har blitt endret ved MiFID II, vil endringer i MiFID II ikke nødvendiggjøre endringer i de særskilte reglene for opptak til notering på børser, utover eventuelle endringer av mer redaksjonell karakter i børsloven. Utvalget foreslår derfor å videreføre de materielle reglene om opptak til notering i børsloven i utkast til verdipapirhandellov kapittel 13. Det er også nødvendig å videreføre børsforskriften kapittel 2.

Det nevnes i denne sammenheng at MiFID II benytter «admission to trading» (opptak til handel) for opptak av finansielle instrumenter på regulert marked, MHF og OHF, mens opptaksdirektivet benytter «admission to listing» (opptak til notering) for opptak av finansielle instrumenter på børs. Denne begrepsbruken legges til grunn i forslag til lov og forskrift.

Gjeldende børslov § 24 har en noe annen struktur enn direktivet. Utvalget bemerker at disse avvikene ikke har betydning for innholdet i bestemmelsen, og utvalget er ikke kjent med at dette har skapt problemer i praksis. Utvalget vurderer det likevel slik at det er hensiktsmessig å tilpasse den norske gjennomføringsbestemmelsen til ordlyden og strukturen i artikkel 51. Utvalget foreslår at bestemmelsen gjennomføres i utkast til verdipapirhandellov § 12-2. De endringene som er

[10] Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 24.5.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the admission of financial instruments to trading on regulated markets

foretatt er ikke ment å innebære noen endringer i bestemmelsens materielle innhold.

Utvalget foreslår å videreføre den særnorske bestemmelsen i syvende ledd om opplysningsplikt for utsteders tillitsvalgte og ansatte. Bestemmelsen omhandler ikke opptaksreglene som sådan, men regulerer forholdet mellom utsteder og andre enn utsteder som har søkt om opptak til handel og det regulerte markedet. Bestemmelsens formål er å sikre regulert markeds tilgang til informasjon som er av betydning for overholdelse av sine forpliktelser. Utvalget viser til at MiFID II ikke inneholder bestemmelser om utsteders opplysningsplikt, og mener derfor at det må ligge innenfor det nasjonale handlingsrom å videreføre bestemmelsen. Utvalget foreslår å videreføre hjemmelen for regulert marked til å pålegge løpende mulkt ved brudd på opplysningsplikten i utkastet § 12-8.

Enkelte utstedere benytter såkalte «management-selskaper» som utfører ledelsesfunksjoner for utstederselskapet. Det er relativt vanlig at slik tjenesteyting omfatter alle ledelsesfunksjoner. En slik organisering innebærer at ledelsesfunksjoner utføres av personer som ikke er ansatte eller tillitsvalgte i utstederselskapet. Utvalget mener at det er hensiktsmessig at også slike tjenestetilbydere og deres ansatte og tillitsvalgte er underlagt tilsvarende lovbestemt opplysningsplikt overfor regulert marked. Utvalget foreslår derfor å utvide bestemmelsen til også å omfatte slike management-selskaper. Det vises til utkast til verdipapirhandellov § 12-2 syvende ledd.

Ettersom det er fastsatt utfyllende bestemmelser på nivå 2, må forskriftshjemmelen i børsloven § 24 åttende ledd videreføres, se utkastet § 12-2 åttende ledd. Det er også trolig behov for å videreføre deler av børsforskriften knyttet til opptak til handel.

3.3.5 Suspensjon og strykning

3.3.5.1 Gjeldende rett

Børsloven § 25 har regler om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel på regulert marked. Regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstiller handelsreglene på handelsplassen eller særlige grunner ellers tilsier det, jf. § 25 første ledd. Det kan likevel ikke fattes beslutning om suspensjon eller strykning dersom dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon. Regulert marked skal umiddelbart offentliggjøre beslutning om suspensjon eller strykning, og gi Finanstilsynet opplysninger om dette, jf. § 25 annet ledd.

Børsloven § 25 tredje ledd regulerer Finanstilsynets adgang til å beslutte at et regulert marked skal suspendere eller stryke et finansielt instrument. Suspensjon og strykning vurderes i praksis av det regulerte markedet selv, og Finanstilsynets hjemmel er lite benyttet. I fjerde ledd er det gitt en hjemmel til å gi nærmere regler om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter.

Børsloven § 25 første og annet ledd gjennomfører MiFID I artikkel 41. Tredje ledd gjennomfører MiFID I artikkel 50 nr. 2 bokstav j) og k).

3.3.5.2 Forventet EØS-rett

MiFID II artikkel 52 har bestemmelser om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter på regulert marked. Det er som utgangspunkt regulert marked selv som fatter slike beslutninger. Beslutning om suspensjon og strykning kan fattes dersom instrumentet ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets krav, med mindre en slik beslutning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for investorenes interesser eller markeds funksjon. Hva som skal til for at en beslutning om strykning kan ventes å medføre vesentlige ulemper, er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 80.

Bestemmelsen er bygget på gjeldende artikkel 41 i MiFID I, men er utvidet til å gjelde derivatinstrumenter som har det noterte instrumentet som strykes eller suspenderes som underliggende, jf. artikkel 52 nr. 2. Derivatinstrumentet kan bare strykes eller suspenderes dersom dette er nødvendig for å ivareta hensynet bak strykningen eller suspensjonen av det underliggende instrumentet. Bestemmelsens annet ledd har også regler for suspensjon og strykning på andre handelsplasser og SI der instrumentet handles. Dette er nærmere regulert i kommisjonsforordning C(2016) 3014[11] (RTS 18). Dersom underliggende kun er ett finansielt instrument, og dette suspenderes eller strykes, skal også derivatinstrumentet strykes/suspenderes, jf. kommisjonsforordningen artikkel 1. Avgjørelse om strykning eller suspensjon, både for instrumentet selv og eventuelle derivater med instrumentet som underliggende, skal offentliggjøres, og tilsynsmyndigheten skal underrettes.

[11] Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 24.5.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the suspension and removal of financial instruments from trading

For instrumenter som handles på flere handelsplasser eller SI, vil beslutninger om strykning og suspensjon på en handelsplass kunne medføre at instrumentet også bør strykes eller suspenderes på øvrige handelsplasser for å ivareta hensynene bak suspensjonen eller strykningen. Artikkel 52 nr. 2 har regler om slike prosesser. Utgangspunktet er at tilsynsmyndigheten, ved melding om at det er fattet beslutning om strykning eller suspensjon fra en handelsplass under deres tilsyn, skal kreve at også andre handelsplasser og SIer under deres tilsyn suspenderer eller stryker instrumentet dersom den opprinnelige beslutningen er begrunnet i mulig markedsmisbruk, overtakelsestilbud eller manglende opplysninger om innsideinformasjon om utsteder eller det finansielle instrumentet i strid med artikkel 7 eller 17 i MAR, med mindre suspensjon eller strykning kan medføre vesentlig ulempe for investorenes interesser eller for markedets funksjon.

Tilsynsmyndigheten skal offentliggjøre beslutninger om suspensjon eller strykning på handelsplasser som er under deres tilsyn, og notifisere ESMA og øvrige tilsynsmyndigheter om beslutningen. Dersom det aktuelle finansielle instrumentet handles på handelsplasser eller SI i andre jurisdiksjoner, skal vedkommende tilsynsmyndighet kreve tilsvarende suspensjon eller strykning av handelsplasser eller SI under deres tilsyn.

Reglene i artikkel 52 nr. 2 om notifikasjon gjelder tilsvarende når beslutning om suspensjon oppheves, og for beslutninger om strykning og suspensjon som fattes av tilsynsmyndigheten etter MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav m) og n).

3.3.5.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår å videreføre bestemmelsen som regulerer handelsplassens adgang til å suspendere og stryke finansielle instrumenter fra handel i utkast til ny verdipapirhandellov § 12-3.

Utvalget bemerker at gjeldende børslov § 25 gir adgang til strykning og suspensjon i «særlige tilfeller», i tillegg til der vilkårene for handel ikke lenger er til stede. Dette kan synes å gå noe lenger enn direktivet, som kun fastsetter adgang dersom instrumentet ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets krav. Adgangen til å gå ut over kravene i MiFID I generelt ble vurdert i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 10.2.5 jf. kapittel 8.1.5. Ettersom det under MiFID II legges opp til ytterligere fullharmonisering, har utvalget vurdert behovet for å beholde ordlyden «særlige tilfeller» på nytt. Utvalget kan ikke se at dette kriteriet i praksis gir noe mer enn direktivets ordlyd, og anser det unødvendig å videreføre dette som et alternativt kriterium som hjemler suspensjon og strykning. Det er imidlertid relativt mye forvaltningspraksis og rettspraksis knyttet til bestemmelsen som er sentral for tolkningen av kriteriene for suspensjon og strykning. Utvalget understreker at denne praksisen vil være relevant også etter endring av ordlyden.

Plikten til å suspendere eller stryke derivatinstrumenter som har det aktuelle finansielle instrumentet som underliggende eller på annen måte relaterer seg til det finansielle instrumentet, innføres med MiFID II, og må gjennomføres i norsk lov. Utvalget foreslår å ta inn dette som nytt annet ledd i bestemmelsen. Suspensjon eller strykning skal gjøres dersom dette er nødvendig for å fremme hensikten med strykningen eller suspensjonen av det noterte instrumentet. Dette vil typisk gjelde dersom derivatet er relatert til kun ett underliggende instrument og dette suspenderes eller strykes. Dersom derivatet er relatert til en kurv eller en indeks der det suspenderte instrumentet inngår sammen med flere, vil normalt ikke dette vilkåret være oppfylt, jf. fortalen til kommisjonsforordning C(2016) 3014 (RTS 18). Utvalget foreslår videre å gjennomføre reglene om suspensjon og strykning på andre handelsplasser i utkastet § 12-3 fjerde ledd. Etter utkastet § 12-3 tredje ledd skal den som suspenderer eller stryker et instrument fra handel melde dette til tilsynsmyndigheten. Bestemmelsene om forpliktelsene til relevante tilsynsmyndigheter i andre EØS-land til å pålegge handelsplasser i deres jurisdiksjoner å suspendere og stryke finansielle instrumenter, er ikke nødvendig å gjennomføre i norsk lov.

Utvalget foreslår videre å beholde Finanstilsynets hjemmel til å beslutte at markedsoperatøren skal suspendere eller stryke et finansielt instrument i samme bestemmelse som hjemler slik beslutning for regulert marked, se utkastet § 12-2 femte ledd. Tilsvarende som for regulert marked, foreslår utvalget at kriteriet «særlige grunner» ikke videreføres. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav m) og n).

Det er fastsatt utfyllende bestemmelser på nivå 2, og forskriftshjemmelen må videreføres.

3.3.6 Medlemskap og tilgang til regulert marked

3.3.6.1 Gjeldende rett

Regulert marked skal fastsette regler om medlemskap og tilgang til markedet, jf. børsloven § 26. Reglene skal være ikke-diskriminerende og være ba-

sert på objektive kriterier. Reglene skal beskrive medlemmenes forpliktelser som følger av reguleringen av og virksomheten til det regulerte markedet, handelsreglene, de profesjonelle standarder til ansatte i foretak som deltar på markedet og reglene og prosedyrene som gjelder for oppgjøret. Verdipapirforetak og kredittinstitusjoner kan være medlemmer, og nærmere krav til disse fremkommer av § 26 tredje ledd. I samme bestemmelse fastsettes krav til medlemmer som ikke er verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner.

Det følger av § 26 fjerde ledd at verdipapirhandellovens regler om god forretningsskikk, beste utførelse av ordre og ordrebehandling ikke gjelder mellom medlemmer på det regulerte markedet. Bestemmelsene skal imidlertid anvendes overfor medlemmets kunder. Femte ledd regulerer tilgangen til fjernmedlemsskap til markedet fra foretak i annen EØS-stat, mens sjette ledd regulerer Finanstilsynets plikt til å gi andre medlemsstater melding dersom regulert marked tar sikte på å tilrettelegge for fjernmedlemskap i annen EØS-stat.

Børsloven § 26 første til sjette ledd gjennomfører MiFID I artikkel 42. Syvende ledd er en særnorsk bestemmelse om opplysningsplikt for medlemmer overfor det regulerte markedet uten hinder av taushetsplikt. Det er gitt en forskriftshjemmel i åttende ledd. Denne er ikke benyttet. Regulert marked kan pålegge foretak eller person som bryter opplysningsplikten løpende mulkt etter børsloven § 30.

3.3.6.2 Forventet EØS-rett

Tilgang til regulert marked gjennom medlemskap eller som deltakere er regulert i artikkel 53. Bestemmelsen fastslår at regulert marked skal etablere gjennomsiktige og ikke-diskriminerende regler, basert på objektive kriterier, for tilgang eller medlemskap. I annet ledd spesifiseres hva reglene må omfatte, herunder hvilke forpliktelser som gjelder for medlemmet/deltakeren. Regulert marked kan ta opp verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og andre som tilfredsstiller nærmere krav som medlemmer eller deltakere. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I artikkel 42, men er noe endret i tredje ledd knyttet til kravene til andre personer som kan være medlem. Etter MiFID I måtte vedkommende være «fit and proper». Dette er nå endret til «are of sufficient good repute».

3.3.6.3 Utvalgets vurderinger

Det er ikke gjort vesentlige endringer i bestemmelsen om medlemskap og tilgang til regulert marked med MiFID II artikkel 53. Gjennomføringen av MiFID I artikkel 42 er omtalt i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 10.3. Utvalget viser til redegjørelsen som er gitt der, og foreslår å videreføre bestemmelsen i utkast til ny verdipapirhandellov § 12-4.

Artikkel 53 omtaler både medlemmer og deltakere, slik også MiFID I artikkel 42 gjør. Utvalget antar at disse begrepene betyr det samme og kan brukes om hverandre. Det vises i denne sammenheng også til fortalen til MiFID II punkt 16, der det uttrykkelig fremgår at «medlemmer» og «deltakere» benyttes for dem som har tilgang til regulert marked eller MHF, og at begrepene kan ombyttes. Utvalget foreslår derfor å videreføre den norske ordlyden «medlemmer», idet dette anses dekkende.

Artikkel 53 nr. 3 bokstav a) er noe endret ved at det tidligere kravet om at personer som søker om medlemskap, må være «fit and proper» er endret til at personen må være av «sufficient good repute». Utvalget viser til at kravet om «sufficient good repute» også er benyttet i øvrige egnethetsvurderinger som skal gjøres etter direktivet, for eksempel av ledelsen i verdipapirforetak og handelsplasser. Endringen medfører at bestemmelsene gjennomføres på samme måte. Utvalget kan ikke se at dette innebærer noen vesentlig endringer i det materielle innholdet i kravet om egnethet for medlemskap og tilgang til regulert marked. Utvalget foreslår likevel å endre ordlyden i den norske bestemmelsen tilsvarende.

Gjeldende børslov § 26 tredje ledd annet punktum om at medlemmer må ha en forsvarlig kapital, formålstjenlig organisasjon, tilstrekkelige tekniske systemer og for øvrig anses skikket til å delta i handelen i forhold til de forpliktelsene medlemskapet innebærer, er en særnorsk bestemmelse som ikke har sitt motstykke i MiFID II. En slik bestemmelse fantes heller ikke i MiFID I. Kravet ble tatt inn i forgjengeren til gjeldende børslov, og ble videreført i børsloven § 26. Da børsloven kom i 2000 var det ikke krav om at medlemmene måtte være verdipapirforetak eller kredittinstitusjon, og bestemmelsen var den gang nødvendig for å sikre at medlemmene var egnet.

For å få tillatelse som verdipapirforetak eller kredittinstitusjon, stilles det krav knyttet til både kapital, organisering, herunder skikkethet, og tekniske systemer. For andre personer som kan være medlemmer, er det stilt krav som fremkom-

mer av § 26 tredje ledd bokstav a) til d). Utvalget kan derfor ikke se at det er nødvendig å videreføre kravet i § 26 tredje ledd annet punktum. Kravene er dekket av ordlyden i MiFID II artikkel 53 nr. 3 og en gjennomføring av denne vil være tilstrekkelig. Utvalget anser det for øvrig lite hensiktsmessig å ha særkrav i den norske loven som ikke har selvstendig betydning. Utvalget foreslår derfor å ta dette ut, se lovutkastet § 12-4 tredje ledd.

Utvalget viser videre til at det i MiFID II artikkel 53 nr. 3 bokstav d) fremkommer at det skal tas hensyn til de ulike finansieringsordninger som det regulerte markedet har innført for å garantere riktig oppgjør av transaksjoner ved vurderingen av om en person som søker medlemskap, har nødvendige finansielle ressurser. Tilsvarende krav fremkommer ikke eksplisitt av børsloven § 26 tredje ledd bokstav d). Utvalget foreslår for ordens skyld å ta dette inn i utkastet § 12-4 tredje ledd nr. 4 for å sikre en riktig direktivgjennomføring. Forslaget er ikke ment å innebære materielle endringer i bestemmelsen.

Utvalget foreslår å gjennomføre artikkel 53 nr. 7 i nytt syvende ledd i § 12-4. Kravet om at regulert marked regelmessig skal sende en liste over markedets medlemmer til Finanstilsynet, er ikke tidligere gjennomført, og er ikke omtalt i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 10.3 som henvist til ovenfor. Utvalget anser at bestemmelsen må tas inn i utkastet § 12-4 for å sikre en mer hensiktsmessig gjennomføring av direktivet.

Utvalget foreslår å videreføre opplysningsplikten for medlemmer og deres tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt i utkastet § 12-4 åttende ledd. Det vises til begrunnelsen for å videreføre utstederes opplysningsplikt i utkastet § 12-2 syvende ledd under 3.3.4.3 ovenfor, som også gjør seg gjeldende her. Utvalget foreslår å videreføre bestemmelsen om løpende mulkt i utkastet § 12-8.

Børsloven § 26 forslås opphevet.

3.3.7 Markedsovervåkning

3.3.7.1 Gjeldende rett

Kravene til markedsovervåkning på regulert marked finnes i børsloven § 27 som gjennomfører MiFID I artikkel 43. Bestemmelsen fastsetter at regulert marked skal ha effektive ordninger og prosedyrer som sikrer en regelmessig overvåkning av medlemmenes etterlevelse av markedets egne regler. Regulert marked skal videre overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å kunne avdekke brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettsstridige handelsforhold. Ved mistanke om vesentlige brudd på dette, skal det etter annet ledd umiddelbart gis melding til tilsynsmyndigheten. Regulert marked har hjemmel til å pålegge utstedere av finansielle instrumenter notert på regulert marked overtredelsesgebyr ved brudd på børsloven eller ved vesentlige brudd på markedets regler og forretningsvilkår etter børsloven § 31.

Regulert marked kan kreve at verdipapirregister og oppgjørssentral uten hinder av taushetsplikt gir opplysninger som er nødvendige for at handelsplassen skal kunne oppfylle sine plikter knyttet til markedsovervåkning. Opplysningene kan ikke benyttes til andre formål. Det er fastsatt utfyllende bestemmelser om markedsovervåkning i børsforskriften §§ 18 til 21 med hjemmel i børsloven § 27 fjerde ledd.

3.3.7.2 Forventet EØS-rett

Regulert marked skal ha effektive systemer og ordninger for å overvåke at deltakerne og medlemmene overholder handelsreglene på handelsplassen, og identifisere rettsstridige handelsforhold og overtredelser av MAR, jf. MiFID II artikkel 54. Bestemmelsen er i stor grad en videreføring av MiFID I artikkel 43, men slik at det etter MiFID II også kreves at ordreinnleggelse og kanselleringer er omfattet av overvåkningen i tillegg til transaksjonene. I tillegg skal overvåkningen også kunne avdekke forstyrrelser i handelssystemet relatert til et finansielt instrument.

Etter artikkel 54 nr. 2 skal markedsoperatøren umiddelbart rapportere vesentlige overtredelser av handelsreglene eller rettsstridige handelsforhold eller handlinger som kan indikere markedsmisbruk eller systemforstyrrelser til tilsynsmyndigheten. Det er utarbeidet en liste over ulike momenter som skal tas med i vurderingen av om det foreligger overtredelser av handelsreglene, rettsstridige handelsforhold eller systemforstyrrelser i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 81 og vedlegg III. Når det gjelder forhold som indikerer overtredelser av MAR, er dette nærmere regulert i artikkel 82 i nevnte kommisjonsforordning og vedlegg III.

Tilsynsmyndigheten skal varsle ESMA om mottak av slike meldinger. Dersom meldingen gjelder mulig brudd på MAR, skal det kun varsles dersom tilsynsmyndigheten er overbevist om at overtredelsen pågår eller har funnet sted.

Artikkel 54 nr. 3 pålegger markedsoperatøren å oversende alle relevante opplysninger til tilsyns-

myndigheten for etterforskning og rettsforfølging av mulig markedsmisbruk på handelsplassen, og å samarbeide med tilsynsmyndigheten i denne sammenheng.

3.3.7.3 Utvalgets vurderinger

Artikkel 54 i MiFID II er i stor grad en videreføring av MiFID I artikkel 43. Gjennomføring av denne bestemmelsen i børsloven § 27 er omtalt i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 10.4. Utvalget vil gå gjennom endringene som gjøres ved MiFID II nedenfor. For øvrig vises til omtalen i nevnte proposisjon.

Markedsovervåkningen skal etter gjeldende rett omfatte transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettsstridige handelsforhold. Elektronisk handel innebærer økt risiko for forstyrrelser i markedet, blant annet ved bruk av algoritmer og strategier som innebærer hyppige ordreinnleggelser og kanselleringer. Derfor er det fastsatt strengere regler for bruken av slike strategier og systemer på ulike måter i MiFID II. For å kunne følge opp dette og ivareta tilliten til verdipapirmarkedet, er bestemmelsen om markedsovervåkning også utvidet. Overvåkningen skal etter nytt regelverk innrettes med sikte på å avdekke markedsforstyrrelser i handelssystemet relatert til et finansielt instrument. For å kunne avdekke mulige forstyrrelser i markedet, må overvåkningen ikke bare omfatte transaksjoner, men også ordreinnleggelser og kanselleringer, se artikkel 54 nr. 1. I artikkel 54 nr. 1 er det i tillegg tatt inn et tilleggskrav om at regulert marked må ha tilstrekkelige ressurser til å sikre regelmessig overvåkning av medlemmenes etterlevelse av markedets egne regler. Utvalget antar at det med ressurser i denne sammenheng menes både personalmessige og systemmessige ressurser. Utvalget foreslår å ta endringene inn i utkast til ny verdipapirhandellov § 12-5 første ledd.

Ettersom det i artikkel 54 nr. 1 tas inn krav om at markedsovervåkningen skal ta sikte på å avdekke forstyrrelser i markedet, utvider artikkel 54 nr. 2 plikten for markedsoperatøren til å gi tilsynsmyndigheten melding ved forstyrrelser i handelssystemet knyttet til et finansielt instrument. Utvalget foreslår å endre ordlyden i den norske bestemmelsen tilsvarende, se utkast til ny verdipapirhandellov § 12-5 annet ledd.

Artikkel 54 nr. 3 om oversendelse av relevant informasjon og bistand til tilsynsmyndighetene sto tidligere i MiFID I artikkel 43 nr. 2 annet punktum. Bestemmelsen er gjennomført i opplysningspliktbestemmelsen for regulerte markeder i børsloven § 45 første ledd. Utvalget anser det hensiktsmessig å videreføre denne strukturen, og foreslår at bestemmelsen om opplysningsplikt for regulert marked tas inn i utkast til verdipapirhandellov § 19-2 tredje ledd.

Gjeldende § 27 tredje ledd om opplysningsplikt for verdipapirregister og sentral motpart overfor regulert marked foreslås videreført i utkastet § 12-5 tredje ledd. Det vises til begrunnelsen under 3.3.4.3 ovenfor om regulert markeds behov for tilgang til informasjon som er av betydning for å overholde egne forpliktelser. Utvalget viser videre til at det er gjort enkelte språklige endringer i utkastet sammenlignet med gjeldende bestemmelse. Disse endringene er ikke ment å innebære noen materiell endring av bestemmelsen. Børsloven § 27 foreslås opphevet.

Børsforskriften §§ 18 til 21 er fastsatt med hjemmel i børsloven § 27 fjerde ledd. Utvalget anser at forskriftsbestemmelsene er dekket av MiFID II artikkel 54, og at det ikke er nødvendig å videreføre disse bestemmelsene.

Bestemmelsen i MiFID artikkel 54 nr. 2 om at tilsynsmyndigheten skal varsle ESMA om mottak av meldinger om overtredelse av handelsreglene eller rettsstridige handelsforhold eller handlinger som kan indikere markedsmisbruk eller systemforstyrrelser, er ikke nødvendig å gjennomføre i verdipapirhandelloven, da dette er en bestemmelse som kun retter seg mot tilsynsmyndigheten.

Utvalget foreslår å videreføre bestemmelsen om adgangen for regulert marked til å ilegge overtredelsesgebyr i utkastet § 12-9.

3.4 Multilateral handelsfasilitet og organisert handelsfasilitet

3.4.1 Innledning

Som nevnt i pkt. 3.3 gjelder mange av reglene på verdipapirområdet kun for finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på regulert marked.

På MHFer kan omsettelige verdipapir som er opptatt til handel på regulert marked omsettes uten utsteders samtykke. Slik utsteder skal ikke underlegges informasjonsforpliktelser som følge av omsetningen. Finansielle instrumenter som ikke er tatt opp til handel på regulert marked kan likevel omsettes på MHF. Operatøren må da sørge for at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at brukerne kan foreta velfundert investeringsbeslutning. Dette gjøres ved at utstederen under-

legges informasjonsforpliktelser som følger av MHFens regler for utstedere.

OHF er en ny type handelsplass som etableres med MiFID II, og er derfor ikke omfattet av gjeldende regulering. Dette presiseres ikke i omtalen av gjeldende rett i det følgende.

MHF og OHF er definert som investeringstjenester. Driften er MHF og OHF er likevel i stor grad underlagt tilsvarende regelverk som regulerte markeder. MHF kan etter gjeldende rett drives av verdipapirforetak eller markedsoperatør av regulert marked med tillatelse etter henholdsvis verdipapirhandelloven § 9-1 og § 9-5. Kravene til tillatelse, herunder kravene til eiere, styre og ledelse, kapitalkrav og krav til organisering, rutiner og retningslinjer behandles i kapittel 5, der kravene til verdipapirforetak behandles. I det følgende vil særreglene for MHF og OHF, utover det som gjelder for verdipapirforetakene generelt, bli behandlet.

3.4.2 Organisatoriske krav og virksomhetskrav

3.4.2.1 Gjeldende rett

Kravene til handel og gjennomføring av transaksjoner på MHF følger av verdipapirhandelloven § 11-1. Bestemmelsen fastsetter krav som kommer i tillegg til kravene til organisering av virksomheten i verdipapirhandelloven § 9-11 og som behandles i kapittel 5.

§ 11-1 første ledd nr. 1, 2 og 3 gir bestemmelser om hvilke regler den som driver en MHF må fastsette for virksomheten. For det første skal det fastsettes objektive handelsregler, herunder objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre, og det skal være regler om hvilke finansielle instrumenter som kan handles i systemet. Videre skal det være regler basert på objektive kriterier om tilgang til systemet. Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 14 nr. 1 og 2.

Den som driver en MHF skal også påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, sett hen til type bruker og type finansielt instrument, jf. § 11-1 første ledd nr. 4. Brukerne skal videre tydelig informeres om deres ansvar for oppgjør, og det skal legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av oppgjør, jf. § 11-1 første ledd nr. 5 og 6. Bestemmelsene gjennomfører MiFID I artikkel 14 nr. 2 annet ledd og nr. 5.

Etter § 11-1 første ledd nr. 7 skal den som driver en MHF umiddelbart etterkomme pålegg fra Finanstilsynet om å suspendere eller stryke et finansielt instrument. Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 14 nr. 7.

Reglene i verdipapirhandelloven §§ 10-11, 10-12 og 10-13 om god forretningsskikk, beste resultat ved utførelse av kundeordre og håndtering av kundeordre gjelder ikke for transaksjoner som sluttes på MHFen mellom personer som har fått tilgang til fasiliteten etter § 11-1 annet ledd eller mellom fasiliteten og nevnte personer, jf. § 11-1 tredje ledd. Bestemmelsene gjelder likevel overfor nevnte personers kunder. § 11-1 tredje ledd gjennomfører MiFID I artikkel 14 nr. 3.

Dersom et omsettelig verdipapir er tatt opp til handel på et regulert marked, og dette omsettes på handelsfasiliteten uten utstederens samtykke, blir ikke utstederen underlagt informasjonsplikt overfor handelsfasiliteten som følge av omsetningen. Dette fremkommer av § 11-1 fjerde ledd, som gjennomfører MiFID I artikkel 14 nr. 6.

3.4.2.2 Forventet EØS-rett

Etableringen av OHF som ny type handelsplass med MiFID II har medført at regelverket knyttet til MHF er endret. Enkelte av bestemmelsene fra MiFID I videreføres og skal gjelde for begge typer handelsfasiliteter, mens det på andre områder innføres nye regler som skal ivareta de særlige forholdene som gjøres gjeldende for henholdsvis MHF og OHF. I tillegg kommer at det som for regulert marked, innføres flere nye krav til organisering og systemer som følge av økt bruk av elektroniske handelssystemer på handelsplassene. Både MHF og OHF kan drives av et verdipapirforetak eller en markedsoperatør (for regulert marked) med tillatelse, jf. MiFID II artikkel 5 nr. 2.

MiFID II artikkel 18 viderefører flere av kravene i MiFID I artikkel 14, og gjelder for både MHF og OHF. Kravene i artikkel 18 kommer i tillegg til organiseringskravene i artikkel 16, som gjelder for verdipapirforetak generelt. Etter artikkel 18 nr. 1 skal MHF og OHF ha transparente regler og prosedyrer som legger til rette for rettferdig («fair») og ordnet («orderly») handel, og etablere objektive kriterier for en effektiv gjennomføring av ordre. Denne bestemmelsen tilsvarer MiFID I artikkel 14 nr. 1. Nytt i bestemmelsen er at MHF og OHF skal ha ordninger («arrangements») for en forsvarlig («sound») styring av de tekniske systemene («technical operations») på handelsfasiliteten, herunder ha en effektiv beredskap for å håndtere risiko for systemforstyrrelser.

I artikkel 18 nr. 2 fastsettes det at verdipapirforetaket eller markedsoperatøren skal etablere transparente regler med hensyn til kriterier for

hvilke finansielle instrumenter som kan omsettes på handelsfasiliteten. Videre skal operatøren etter nr. 2 annet ledd påse at det finnes tilstrekkelig offentlig tilgjengelig informasjon til at aktørene på fasiliteten kan fatte en investeringsbeslutning, hensyntatt type aktør og type instrument. I «påse» ligger et krav om at dersom det ikke finnes tilstrekkelig offentlig tilgjengelig informasjon, må den som driver fasiliteten sørge for at slik offentliggjøring finner sted. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 14 nr. 2. Det kreves ikke at utsteder skal være underlagt løpende eller periodisk informasjonsplikt overfor MHFen eller OHFen, i motsetning til kravene for regulert marked. Dersom et omsettelig verdipapir som er tatt opp til handel på regulert marked også handles på MHF eller OHF uten samtykke fra utsteder, skal utstederen ikke underlegges noen løpende eller periodiske informasjonsplikter overfor fasiliteten, jf. artikkel 18 nr. 8.

MiFID I artikkel 14 nr. 4 om transparente og objektive regler for tilgang til MHF er videreført i MiFID II artikkel 18 nr. 3. Kravet om egnethet for medlemmene i MiFID I artikkel 14 nr. 4 følger nå av artikkel 19 nr. 2 for MHFer. Bestemmelsen viser til kravene som gjelder for regulert marked (artikkel 53 nr. 3). Kravene for medlemskap er dermed fortsatt de samme for MHF som for regulert marked. Det gjelder ikke tilsvarende regler for OHF. For OHF er det kun krav om gjennomsiktige og objektive regler for tilgang til fasiliteten.

I MiFID II artikkel 18 nr. 4 er det innført en ny bestemmelse om interessekonflikter. Det kreves at den som driver en MHF eller OHF har ordninger («arrangements») for å identifisere og håndtere mulige negative konsekvenser for virksomheten på handelsfasiliteten, eller for aktørene som handler der, av interessekonflikter mellom MHFen, OHFen, deres eiere eller verdipapirforetaket eller markedsoperatøren som driver fasiliteten, og en velfungerende («sound functioning») MHF eller OHF.

Etter MiFID II artikkel 18 nr. 5 skal kravene i artikkel 48 (robuste systemer, automatiske handelssperrer og elektronisk handel) og artikkel 49 (minste kursendring) gjelde tilsvarende for den som driver en MHF eller en OHF. Handelsfasiliteten skal ha effektive systemer og rutiner og gjennomføre nødvendige tiltak for å følge disse kravene. Bestemmelsene er beskrevet nærmere i kapittel 3.3.2.

Etter MiFID II artikkel 18 nr. 6 skal verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en MHF eller en OHF informere aktørene som benytter fasiliteten («users») om partenes respektive ansvar for oppgjør for transaksjoner som er gjennomført der. Verdipapirforetak og markedsoperatører skal videre sørge for nødvendige ordninger som legger til rette for effektivt oppgjør av gjennomførte transaksjoner. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I artikkel 14 nr. 5.

I MiFID II artikkel 18 nr. 7 stilles det krav om at MHF og OHF skal ha minst tre medlemmer eller brukere som i betydelig grad er aktive («materially active») og som har mulighet til å samhandle med hverandre («interact»…»in respect of price formation») for å danne priser.

MHF og OHF skal umiddelbart etterkomme pålegg fra tilsynsmyndigheten om å suspendere eller stryke et finansielt instrument fra fasiliteten etter MiFID II artikkel 18 nr. 9. Denne bestemmelsen tilsvarer MiFID I artikkel 14 nr. 7.

MiFID II artikkel 18 nr. 10 fastsetter nærmere krav til hvilken informasjon som skal sendes til tilsynsmyndigheten. Både MHF og OHF skal sende en detaljert beskrivelse av funksjonaliteten på handelsfasiliteten, herunder enhver tilknytning til eller deltagelse fra et regulert marked, en MHF, OHF eller en systematisk internaliserer som er eid av samme verdipapirforetak eller markedsoperatør. Det skal videre sendes inn en liste over alle medlemmer, deltakere eller brukere. Tilsynsmyndigheten skal gjøre disse opplysningene tilgjengelig for ESMA på forespørsel, og skal også notifisere alle tillatelser som gis til MHF og OHF til ESMA.

Det er gitt utfyllende regler om denne rapporteringen i kommisjonsforordning 2016/824[12]. Kommisjonsforordningen gjelder for operatører av MHF og OHF, enten det er verdipapirforetak eller annen markedsoperatør. Hvilke konkrete opplysninger som skal gis, er fastsatt i forordningen, og omfatter både opplysninger som er felles for MHF og OHF, særlige opplysninger som skal gis av MHF knyttet til kravene i artikkel 19 nr. 3 og særkrav til OHF knyttet til artikkel 20. Operatøren skal sende oppdaterte beskrivelser ved betydelige endringer i den informasjonen som er gitt og som er relevant for tilsynsmyndighetens vurdering av fasilitetens overholdelse av kravene i MiFID II. All dokumentasjon skal sendes inn elektronisk, og vedlegget til forordningen skal benyttes.

[12] Commission Implementing Regulation (EU) 2016/824 of 25 May 2016 laying down implementing technical standards with regard to the content and format of the description of the functioning of multilateral trading facilities and organised trading facilities and the notification to the European Securities and Markets Authority according to Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments

Vedlegget er et skjema der det skal legges inn referanser til den dokumentasjonen som er sendt inn.

MiFID II artikkel 19 har videre enkelte tilleggskrav til MHFer. Kravene kommer i tillegg til kravene i artikkel 16 og 18. Dette er i stor grad en videreføring av MiFID I artikkel 14 for så vidt gjelder de bestemmelsene som ikke skal gjelde OHF. Artikkel 19 nr. 1 fastsetter krav om at det skal etableres og gjennomføres ikke-diskresjonære («non-discretionary») regler for utførelse av ordre i handelssystemet.

Kravene om at deltakere på MHF skal være egnet finnes i MiFID II artikkel 19 nr. 2, som viser til at bestemmelsen som gjelder for tilgang til regulerte markeder i artikkel 53 nr. 3 skal gjelde tilsvarende. Det vises til omtalen av artikkel 53 nr. 3 i kapittel 3.3.6.

I artikkel 19 nr. 3 er det fastsatt nye krav til nødvendige ordninger («arrangements») som MHF må ha på plass. Handelsfasiliteten skal være hensiktsmessig utstyrt for å kunne håndtere de risikoer som den er utsatt for. Herunder skal det gjennomføres nødvendige tiltak og systemer for å identifisere betydelige risikoer for driften og for å kunne redusere disse. Det følger videre av bestemmelsen at verdipapirforetaket eller markedsoperatøren må ha ordninger som legger til rette for en effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner som er utført på handelsfasiliteten. Den som driver MHFen skal også til enhver tid ha tilstrekkelige finansielle ressurser til å kunne legge til rette for ordnet handel, sett ut fra type og omfang av transaksjoner som utføres på fasiliteten og den risiko (utstrekning og grad) som handelsplassen er utsatt for.

På samme måte som under MiFID I skal bestemmelsene om god forretningsskikk (artikkel 24 og 25), en del av bestemmelsene om beste resultat ved utførelse av ordre (artikkel 27 nr. 1, 2 og 4) og håndtering av kundeordre (artikkel 28) ikke gjelde for transaksjoner utført på en multilateral handelsfasilitet mellom medlemmene eller deltakerne, eller mellom medlemmer/deltakere og MHFen. Medlemmene skal imidlertid sørge for at de følger nevnte bestemmelser overfor sine kunder når ordre utføres på vegne av kunder på MHFen. Dette følger av MiFID II artikkel 19 nr. 4.

Verdipapirforetak eller markedsoperatør for MHF skal ikke tillates å utføre kundeordre mot egen beholdning («proprietary capital»), eller ved prinsipalmatchingshandel, jf. artikkel 19 nr. 5.

Organisert handelsfasilitet skiller seg fra de to øvrige typer handelsplasser på flere måter, og dette reflekteres i de særlige kravene som stilles til denne typen handelsfasilitet. Kravene er fastsatt i MiFID II artikkel 20.

Etter artikkel 20 nr. 1 skal verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en OHF, etablere ordninger som hindrer at kundeordre utføres mot deres egen beholdning («against the proprietary capital») eller mot midlene til foretak som er del av samme gruppe eller juridiske person som verdipapirforetaket eller markedsoperatøren.

Det følger videre av artikkel 20 nr. 2 at verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en OHF kan utføre kundeordre ved prinsipalmatchingshandel dersom kunden har samtykket i dette og handelen gjelder obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippstillatelser og enkelte derivater. Utførelse av ordre på OHFen knyttet til derivater som tilhører en klasse derivater som er underlagt clearingplikt i henhold til EMIR artikkel 5, kan ikke gjøres ved prinsipalmatchingshandel. I artikkel 20 nr. 2 er det også fastsatt et eksplisitt krav om at det skal etableres ordninger som sikrer overholdelse av definisjonen av prinsipalmatchingshandel i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (38). En OHF kan kun drive annen egenhandel enn prinsipalmatchingshandel i forbindelse med statsobligasjoner som det ikke er et likvid marked for, jf. artikkel 20 nr. 3.

En OHF og en SI kan ikke drives innen samme juridiske enhet, jf. artikkel 20 nr. 4. OHFen skal heller ikke ha en slik tilknytning til en SI at ordre som legges inn på OHFen kan matches med ordre eller kurser på en SI. Tilsvarende gjelder for to OHFer. Etter artikkel 20 nr. 5 skal det være tillatt for en OHF å engasjere et verdipapirforetak til å være uavhengig prisstiller på handelsfasiliteten. Med uavhengig skal i denne sammenheng forstås at det ikke er noen nær forbindelse mellom verdipapirforetaket og verdipapirforetaket eller markedsoperatøren som driver OHFen.

OHFer skal utføre ordre på diskresjonær basis, jf. artikkel 20 nr. 6. Valgfriheten kan utøves ved beslutning om å legge inn eller trekke en ordre fra OHFen og/eller ved beslutning om ikke å matche en spesifikk kundeordre med ordre i systemet på et bestemt tidspunkt, forutsatt at dette er i tråd med instruksjoner gitt av kunden og at dette er i samsvar med kravene i MiFID II artikkel 27 (beste resultat ved utførelse av ordre). Beslutning knyttet til om, når og hvor stor del av to ordrer som skal matches i systemet ligger også til verdipapirforetaket eller markedsoperatøren av OHFen. Det kan videre legges til rette for forhandlinger mellom kunder for å bringe potensielt matchende interesser sammen. Disse forhandlingene må gjøres innenfor reglene i artikkel 20 nr.

1, 2, 4 og 5, men påvirker ikke kravet i nr. 3. Kravet om diskresjonær utførelse av ordre i artikkel 20 nr. 6 påvirker heller ikke artikkel 18 og 27.

Etter artikkel 20 nr. 7 kan tilsynsmyndigheten kreve at verdipapirforetaket eller operatøren av OHF gir en detaljert forklaring på hvorfor systemet ikke samsvarer med og ikke kan operere som en MHF, et regulert marked eller SI og en detaljert beskrivelse av hvordan skjønnet vil utøves, herunder når ordre vil bli trukket fra systemet og hvordan matchingen vil skje. I tillegg skal tilsynsmyndigheten ha en redegjørelse for OHFens bruk av kundematchingshandler.

3.4.2.3 Utvalgets vurderinger

Drift av MHF og OHF anses som investeringstjenester, men reguleringen er likevel i stor grad tilsvarende den som gjelder for regulerte markeder. Regulert marked, MHF og OHF er alle multilaterale systemer, og reguleres derfor i det vesentlige likt når det gjelder krav til systemene og hvilke rutiner og ordninger som må etableres. MHF og OHF er i likhet med regulert marked utsatt for økt risiko som følge av bruk av elektroniske systemer og bruk av direkte elektronisk tilgang, noe som reflekteres i reguleringen av fasilitetene.

MiFID II artikkel 18 er i stor grad en videreføring av MiFID I artikkel 14, som gjelder for MHF. Bestemmelsen utvides til å gjelde OHF også, mens de bestemmelsene i artikkel 14 som kun skal gjelde for MHF er flyttet ut i artikkel 19. Særreglene for OHF finnes i artikkel 20. Bestemmelsene kommer i tillegg til de organisatoriske kravene som stilles til verdipapirforetak i artikkel 16, som foreslås gjennomført i utkastet § 9-16.

Tillatelse til å drive MHF og OHF kan gis til verdipapirforetak eller en markedsoperatør etter MiFID II artikkel 5 nr. 2. Dette er i dag gjennomført i verdipapirhandelloven § 9-5 for MHFer, som fastslår at regulert marked kan få tillatelse til å drive MHF. Bestemmelsen må videreføres, og det vises til utkast til verdipapirhandellov § 9-8 om at markedsoperatør kan gis tillatelse til å drive MHF eller OHF. Verdipapirforetak og markedsoperatør med tillatelse til å drive MHF eller OHF vil i det følgende omtales som «operatøren» som en fellesbetegnelse.

Bestemmelsene om drift av MHF er samlet i gjeldende verdipapirhandellov kapittel 11. Kapittelet har bestemmelser som knytter seg til organisatoriske krav (§ 11-1), markedsovervåkning (§ 11-2) og transparens (§§ 11-3 og 11-4). Utvalget anser det hensiktsmessig å flytte bestemmelsene i kapittel 11 til relevante kapitler i utkast til ny verdipapirhandellov. Utvalget anser dette mest hensiktsmessig for å oppnå en lovstruktur som er tilsvarende som MiFID II. Det vises til omtalen i kapittel 1.3.2.2. Utvalget foreslår derfor å plassere bestemmelsene om handel og gjennomføring av transaksjoner på MHF og OHF og de øvrige særkravene til henholdsvis MHF og OHF til kapittelet om tillatelse og vilkår for verdipapirforetak.

Artikkel 18 nr. 1 stiller krav om transparente regler og prosedyrer for en rettferdig og ordnet handel, og krav om at det etableres objektive kriterier for en effektiv gjennomføring av ordre. Nytt i bestemmelsen er at den som driver fasiliteten skal ha ordninger for en forsvarlig styring av den tekniske driften av fasiliteten, herunder effektive ordninger for å håndtere risiko for systemforstyrrelser. Utvalget foreslår å gjennomføre artikkel 18 nr. 1 i utkast til § 9-38 første ledd nr. 1. Gjeldende verdipapirhandellov § 11-1 første ledd nr. 1 har ikke eksplisitt gjennomført kravet om transparente regler og rutiner for en rettferdig og ordnet handel. For å sikre en hensiktsmessig direktivgjennomføring, foreslår utvalget å ta dette inn i bestemmelsen. Utvalget anser det mest hensiktsmessig å benytte ordet «klare» i lovteksten, ikke «gjennomsiktige» ettersom begrepet brukes i sammenheng med regler. Dette er ikke ment å innebære en materiell endring i kravene som stilles til MHF og OHF.

MiFID II artikkel 18 nr. 2 om at det må etableres regler for hvilke finansielle instrumenter som kan handles på handelsfasiliteten og at operatøren må påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon, foreslås videreført i utkastet § 9-38 første ledd nr. 2. Bestemmelsen gjenfinnes i gjeldende verdipapirhandellov § 11-1 første ledd nr. 2 og 4. Utvalget anser det hensiktsmessig å samle disse to kravene, slik direktivet gjør. Når det gjelder kravet om at den som driver en MHF eller en OHF «i nødvendig grad [må] påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning», foreslår utvalget å endre ordlyden noe ved at «i nødvendig grad» tas ut. Utvalget viser til Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 11.3.1, der det ble lagt til grunn at vurderingstemaet for hva som skal til for at operatøren av MHF/OHF tilfredsstiller informasjonskravet finnes i «tilstrekkelig offentlig informasjon», og at «i nødvendig grad» kan innebære et utilsiktet vurderingstema. Dette ble likevel ikke reflektert i verdipapirhandelloven § 11-1 første ledd nr. 4. Utvalget foreslår å korrigere dette i utkast til verdipapirhandellov.

MiFID II artikkel 18 nr. 3 foreslås videreført i utkast til verdipapirhandellov § 9-38 første ledd nr.

3. Bestemmelsen fastsetter krav om at operatøren må ha transparente og ikke-diskriminerende regler om tilgang til handelssystemet. Gjeldende ordlyd i verdipapirhandelloven § 11-1 første ledd nr. 3 reflekterer ikke kravet om at reglene skal være transparente og ikke-diskriminerende. Utvalget foreslår å ta inn disse kravene for å sikre en hensiktsmessig gjennomføring av direktivet. Tilsvarende som under nr. 1, foreslår utvalget å bruke ordet «klare» i stedet for transparente her. Dette antas ikke å innebære en materiell endring av bestemmelsen.

Bestemmelsen i MiFID II artikkel 18 nr. 4 er en ny bestemmelse om interessekonflikter. Det stilles krav om at den som driver MHF eller OHF må ha ordninger for å identifisere og håndtere mulige negative konsekvenser for driften av handelsfasiliteten eller for dens medlemmer, deltakere og brukere av interessekonflikter mellom MHFen, OHFen, deres eiere eller den som driver MHFen eller OHFen, og en velfungerende MHF eller OHF. Utvalget foreslår å gjennomføre denne i utkast til ny verdipapirhandellov § 9-38 første ledd nr. 4. Kravene til å identifisere og håndtere interessekonflikter strammes inn med MiFID II, herunder for MHF og OHF. I tillegg til det generelle kravet om å identifisere og håndtere interessekonflikter etter artikkel 23, skal den som driver MHF eller OHF ha et særlig fokus på interessekonflikter som kan ha negativ innvirkning på en velfungerende handelsfasilitet.

MiFID II artikkel 18 nr. 5 fastsetter at operatøren av MHF og OHF også skal være underlagt kravene i artikkel 48 og 49, og ha tilstrekkelige systemer, rutiner og ordninger for å følge kravene. Bestemmelsene gjelder henholdsvis krav til robuste systemer, automatisk handelsstopp og elektronisk handel og krav til minste kursendring. Utvalget viser til at økt bruk av teknologi som algoritmer og direkte elektronisk tilgang også gjør seg gjeldende for handelssystemene som benyttes på en MHF og OHF. Bestemmelsene som skal sikre at elektroniske handelssystemer på regulerte markeder er tilstrekkelig robuste bør derfor også gjelde for disse handelssystemene. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkast til ny verdipapirhandellov § 9-38 første ledd nr. 5.

Den som driver MHF eller OHF, skal etter MiFID II artikkel 18 nr. 6 opplyse sine medlemmer og brukere om deres ansvar for oppgjør av de transaksjonene som utføres på fasiliteten. Videre skal operatøren sørge for at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av oppgjør for transaksjonene. Bestemmelsen er gjennomført i gjeldende verdipapirhandellov § 11-1 første ledd nr. 5 og 6. Utvalget foreslår å samle de to kravene i en bestemmelse, slik direktivet er lagt opp. Det vises til utkast til ny verdipapirhandellov § 9-38 første ledd nr. 6.

I MiFID II artikkel 18 nr. 7 innføres et nytt krav om at fasiliteten skal ha minst tre medlemmer som handler aktivt i en viss utstrekning og som har anledning til å handle med hverandre for å få etablert en pris. Utvalget antar at dette kravet er tatt inn for å sikre at det ikke etableres MHF eller OHF med kun to medlemmer, men kan ikke se at dette kravet er særlig praktisk for norske forhold. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkastet § 9-38 første ledd nr. 7.

Et finansielt instrument kan være tatt opp til handel på et regulert marked, og i tillegg omsettes på en MHF eller en OHF. Dersom slik omsetning skjer uten samtykke fra utsteder, skal vedkommende ikke underlegges informasjonsplikter overfor handelsfasiliteten, jf. MiFID II artikkel 18 nr. 8. Bestemmelsen videreføres uendret fra MiFID I. Utvalget foreslår å videreføre gjeldende verdipapirhandellov § 11-1 fjerde ledd i utkastet § 9-38 annet ledd.

MiFID II artikkel 18 nr. 9 viderefører MiFID I artikkel 14 nr. 7 om at operatøren av en MHF umiddelbart skal etterkomme pålegg om å suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel, men utvider bestemmelsen til å omfatte OHF også. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkastet § 9-38 første ledd nr. 8, med tilsvarende utvidelse som gjøres i MiFID II.

Bestemmelsen i MiFID II artikkel 18 nr. 10 er også ny. Her fastsettes krav om at operatøren av MHF og OHF skal gi tilsynsmyndigheten en detaljert beskrivelse av funksjonaliteten, herunder enhver tilknytning til eller deltakelse fra et regulert marked, annen MHF eller OHF eller en SI som har samme eier, og en liste over deres medlemmer og brukere. Kravene til rapportering er utdypet i kommisjonsforordning 2016/824. Det fremkommer ikke klart av forordningen eller direktivet når disse opplysningene skal sendes inn. Gitt at formålet med rapporteringen er at tilsynsmyndigheten skal kunne vurdere om handelssystemene på MHFen og OHFen tilfredsstiller kravene i definisjonene av de ulike handelsfasilitetene, antar utvalget at denne informasjonen må gis i forbindelse med søknaden om tillatelse. Dette ble også lagt til grunn av ESMA i forbindelse med høringen av kommisjonsforordningen[13]. Utvalget foreslår å presisere dette ved gjen-

[13] Consultation Paper MiFID II/MiFIR 19. desember 2014 ESMA/2014/1570 side 498.

nomføring av MiFID II artikkel 18 nr. 10. Eksisterende MHFer skal også sende inn opplysningene i forordningen artikkel 2 og 3, jf. forordningen artikkel 4. Etter kommisjonsforordningen artikkel 8 skal opplysningene sendes på nytt ved betydelige endringer. Utvalget bemerker for øvrig at Finanstilsynet når som helst kan be om denne informasjonen med hjemmel i de generelle bestemmelsene om opplysningsplikt overfor Finanstilsynet. Utvalget foreslår å gjennomføre plikten til å gi opplysninger i utkast til verdipapirhandellov § 9-38 tredje ledd, og foreslår samtidig å gi hjemmel til å fastsette utfyllende bestemmelser i § 9-38 fjerde ledd.

MiFID II artikkel 19 fastsetter krav til organisering som kun gjelder for MHF. Bestemmelsen viderefører en del av MiFID I artikkel 14, men har også nye krav til operatøren av en MHF. Artikkel 19 nr. 1 viderefører kravet om at en MHF skal ha ikke-diskresjonære regler for utførelse av ordre. Dette kravet reflekterer et av særtrekkene ved MHFene, nemlig at det ikke skal utøves skjønn ved matchingen av ordre i handelssystemet. På denne måten er MHFen lik regulert marked. Bestemmelsen er gjennomført i gjeldende verdipapirhandellov § 11-1 første ledd nr. 1. Ved gjennomføringen ble det lagt til grunn at begrepet «ufravikelige» ikke burde benyttes for «non-discretionary» i lovforslaget, slik det ble foreslått i NOU 2006: 3 kapittel 8.4.3.2., jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 11.3.1, og kravet ble ikke tatt inn i bestemmelsen.

Utvalget viser til at kravet om at utførelse av ordre på MHF skal skje automatisk når ordre som er lagt inn i systemet matcher hverandre er sentralt og det som skiller en MFH fra en OHF. Utvalget anser det derfor nødvendig å endre ordlyden i bestemmelsen, slik at det kommer klart frem at reglene for utførelse av ordre på MHF ikke kan være diskresjonære. Det vises til utkastet til ny verdipapirhandellov § 9-39 første ledd.

MiFID II artikkel 19 nr. 2 fastslår at reglene for tilgang til handelsfasiliteten som nevnt i artikkel 18 nr. 3 skal være i samsvar med kravene i MiFID II artikkel 53 nr. 3. Etter denne bestemmelsen kan verdipapirforetak og kredittinstitusjoner være medlemmer på regulert marked, i tillegg til andre personer som tilfredsstiller nærmere bestemte krav til egnethet. Det vises til omtalen av bestemmelsen i kapittel 3.3.6. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkast til ny verdipapirhandellov § 9-39 annet ledd.

Bestemmelsen i MiFID II artikkel 19 nr. 3 er i det vesentlige ny, med unntak av bokstav b). Etter bokstav a) skal operatøren av MHFen etablere ordninger som gjør at fasiliteten kan håndtere de risikoer den er utsatt for, etablere ordninger og systemer til å identifisere alle vesentlige risikoer for driften og ha effektive tiltak som reduserer disse risikoene. Det følger av bokstav b) at operatøren skal sørge for at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av oppgjør på MHFen. Etter bokstav c) skal operatøren ha tilgjengelig, både når tillatelse blir gitt og løpende, tilstrekkelige finansielle ressurser til å legge til rette for en velfungerende handelsfasilitet, tatt i betraktning type og omfang av transaksjoner som sluttes på fasiliteten, og type og grad av risiko som den er utsatt for. Utvalget foreslår å gjennomføre denne bestemmelsen i utkast til ny verdipapirhandellov § 9-39 tredje ledd.

Etter artikkel 19 nr. 4 skal ikke reglene om informasjonskrav og god forretningsskikk (artikkel 24 og 25), prinsippet om beste resultat ved utførelse av ordre (artikkel 27 nr. 1, 2, 4 til 10) og håndtering av kundeordre (artikkel 28) gjelde for transaksjoner som inngås mellom medlemmer på en MHF, eventuelt mellom medlemmene og selve MHFen. Bestemmelsene skal imidlertid etterleves av medlemmene overfor sine kunder, når de gjennomfører kundeordre på en MHF. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I artikkel 14 nr. 3, og utvalget foreslår å videreføre bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 11-1 tredje ledd i utkast til ny verdipapirhandellov § 9-39 fjerde ledd.

Det følger av MiFID II artikkel 19 nr. 5 at den som driver en MHF, ikke kan utføre ordre mot egen beholdning («proprietary capital») eller gjennom prinsipalmatchingshandel. Dette har sammenheng med at MHFen ikke er underlagt krav om blant annet beste resultat ved utførelse av ordre ettersom matchingen av ordre skal skje uten utøvelse av skjønn fra handelsfasiliteten. Utvalget legger til grunn at bestemmelsen etterleves i dag, og at den ikke vil ha praktisk betydning for norske MHFer. Bestemmelsen foreslås gjennomført i utkast til ny verdipapirhandellov § 9-39 femte ledd.

Særkravene til organisert handelsfasilitet, OHF, finnes i MiFID II artikkel 20. På denne handelsfasiliteten kan det kun handles andre instrumenter enn egenkapitalinstrumenter, det vil si derivater, obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippstillatelser og derivater.

En OHF kan ikke utføre kundeordre mot beholdningen («proprietary capital») til sin operatør eller annet selskap som er del av den samme gruppen eller juridiske person som operatøren. I artikkel 20 nr. 1 stilles det krav om at operatøren skal etablere nødvendige ordninger for å hindre at

dette skjer. Interessekonfliktene som oppstår ved å utføre ordre mot egen beholdning («proprietary capital») på denne måten, anses å være så fremtredende at disse ikke kan håndteres. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkast til ny verdipapirhandellov § 9-40 første ledd.

Utgangspunktet er at OHF kan utføre kundeordre ved prinsipalmatchingshandel. Det følger imidlertid av MiFID II artikkel 20 nr. 2 at dette kun kan gjøres dersom kunden har gitt samtykke til dette. Prinsipalmatchingshandel kan likevel ikke gjøres ved utførelse av ordre i derivater som hører til en derivatklasse som er underlagt clearingplikt etter EMIR artikkel 5. I korthet er dette derivater som underlegges clearingplikt etter beslutning fra ESMA. Dette er naturlig, ettersom oppgjøret gjennom clearing vanskelig lar seg forene med en utførelse ved prinsipalmatchingshandel. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkast til verdipapirhandellov § 9-40 annet ledd.

MiFID II artikkel 20 nr. 2 krever også eksplisitt at operatøren av en OHF skal sørge for å ha ordninger som sikrer at den etterlever definisjonen av prinsipalmatchingshandel. Utvalget foreslår å ta inn dette kravet i utkastet § 9-40 tredje ledd.

Etter artikkel 20 nr. 3 kan operatøren av en OHF utføre annen egenhandel enn prinsipalmatchingshandel kun når det gjelder statsobligasjoner som det ikke er et likvid marked for. Utvalget antar at dette henger sammen med at en del primærhandlere i statsobligasjoner fremover vil måtte ha tillatelse som OHF for å kunne videreføre sin virksomhet. Primærhandlene gjøres mot egen beholdning («proprietary capital»), og det er ønskelig at disse fortsatt kan gjøre slike handler selv om de blir underlagt konsesjonsplikt som OHF. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkast til verdipapirhandellov § 9-40 fjerde ledd.

MiFID II artikkel 20 nr. 4 fastslår at OHF og SI ikke kan drives innen samme juridiske enhet. En OHF skal heller ikke ha et slikt forhold til en SI eller en annen OHF at ordrene på OHFen og prisene som stilles på SIen, eller ordrene på de to OHFene, kan handle med hverandre. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkast til ny verdipapirhandellov § 9-40 femte ledd.

I MiFID II artikkel 20 nr. 5 er det tatt inn en bestemmelse om at medlemsstatene ikke skal hindre en operatør av en OHF i å engasjere et verdipapirforetak til å være prisstiller på uavhengig grunnlag. Ettersom det ikke er bestemmelser i norsk lov som hindrer OHFer i å inngå slike avtaler, verken rettslig eller praktisk, mener utvalget at det ikke er nødvendig å gjennomføre denne bestemmelsen eksplisitt i regelverket.

Etter MiFID II artikkel 20 nr. 6 skal utførelse av ordre på OHF skje på diskresjonær basis. Det diskresjonære skjønnet kan skje enten ved beslutning om å plassere ordren eller trekke den fra OHFen. Et alternativ til å plassere ordrene er å rute dem videre for utførelse på annen handelsplass. Videre kan operatøren utøve skjønn ved beslutning om ikke å utføre en konkret kundeordre med ordre som er tilgjengelige i systemet på et gitt tidspunkt, forutsatt at dette er i tråd med instruksjoner mottatt fra kunden og forpliktelsene til å oppnå beste resultat ved utførelse av ordre etter artikkel 27. Forpliktelsene etter denne bestemmelsen gjelder i tillegg til artikkel 18 og 27. Utvalget foreslår å ta inn at kravet gjelder i tillegg til kravene i utkastet § 9-38, slik det er gjort i utkastet § 9-39 som gjelder for MHF, men utvalget ser ikke behov for å lovfeste særskilt at kravene i § 10-19 og § 10-20 gjelder, slik det er gjort i direktivet. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkast til ny verdipapirhandellov § 9-40 sjette og syvende ledd.

MiFID II artikkel 20 nr. 7 gir tilsynsmyndigheten hjemler til å be om at operatøren av en OHF gir opplysninger knyttet til systemene og virksomheten på handelsfasiliteten. For det første skal OHF gi en detaljert begrunnelse for hvorfor handelssystemet ikke kan anses som et regulert marked, MHF eller en SI. Det skal videre gis informasjon om hvordan skjønnet vil bli utøvet ved utførelse av ordre, herunder når en ordre vil bli trukket og når og hvordan to eller flere ordre vil bli matchet. Det skal også gis opplysninger om prinsipalmatchingshandler. Disse opplysningene skal enten gis i forbindelse med søknad om tillatelse eller ved behov. Bestemmelsen skal sikre at tilsynsmyndigheten får nødvendig informasjon for å kunne føre tilsyn med OHFens virksomhet. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkast til ny verdipapirhandellov § 9-40 åttende ledd.

Gjeldende verdipapirhandellov § 11-1 foreslås opphevet.

3.4.3 Markedsovervåkning

3.4.3.1 Gjeldende rett

Kravene om at MHF skal ha markedsovervåkning fremkommer av verdipapirhandelloven § 11-2. Etter første ledd skal fasiliteten etablere ordninger og prosedyrer som sikrer en regelmessig overvåkning av brukernes etterlevelse av reglene som

gjelder for fasiliteten. Operatøren skal overvåke transaksjoner som gjennomføres med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, herunder reglene om markedsmisbruk i verdipapirhandelloven kapittel 3, fasilitetens egne regler og rettsstridige handelsforhold. Ved mistanke om vesentlig brudd på disse reglene, eller andre relevante lover og forskrifter, skal operatøren av en MHF umiddelbart varsle Finanstilsynet, jf. § 11-2 annet ledd.

Operatøren skal videre bistå Finanstilsynet ved mistanke om markedsmisbruk etter kapittel 3. Denne bistanden skal gis uten kostnad for Finanstilsynet, jf. § 11-2 tredje ledd. Det er gitt hjemmel til å gi forskrifter i fjerde ledd.

Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 26.

3.4.3.2 Forventet EØS-rett

Reglene om markedsovervåkning på MHF og OHF er gitt i MiFID II artikkel 31. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 26, men slik at virkeområdet er utvidet til også å gjelde for OHF. Kravene i artikkel 31 er de samme som gjelder for regulert marked etter artikkel 54. Bestemmelsen er beskrevet i kapittel 3.3.7 og det vises til beskrivelsen der.

MHF og OHF skal ha effektive systemer og ordninger for å overvåke at deltakerne og medlemmene overholder handelsreglene på handelsplassen, og identifiserer rettsstridige handelsforhold og overtredelser av MAR. På samme måte som for regulert marked, utvides overvåkningsplikten til å omfatte ordreinnleggelse og kanselleringer i tillegg til transaksjonene. I tillegg skal overvåkningen også kunne avdekke forstyrrelser i handelssystemet relatert til et finansielt instrument. MiFID II artikkel 31 nr. 1 krever videre at handelsfasiliteten skal anvende tilstrekkelige ressurser til at overvåkningen er effektiv.

Artikkel 31 nr. 2 regulerer plikten til å rapportere vesentlige overtredelser av handelsreglene eller rettsstridige handelsforhold eller handlinger som kan indikere markedsmisbruk eller systemforstyrrelser til tilsynsmyndigheten. Listen over ulike momenter som skal tas med i vurderingen av om det foreligger overtredelser av handelsreglene, rettsstridige handelsforhold eller systemforstyrrelser, er fastsatt i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 81 og vedlegg III. Når det gjelder forhold som indikerer overtredelser av MAR, er dette nærmere regulert i artikkel 82 i nevnte kommisjonsforordning og vedlegg III.

Operatøren av en MHF eller OHF skal oversende alle relevante opplysninger til tilsynsmyndigheten for etterforskning og rettsforfølging av mulig markedsmisbruk på handelsplassen, og samarbeid med tilsynsmyndigheten i denne sammenheng, jf. artikkel 31 nr. 3.

3.4.3.3 Utvalgets vurderinger

Utvidelsen av kravene til markedsovervåkning har sammenheng med at det på MHF og OHF, på samme måte som regulerte markeder, er økt bruk av algoritmer og strategier som medfører hyppige ordreinnleggelser og kanselleringer. Slike innleggelser og kanselleringer, og mulige forstyrrelser i handelssystemene, må derfor også overvåkes.

Utvalget viser til vurderingene i kapittel 3.3.7, og foreslår å videreføre verdipapirhandelloven § 11-2 i utkast til verdipapirhandellov § 9-41. Ordlyden videreføres med nødvendige endringer som følge av endringene i MiFID II artikkel 31. Gjeldende verdipapirhandellov § 11-2 foreslås opphevet.

3.4.4 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel

3.4.4.1 Gjeldende rett

Det finnes ikke bestemmelser om adgang for MHF til å beslutte suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel på fasiliteten i gjeldende verdipapirhandellov. Finanstilsynet har imidlertid hjemmel til å treffe beslutning om strykning og suspensjon som et ledd i tilsynet med markedet etter reglene i verdipapirhandelloven § 15-7 syvende ledd. MHF skal umiddelbart etterkomme slikt pålegg, jf. verdipapirhandelloven § 11-1 første ledd nr. 7.

3.4.4.2 Forventet EØS-rett

I MiFID II artikkel 32 innføres det en ny bestemmelse om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel på MHF og OHF. Bestemmelsen tilsvarer bestemmelsen om suspensjon og strykning for regulerte markeder i MiFID II artikkel 52. Artikkel 52 er behandlet i kapittel 3.3.5.

For MHF og OHF er det som utgangspunkt fasiliteten selv som skal fatte beslutning om å suspendere eller stryke finansielle instrumenter fra handel i deres systemer. Slik beslutning kan fattes dersom instrumentet ikke lenger tilfredsstiller fasilitetens regler, med mindre slik beslutning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for investore-

nes interesser eller fasilitetens funksjon. Hva som ligger vesentlige ulemper er utfyllende regulert i kommisjonsforordning C(2016) 2398. Avgjørelse om strykning skal offentliggjøres, og tilsynsmyndigheten skal underrettes, jf. artikkel 32 nr. 2.

Operatøren av MHF eller OHF skal også suspendere eller stryke derivatinstrumenter som har instrumentet som ble strøket eller suspendert som underliggende, jf. MiFID II artikkel 32 nr. 2. Derivatinstrumentet skal bare suspenderes eller strykes dersom dette er nødvendig for å ivareta hensynet bak suspensjonen eller strykningen av det underliggende instrumentet. Artikkel 32 nr. 2 har også regler for suspensjon og fjerning på andre handelsplasser eller fra handel på SI. Disse er tilsvarende det som gjelder for regulert marked, men bestemmelsene er noe ulike bygget opp. Det vises til redegjørelsen for dette i kapittel 3.3.5.

3.4.4.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til vurderingene i kapittel 3.3.5.3, som også gjør seg gjeldende for gjennomføring av MiFID II artikkel 32. MiFID II artikkel 52 og 32 er noe ulike bygget opp, men fastsetter likt regelverk for regulerte markeder og MHF og OHF. Utvalget anser systematikken i artikkel 32 som mer treffende, og foreslår å bygge opp den norske lovbestemmelsen på samme måte. Det vises til utkast til verdipapirhandellov § 9-42.

3.5 Vekstmarkeder for små og mellomstore bedrifter (SME growth markets)

3.5.1 Gjeldende rett

Det finnes ikke særregulering for handelsplasser som ønsker å tilby tilpassede løsninger for handel i finansielle instrumenter utstedt av små og mellomstore utstedere i dag.

3.5.2 Forventet EØS-rett

MiFID II legger til rette for at operatører av MHFer skal kunne registrere MHFen som vekstmarked for små og mellomstore bedrifter (heretter omtalt som vekstmarked for SMBer) for å øke handelen i små og mellomstore bedrifter og derved lette deres tilgang på kapital. Dette gjøres ved å redusere kravene for opptak til handel for slike utstedere, og samtidig ha bestemmelser om offentliggjøring av opplysninger og krav til markedsovervåkning som gjør det attraktivt for investorer å handle på handelsplassen.

Reguleringen av vekstmarkeder for SMBer finnes i MiFID II artikkel 33. I henhold til artikkel 33 nr. 2 skal slik registrering skje etter søknad til tilsynsmyndigheten, forutsatt at MHFen tilfredsstiller kravene i artikkel 33 nr. 3. Kravene kommer i tillegg til øvrige krav som stilles til MHFen i direktivet, men er ikke til hinder for at operatøren av MHFen kan stille ytterligere krav til utstedere enn de som fremkommer av nr. 3, jf. artikkel 33 nr. 4.

MiFID II artikkel 33 nr. 3 bokstav a) stiller krav om at minst 50 % av utstederne av finansielle instrumenter som tas opp til handel på MHFen, skal tilfredsstille kravene til små og mellomstore bedrifter. SMBer defineres i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 13 som et selskap som har en gjennomsnittlig markedsverdi på under 200 millioner euro beregnet på grunnlag av sluttkursen for de tre foregående kalenderårene. Definisjonen av markedsverdi i denne sammenheng er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 77. Til sammenligning kan det nevnes at om lag ¾ av utstederne av aksjer notert på Oslo Børs per november 2016 er å anse som SMBer.

Kravet om at 50 % av utstederne må være SMBer må være tilfredsstilt på tidspunktet for registrering av MHFen som vekstmarked for SMBer og i hvert kalenderår etter dette. Beregningen av 50 %-kravet er nærmere regulert i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 78. Dersom MHFen ikke har vært i drift lenge nok til å kunne dokumentere at kravet er oppfylt ved registrering, skal MHFen registreres som vekstmarked for SMBer, men må dokumentere etter tre år at kravene har vært tilfredsstilt i denne perioden, i tråd med beregningen i reglene i kommisjonsforordningen artikkel 78.

MHFen må videre ha hensiktsmessige kriterier for opptak til handel på handelsplassen og hensiktsmessige løpende forpliktelser. Det vises til artikkel 33 nr. 3 bokstav b).

Ved opptak til handel skal det foreligge tilstrekkelig offentlig informasjon til at investorene kan fatte en informert investeringsbeslutning. Dette innebærer at det enten må foreligge et hensiktsmessig opptaksdokument eller et prospekt som nevnt i prospektdirektivet (direktiv 2003/71), jf. artikkel 33 nr. 3 bokstav c). Det følger videre av bokstav d) at det må være en hensiktsmessig periodisk rapportering fra eller på vegne av utsteder, for eksempel ved reviderte årsrapporter.

Utstederen, deres ledende ansatte og de ansattes nærstående skal etter MiFID II artikkel 33 nr. 3 bokstav e) etterleve relevante regler som gjelder for dem etter MAR. Etter bokstav f) skal lovpålagte opplysninger om utstederen oppbevares og

offentliggjøres, og etter bokstav g) skal MHFen etablere effektive systemer og kontroller for å hindre og avdekke markedsmisbruk på markedet som påkrevd etter MAR.

Kravene i bokstav b), c), d) og f) er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 78 nr. 2. Disse kravene er generelle og åpner for at flere forretningsmodeller kan tilfredsstille kravene som stilles for registrering som vekstmarked for SMBer, men handelsreglene må sikre en rettferdig og ordnet handel, og det må etableres objektive og transparente kriterier for handel på handelsplassen. Det må videre etableres regler for minstekrav som stilles til opptaksdokumentet. Det stilles ikke krav om at den periodiske rapporteringen må følge IFRS-kravene, dette vil være opp til handelsplassen å fastsette selv. Videre skal all rapportering offentliggjøres på handelsplassens egen nettside, alternativt ved en direkte lenke til utsteders nettside.

I MiFID II artikkel 33 nr. 5 gis det nærmere regler for tilsynsmyndighetens avregistrering av MHFen som vekstmarked for SMBer. Dette kan skje dersom MHFen søker om dette eller dersom MHFen ikke lenger tilfredsstiller kravene i artikkel 33 nr. 3. Utfyllende regler for avregistrering er fastsatt i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 79. Avregistrering skal skje dersom kravet om at halvparten av utstederne må være SMBer ikke oppfylles tre kalenderår på rad.

Dersom et finansielt instrument er tatt opp til handel på et vekstmarked for SMBer, kan det bare tas opp til handel på annet vekstmarked for SMBer dersom utsteder er informert om dette og ikke har innsigelser. Utsteder skal ikke pålegges forpliktelser knyttet til foretaksstyring eller offentliggjøring av det andre vekstmarkedet, jf. MiFID II artikkel 33 nr. 7.

Utstedere med finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på vekstmarked for SMBer, er unntatt fra enkelte av forpliktelsene som er pålagt utstedere etter MAR. Etter MAR artikkel 17 nr. 9 er det tilstrekkelig at innsideinformasjon fra utsteder offentliggjøres på handelsplassens nettsider dersom vekstmarkedet tilbyr dette. Utsteder trenger derfor ikke å offentliggjøre denne informasjonen på sin egen nettside. Det følger videre av MAR artikkel 18 nr. 6 at utstedere på vekstmarked for SMBer, under visse forutsetninger, er unntatt kravet om å utarbeide løpende innsiderlister.

3.5.3 Utvalgets vurderinger

I fortalen til MiFID II punkt 132 flg. gis det uttrykk for at det er ønskelig å legge til rette for at SMBer får tilgang til kapital og for videreutvikling av markeder som ivaretar behovene for små og mellomstore utstedere. I Europa tilbys dette i dag gjennom MHFer som spesialiserer seg på dette. Etableringen av vekstmarkeder for SMBer under MiFID II vil gjøre disse markedene mer synlige og profilerte, og vil bidra til felles regulering av MHFer som ønsker å tilby dette. Reguleringen skal ivareta behovet for investorbeskyttelse ved investeringer i SMBer, mens det for utstedere i denne kategorien skal være mindre byrdefullt å innhente kapital gjennom slike handelsplasser.

Utvalget foreslår å gjennomføre MiFID II artikkel 33 i utkast til ny verdipapirhandellov § 9-43, det vil si i samme kapittel i loven som de øvrige kravene til MHFer foreslås inntatt, ettersom registrering som vekstmarkeder for SMBer anses som en underkategori av MHFene. Utvalget foreslår at det i første ledd fastsettes at Finanstilsynet kan registrere en MHF som vekstmarked for SMBer etter søknad fra MHFen. Et vekstmarked for SMBer kan ikke markedsføre seg som dette uten å være registrert. Registrering skjer etter søknad til tilsynsmyndigheten, og MHFen må godtgjøre at kravene for registrering er oppfylt. Utvalget antar at dette i praksis vil måtte håndteres som en søknad om tillatelse som kommer i tillegg til tillatelse som MHF.

Det foreslås at definisjonen av en SMB i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 13 gjennomføres i annet ledd i bestemmelsen. Definisjonen er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 77, som gjennomføres i forskrift.

I tredje ledd foreslås det å innta vilkårene som må være oppfylt for registrering, tilsvarende MiFID II artikkel 33 nr. 3. Kravet i artikkel 33 nr. 3 bokstav e) (det vil si tiltak for å begrense og oppdage markedsmisbruk) er i samsvar med MAR. Utvalget bemerker at tilsvarende krav gjelder for øvrige MHFer (og OHFer) etter MAR artikkel 16, selv om tilsvarende krav ikke eksplisitt er tatt inn i de generelle kravene til disse handelsfasilitetene i MiFID II. Det er gitt hjemmel til å fastsette bestemmelser på nivå 2 som gir lempeligere regler for utstedere på vekstmarkeder for SMBer, men Kommisjonen fant det ikke hensiktsmessig å fastsette slike regler.

MiFID II artikkel 33 nr. 4 fastslår uttrykkelig at kravene etter bestemmelsen gjelder i tillegg til de øvrige kravene som stilles til MHFer. Utvalget anser det ikke nødvendig å lovfeste dette, ettersom det av utkastet § 9-43 fremkommer at det er MHFer som kan registreres som vekstmarked for SMB. Kravene i artikkel 33 nr. 3 er heller ikke til hinder for at verdipapirforetaket eller markeds-

operatøren som driver MHFen stiller ytterligere krav for handel på handelsplassen. Utvalget anser det heller ikke nødvendig å lovfeste dette eksplisitt så lenge det ikke er hindringer i loven for at tilleggskrav fastsettes.

Verdipapirforetaket eller markedsoperatøren som driver MHFen kan søke tilsynsmyndigheten om å bli avregistrert som vekstmarked for SMBer. Avregistrering kan også skje på tilsynsmyndighetens eget initiativ dersom MHFen ikke lenger tilfredsstiller kravene i MiFID II artikkel 33 nr. 3, jf. nr. 5. Utvalget foreslår å gjennomføre denne bestemmelsen i utkastet § 9-43 fjerde ledd, mens artikkel 33 nr. 7 foreslås gjennomført i femte ledd.

Ettersom det er gitt regler på nivå 2 til bestemmelsen, foreslår utvalget å ta inn en forskriftshjemmel i sjette ledd.

Selv om det etableres et nytt regelverk for disse markedene, er ikke MHFer forpliktet til å søke om å bli registrert som vekstmarked for SMBer selv om de tilfredsstiller kravene for dette. Utstedere er heller ikke forpliktet til å søke opptak til handel på slike markeder, selv om de er å anse som SMBer etter direktivet.

3.6 Plikten til å handle enkelte derivater på handelsplass

3.6.1 Gjeldende rett

Det finnes ikke regler i gjeldende lovgivning i dag som innebærer forpliktelser om at enkelte derivater skal handles på handelsplass.

Verdipapirhandelloven § 10-8 pålegger clearingplikt for handel i derivater som er notert på regulert marked. Bestemmelsen skal sikre partene mot kreditt- og oppgjørsrisiko, og legger til rette for en praktisk avvikling av derivathandelen. Bestemmelsen er behandlet i kapittel 7.12.7 i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007).

3.6.2 Forventet EØS-rett

MiFIR artikkel 28 stiller krav om at finansielle motparter skal gjennomføre sine transaksjoner mot andre finansielle motparter og mot store ikke-finansielle motparter i enkelte derivatinstrumenter på en handelsplass. Plikten omtales ofte som handelsplikt for derivater, og instrumenter og parter som er underlagt denne kan ikke gjøre handlene OTC, herunder ikke på SI. I MiFIR artikkel 29 til 34 er det fastsatt enkelte andre regler som står i nær sammenheng med handelsplikten i artikkel 28. Disse behandles også her.

Plikten til å handle enkelte derivater på handelsplass gjelder de samme parter og derivater som er underlagt clearingplikt etter EMIR, men slik at enkelte tilleggskrav gjelder for handelsplikten etter MiFIR. Regelverket i MiFIR henger derfor nært sammen med EMIR på dette punkt.

Etter artikkel 28 er det finansielle motparter, slik disse er definert i EMIR artikkel 2 nr. 8, og ikke-finansielle motparter som tilfredsstiller kravene i EMIR artikkel 10 nr. 1 bokstav b) som er underlagt handelsplikten. Som finansielle motparter regnes blant annet verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, forsikringsselskap, verdipapirfond og alternative investeringsfond, mens ikke-finansielle motparter bare omfattes dersom de har ikke-risikoreduserende transaksjoner over bestemte terskelverdier.

Når det gjelder hvilke instrumenter som er omfattet av artikkel 28, er dette derivater som tilhører en derivatklasse som er vurdert å falle inn under handelsplikten etter reglene i MiFIR artikkel 32 og som er å finne i registeret som nevnt i MiFIR artikkel 34. Derivatklasser er i denne sammenheng eksempelvis rentederivater som renteswapper og FRAer med USD, GBP, EUR eller YEN som underliggende og fastsatt løpetid. Det er gjort unntak for konserninterne transaksjoner som er omfattet av EMIR artikkel 3. Bestemmelsen fastsetter at det kan søkes om unntak fra clearingplikten i nærmere bestemte tilfeller. Transaksjoner omfattet av overgangsreglene i EMIR artikkel 89 er det heller ikke handelsplikt for, jf. MiFIR artikkel 28 nr. 1. Det er krav om at partene i kontrakten må søke sine respektive tilsynsmyndigheter om unntak.

MiFIR artikkel 32 gir ESMA hjemmel til å fastsette hvilke klasser av derivater som er underlagt clearingplikt etter EMIR artikkel 5 nr. 2 og 4 som også skal være underlagt handelsplikten etter MiFIR, og fra hvilket tidspunkt handelsplikten skal tre i kraft for de enkelte klasser. Dette skal fastsettes i tekniske reguleringsstandarder (RTSer). En teknisk standard vil kunne ta for seg en eller flere derivatklasser, og hvilke derivatklasser som skal være underlagt clearingplikt vurderes løpende av ESMA. Derivater som er underlagt clearingplikt etter EMIR skal kun underlegges handelsplikt dersom nærmere bestemte vilkår fastsatt i MiFIR artikkel 32 er oppfylt (se nedenfor). Dette betyr at vurderingen av hvilke derivater som er underlagt handelsplikten i MiFIR artikkel 28 nr. 1, må gjøres løpende, og vil være avhengig av den vurdering som til enhver tid gjøres av hvilke derivater som er underlagt clearingplikt etter EMIR. Når en kontrakt blir vurdert å falle inn under

EMIRs clearingplikt, må det dermed gjøres tilsvarende vurdering av om også handelsplikten etter MiFIR trer inn.

I tillegg til at derivatet er clearingpliktig etter EMIR, må to vilkår være oppfylt for at handelsplikten skal inntre. Den aktuelle klassen av derivater må være tatt opp til handel på en handelsplass som nevnt i artikkel 28 nr. 1 (regulert marked, MHF, OHF eller handelsplass i tredjeland som er vurdert ekvivalent av Kommisjonen, se MiFIR artikkel 28 nr. 4) og klassen av derivater må anses tilstrekkelig likvid til at den bare skal kunne handles på handelsplassene, jf. artikkel 32 nr. 2. Likviditetsbegrepet i denne sammenheng er utdypet i kommisjonsforordning 2016/2020[14] (RTS 4).

Ved fastsettelse av handelsplikt etter MiFIR artikkel 32 nr. 1, skal ESMA ta hensyn til kriteriene som nevnt i artikkel 32 nr. 3. I følge denne bestemmelsen skal det tas hensyn til gjennomsnittlig hyppighet og størrelse på transaksjonene, hensyntatt produktenes art og livssyklus innenfor derivatklassen, antall og type markedsaktører, herunder forholdet mellom antall markedsaktører og antall kontrakter som handles, og gjennomsnittlig spread. Artikkel 32 fastsetter også nærmere regler for prosedyrene ESMA skal følge ved fastsettelse av regulatoriske tekniske standarder etter artikkel 32 nr. 1. Disse beskrives ikke nærmere her.

MiFIR artikkel 29 krever at markedsoperatøren av regulert marked skal sørge for at alle transaksjoner i derivater som gjennomføres på handelsplassen cleares av en sentral motpart. Denne bestemmelsen må ses i sammenheng med plikten som pålegges sentrale motparter i MiFIR artikkel 35 til å cleare finansielle instrumenter på et ikkediskriminerende og transparent grunnlag (bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.11 nedenfor). Det stilles videre krav om at sentrale motparter, handelsplasser og verdipapirforetak som er clearingmedlemmer etter EMIR artikkel 2 nr. 14 skal ha på plass effektive systemer, prosedyrer og ordninger som sikrer at transaksjoner i clearede derivater sendes inn og godkjennes for clearing så snart det er teknisk mulig ved hjelp av automatiserte systemer. Kravene til systemer, prosedyrer og ordninger er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 3944[15] (RTS 26).

Indirekte clearingordninger er tillatt for børshandlede derivater dersom clearingordningen ikke innebærer økt motpartsrisiko og gir tilsvarende beskyttelse for aktiva og posisjoner som nevnt i EMIR artikkel 39 til 48, jf. MiFIR artikkel 30. Det er gitt hjemmel til å fastsette utfyllende regler på nivå 2 til denne bestemmelsen. Se ESMAs utkast til kommisjonsforordning av 26. mai 2016[16].

Når verdipapirforetak og markedsoperatører tilbyr porteføljekomprimering, skal de ikke være omfattet av plikten til beste utførelse etter MiFID II artikkel 27, transparensbestemmelsene i MiFIR artikkel 8, 10, 18 og 21 eller posisjonsregimet i MiFID II artikkel 57 og 58, jf. MiFID II artikkel 1 nr. 6. Dette følger av MiFIR artikkel 31. Avslutning og utskiftning av derivater som inngår i en porteføljekomprimering er heller ikke omfattet av handelsplikten i MiFIR artikkel 28 nr. 1. Porteføljekomprimering er definert i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (47). Porteføljekomprimering innebærer at partene aktivt avregner motstående transaksjoner i porteføljen eller terminerer flere transaksjoner og erstatter med en enkelt transaksjon med lavere pålydende og samme risikoprofil, slik at volumet på totalt pålydende i porteføljen reduseres.

Etter MiFIR artikkel 31 nr. 1 skal volumet av transaksjoner omfattet av porteføljekomprimeringen og tidspunktet for inngåelsen offentliggjøres av verdipapirforetaket eller markedsoperatøren gjennom en godkjent offentliggjøringsordning (APA) i samsvar med kravene i MiFIR artikkel 10. Verdipapirforetak og markedsoperatører skal etter artikkel 31 nr. 3 dokumentere de porteføljekomprimeringer som de organiserer eller deltar i ved å føre lister over disse. Denne dokumentasjonen skal gjøres tilgjengelig for tilsynsmyndigheten og ESMA på forespørsel. Reglene om porteføljekomprimering er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 2860[17] artikkel 17.

---

[14] Commission Delegated Regulation (EU) 2016/2020 of 26.5.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on criteria for determining whether derivatives subject to the clearing obligation should be subject to the trading obligation

[15] Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 29.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the obligation to clear derivatives traded on regulated markets and timing of acceptance for clearing

[16] Final report Draft regulatory technical standards on indirect clearing arrangements under EMIR and MiFIR, ESMA/2016/725

[17] Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 18.5.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to definitions, transparency, portfolio compression and supervisory measures on product intervention and positions

MiFIR artikkel 33 gjelder forpliktelser for Kommisjonen og ESMA, og omtales ikke nærmere.

3.6.3 Utvalgets vurderinger

I G20 Leaders Statement i september 2009[18] var det enighet om at alle standardiserte OTC-kontrakter skulle handles på børser eller elektroniske handelsplattformer og cleares av sentral motpart. Ikke-clearede derivatkontrakter skulle underlegges høyere kapitalkrav. Dette skulle gjennomføres senest innen utgangen av 2012.

Clearingplikt for standardiserte derivater er ivaretatt av EMIR. MiFIR gjennomfører den delen av G20-avtalen som har til hensikt å flytte handel i OTC-derivater inn på handelsplasser ved at det innføres en plikt for finansielle motparter og nærmere bestemte ikke-finansielle motparter til å handle nærmere angitte derivater på handelsplass. Dette har betydning for transparensen i markedet, ettersom det skal gis opplysninger om både ordre og handler som utføres på handelsplassene. Handelsplikten omfatter clearingpliktige derivater som er tilstrekkelig likvide og skal gjøres på handelsplasser som er underlagt samme regulering for så vidt gjelder organisatoriske krav og ordninger for å redusere interessekonflikter, overvåkning av handelen og transparens, både før og etter handel. Av hensyn til at likviditeten i ulike OTC-derivater varierer, er det lagt opp til at handelsplikten kan ivaretas ved handel på ulike handelsplasser, det vil si regulert marked, MHF, OHF og tilsvarende handelsplasser i tredjeland etter en ekvivalensvurdering av Kommisjonen.

Utvalget bemerker at det er et vilkår for at det skal kunne fastsettes handelsplikt for derivater at det er tatt opp til handel på en handelsplass. Derivater som kun handles OTC, vil dermed ikke kunne underlegges handelsplikten etter MiFIR artikkel 28.

MiFIR artikkel 29 pålegger markedsoperatører av regulert marked å sørge for at alle transaksjoner som utføres på markedet, cleares av en sentral motpart. Bestemmelsen speiler kravene i EMIR, som regulerer pliktene til sentrale motparter, men har også en side til MiFIR artikkel 35. Clearede derivater skal sendes og godkjennes for clearing så snart som mulig etter at handelen er inngått, av hensyn til partenes håndtering av operasjonell og andre typer risiko. En rask avklaring av om derivattransaksjonen kan bli clearet av en sentral motpart gir også partene trygghet for at oppgjøret av transaksjonen blir ivaretatt. MiFIR artikkel 29 fastsetter regler som bidrar til dette, ved å kreve at sentrale motparter, handelsplasser og verdipapirforetak har systemer og ordninger på plass for å sikre at transaksjoner i clearede derivater sendes og godkjennes til clearing så snart som mulig, ved å bruke automatiserte systemer.

Indirekte clearing innebærer at et clearingmedlems kunde kan tilby clearing til sin kunde igjen. Kunden av claringmedlemmets kunde omtales da som indirekte kunde. Clearingmedlemmets kunde må være bank eller verdipapirforetak for å kunne tilby clearingtjenester til indirekte kunder. Indirekte clearing reguleres av EMIR, og det stilles flere krav til slike ordninger. MiFIR artikkel 30 setter krav om at dersom indirekte clearing benyttes ved børshandlede derivater, kan motpartsrisikoen ved slike arrangementer ikke øke og partenes aktiva og posisjoner må ha tilsvarende beskyttelse som de har etter EMIR artikkel 39 til 48.

MiFIR artikkel 31 gir unntak fra en del av kravene som stilles til verdipapirforetak og markedsoperatører når disse yter tjenester i forbindelse med porteføljekomprimering. Komprimeringen vil ha minimal betydning for markedsrisikoen, men vil kunne gi redusert operasjonell risiko fordi det er færre transaksjoner/mindre volumer som genererer betalinger. MiFIR artikkel 31 regulerer i hvilken grad verdipapirforetak og markedsoperatører skal være underlagt reglene om beste utførelse av ordre, transparens og posisjonsregimet når de yter investeringstjenester i denne sammenheng.

Reglene for det som omtales som handelsplikt på handelsplassene for nærmere bestemte derivater og øvrige bestemmelser knyttet til dette, er fastsatt i MiFIR. Bruken av forordning bidrar til å sikre lik gjennomføring av regelverket på dette området i EØS-området. MiFIR artikkel 28 gjøres til norsk lov gjennom inkorporasjonsbestemmelsen i utkast til verdipapirhandellov § 8-1. Utvalget foreslår samtidig å oppheve verdipapirhandelloven § 10-8 om clearingplikt for derivater notert på regulert marked, ettersom denne bestemmelsen dekkes av MiFIR artikkel 29.

3.7 Transparens for aksjer mv.

3.7.1 Gjeldende rett

Reglene om transparens oppstiller krav om offentliggjøring av informasjon om ordre mv. (pre-trade transparens) og handler (post-trade transparens).

[18] G20 Leaders Statement: the Pittsburgh Summit September 24-25, 2009 punkt 13

Transparensregelverket etter gjeldende rett omfatter kun aksjer tatt opp til handel på regulert marked. Reglene som gjelder for regulert marked følger av børsloven, mens reglene for MHFer og verdipapirforetak finnes i verdipapirhandelloven.

Etter børsloven § 28, som gjennomfører MiFID I artikkel 44, skal regulert marked offentliggjøre nærmere bestemte opplysninger om ordre som legges inn i markedets handelssystem. Opplysningene skal offentliggjøres på alminnelige forretningsmessige vilkår løpende hele handelsdagen, og skal omfatte kjøps- og salgstilbud i aksjer, herunder ordredybde på ulike prisnivåer. Regulert marked skal fastsette regler for offentliggjøringen. De nærmere kravene til hvilke opplysninger som skal offentliggjøres følger av kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 17, som er gjennomført i verdipapirforskriften § 15-1.

Finanstilsynet kan etter børsloven § 28 tredje ledd gi regulert marked unntak fra plikten til offentliggjøring av ordreinformasjon. Slike unntak omtales ofte som «waivere», og er nærmere regulert i kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 18 flg.

Unntak kan gis til systemer som oppfyller nærmere bestemte kriterier. Dette omfatter systemer som er basert på en handelsmetode der prisen bestemmes i samsvar med en referansepris generert av et annet system, blir offentliggjort og anses som en pålitelig referansepris av markedsdeltakerne generelt. Unntaket blir ofte omtalt som «referanseprisunntaket».

Videre kan det gis unntak til systemer som formaliserer forhandlede transaksjoner («negotiated trades») dersom nærmere bestemte vilkår er oppfylt. Transaksjonen må enten foretas i eller innenfor volumvektet spread som gjenspeiles i ordreboken i prisstillernes priser på det regulerte markedet, eller transaksjonen må være underlagt andre vilkår enn gjeldende markedspris for aksjen. Med volumvektet spread menes at volumet som ligger i de ulike prisnivåene vektes inn i spreaden. Volumvektet spread er alltid større enn spread der det bare tas hensyn til beste kjøps- og salgskurs. Det er også adgang til unntak for ordrer som holdes i en ordrehåndteringsfasilitet i påvente av at de offentliggjøres for markedet.

Unntak kan også gis for transaksjoner av stor omfang («large in scale»-unntaket), jf. kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 20. Hvilke transaksjoner som anses å være av «stort omfang» i denne sammenheng fremkommer av Vedlegg 2 til forordningen, og skal vurderes sammenlignet med normal markedsstørrelse.

Regulert markeds plikt til å offentliggjøre handelsinformasjon (post-trade), er regulert i børsloven § 29. Plikten til offentliggjøring omfatter aksjer som er tatt opp til handel på markedet, og skal gjøres så raskt som mulig etter gjennomføring av transaksjonen på alminnelige forretningsmessige vilkår. Det skal gis opplysninger om pris, volum og tidspunkt for transaksjonen. Det er fastsatt nærmere krav til hvilke opplysninger som skal gis i kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 27. Det regulerte markedet skal fastsette regler om offentliggjøring av handelsinformasjon.

Etter børsloven § 29 tredje ledd kan Finanstilsynet gi regulert marked adgang til å utsette offentliggjøringen etter første ledd (omtales ofte som «deferred publication» eller «deferrals»). De nærmere reglene for slik utsatt offentliggjøring er fastsatt i kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 28. Bestemmelsen gjelder utsatt offentliggjøring av store transaksjoner og transaksjoner som skjer mellom et verdipapirforetak som handler for egen regning og en av foretakets kunder.

Transparensbestemmelsene for MHFer følger av verdipapirhandelloven § 11-3 og § 11-4. Verdipapirhandelloven § 11-3 om offentliggjøring av ordreinformasjon tilsvarer i stor grad børsloven § 28, og gjelder ordre i aksjer som er tatt opp til handel på regulert marked, når ordren legges inn i MHFens handelssystem. Opplysningene som skal offentliggjøres tilsvarer de som gjelder for regulert marked, og er utdypet i kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 17.

Verdipapirhandelloven § 11-4 gir MHFer plikt til å offentliggjøre handelsinformasjon. Plikten gjelder for aksjer som er tatt opp til handel på regulert marked der transaksjonen er gjennomført i fasiliteten, og skal gjøres så raskt som mulig etter gjennomføring av transaksjonene på alminnelig forretningsmessige vilkår. Det skal gis opplysninger om pris, volum og tidspunkt for transaksjonen. Disse kravene tilsvarer de som gjelder for regulert marked, og er nærmere utdypet i kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 27. Plikten til offentliggjøring gjelder ikke dersom opplysningene offentliggjøres av regulert marked.

Som for regulert marked, kan Finanstilsynet gi MHFen adgang til utsatt offentliggjøring. Adgangen til dette, tilsvarer den som gjelder for regulert marked, og er nærmere regulert i kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 28.

Verdipapirforetak som er SI, skal publisere forpliktende kurser dersom handelen skjer med likvide aksjer som er tatt opp til handel på et regulert marked, jf. verdipapirhandelloven § 10-19. Dersom aksjen ikke er likvid, skal det kun gis kurser til kunder på forespørsel. Kursene skal reflektere gjeldende markedsforhold for den aksje som kursen gjelder,

og det kan stilles ulike kurser for ulike størrelser. Kravene til å offentliggjøre ordreinformasjon etter § 10-19 gjelder handel opp til standard markedsstørrelse. Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 27. Det er fastsatt nærmere bestemmelser om publisering av kurser i verdipapirforskriften §§ 10-40 flg., og det er også nærmere regler om dette i kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 22 til 26.

Utførte handler i aksjer tatt opp til handel på regulert marked eller MHF der handelen er gjort utenfor regulert marked eller MHF, skal offentliggjøres av verdipapirforetak etter verdipapirhandelloven § 10-20. Offentliggjøringen skal etter loven skje så tett opp til transaksjonen som mulig og på en måte som er lett tilgjengelig for markedet, og skal omfatte pris, volum og tidspunktet for transaksjonens utførelse. Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 28

Bestemmelsen om offentliggjøring for verdipapirforetak, MHF og regulert marked er utdypet i kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 27 følgende, jf. verdipapirforskriften § 10-41.

3.7.2 Forventet EØS-rett

3.7.2.1 Handelsplassers offentliggjøring av ordreinformasjon for aksjer mv. (pre-trade transparens)

Etter MiFIR artikkel 3 nr. 1 er handelsplasser forpliktet til å offentliggjøre kjøps- og salgstilbud, herunder ordredybde på ulike prisnivåer, som legges inn i markedets handelssystem, det vi si ordreinformasjon. Offentliggjøring skal skje kontinuerlig under handelsplassens ordinære åpningstid.

Plikten er utvidet i to retninger sammenlignet med MiFID I. For det første er plikten utvidet til å gjelde enkelte instrumenter som handles på lignende måte som aksjer, nemlig depotbevis («*depositary receipts*»), børsomsatte fond («*exchange traded funds*» – ETFer), etterprioriterte obligasjoner («*certificates*») og lignende instrumenter.

Depotbevis er definert i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (25), jf. MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (45), mens MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (26) sammenholdt med MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (46) definerer børsomsatte fond.

Etterprioriterte obligasjoner er definert i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (27) som

> «securities which are negotiable on the capital market and which in case of a repayment of investment by the issuer are ranked above shares but below unsecured bond instruments and other similar instruments».

I det følgende brukes «aksjer mv.» som dekkende for disse instrumentene, med mindre det klart fremkommer at bare enkelte skal være omfattet.

For det andre er plikten til å offentliggjøre ordreinformasjon utvidet til å gjelde også instrumenter som handles på en MHF og OHF, altså ikke bare de instrumenter som er opptatt til handel på et regulert marked. For aksjer mv. vil riktignok ikke handel på en OHF være aktuelt da det bare er obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater som kan handles på en slik handelsplass, jf. definisjonen i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (23).

Transparensreglene er i tillegg utvidet til å gjelde også såkalte gjennomførbare interessemarkeringer («*actionable indication of interest*»). En gjennomførbar interessemarkering er i artikkel 2 nr. 1 punkt (33) i MiFIR definert som:

> «a message from one member or participant to another within a trading system in relation to available trading interest that contains all necessary information to agree on a trade».

Handelsplassene kan drive ulike former for handelssystemer, slik som ordrebok-systemer, prisbaserte systemer («quote-driven»), hybridsystemer og periodiske auksjonssystemer, og transparenskravene er kalibrert etter ulike typer av handelssystemer, se MiFIR artikkel 3 nr. 2. De detaljerte reglene om hva som skal publiseres for ulike former for handelssystemer, er angitt i kommisjonsforordning C(2016) 4390 (RTS 1) artikkel 3 nr. 1, jf. tabell 1 til vedlegg 1. Her er også de ulike handelssystemene beskrevet nærmere. Tilnærmingen er i tråd med eksisterende modell under MiFID I, men til forskjell fra MiFID I er det i kommisjonsforordningen oppstilt egne krav for såkalte «*request-for-quote*»-systemer (forkortes her RFQ-systemer). Dette er en form for prisbasert system, men der kurser kun gis på forespørsel (jf. punkt 16 i fortalen til MiFIR).

Handelsplasser er etter MiFIR artikkel 12 nr. 1 pålagt å gjøre offentliggjort pre- og post-trade informasjon tilgjengelig for allmennheten separat, og ytterligere inndelt etter nærmere bestemte kriterier. Kravene til slik tilgjengeliggjøring av informasjon er spesifisert i kommisjonsforordning C(2016) 3206[19] (RTS 14), der det bl.a. fremgår at

[19] Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 2.6.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the specification of the offering of pre- and post-trade data and the level of disaggregation of data

handelsplassen skal kunne tilby opplysninger inndelt etter instrumentklasser, utstedelsesland, valuta instrumentet er handlet i mv. Formålet er å sikre at de som ønsker å kjøpe denne type informasjon kun betaler for den informasjonen de ønsker.[20] Kravene er nye sammenlignet med MiFID I.

Som under MiFID I, jf. MiFID Is gjennomføringsforordning artikkel 32 bokstav c, er handelsplasser forpliktet til å gjøre pre- og post-trade informasjon tilgjengelig på ikke-diskriminerende og forretningsmessige vilkår, MiFIR artikkel 13 nr. 1. I kommisjonsforordning C(2016) 2860 artiklene 6 til 11 er det imidlertid inntatt nye og detaljerte regler om hva som menes med forretningsmessige vilkår. Det er også et nytt krav at opplysningene skal være gratis tilgjengelig 15 minutter etter publisering.

Pliktene etter MiFIR artikkel 12 og 13 gjelder ikke bare transparensopplysninger om aksjer mv., men også transparensopplysninger om obligasjoner mv. (omtales også nærmere i kapittel 3.8).

Etter MiFIR artikkel 3 nr. 3 er handelsplasser videre forpliktet til å gi verdipapirforetak som er SIer, og som er underlagt tilsvarende pre-trade-transparensforpliktelser for aksjer mv. etter MiFIR artikkel 14, tilgang til handelsplassens offentliggjøringsmekanisme. Slik tilgang skal gis på rimelige forretningsmessige vilkår og ikke-diskriminerende basis.

Som under MiFID I, kan tilsynsmyndigheten gi unntak (waiver) fra plikten til å offentliggjøre kjøps- og salgstilbud. Unntaksadgangen er nærmere regulert i MiFIR artikkel 4, og unntakene er – på samme måte som under MiFID I – basert på handelsplassens handelsmodell, type ordre og en ordres omfang. Flere av reglene er imidlertid flyttet fra nivå 2 til nivå 1, samtidig som det er gitt detaljerte regler på nivå 2 i form av kommisjonsforordninger.

De fire hovedkategoriene for unntak i MiFID I videreføres, altså unntakene for referansepris, forhandlede transaksjoner («negotiated trade»), ordre som holdes i en ordrehåndteringsfasilitet i påvente av offentliggjøring, og for ordre av stort omfang, jf. MiFIR artikkel 4. Selv om hovedkategoriene av unntak videreføres, er det gjort endringer i vilkårene for unntakene for referansepris og forhandlede transaksjoner. Videre er det i MiFIR artikkel 5 innført en begrensning på bruken av enkelte unntak og ESMA er gitt utvidet myndighet i relasjon til unntakene som gis. De detaljerte reglene om hvert av unntakene er gitt i kommisjonsforordning C(2016) 4390 (RTS 1) artiklene 4 til 8. De enkelte unntaksmulighetene, samt ESMAs myndighet i relasjon til disse, og begrensning på bruk av unntak omtales nærmere i det følgende.

Referanseprisunntaket (MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav a) innebærer at unntak kan gis for ordre i systemer som matcher ordre basert på en handelsmetode der prisen på aksjen fastsettes med referanse til en pris i et annet handelssystem. Gjeldende krav i MiFID I om at den aktuelle referanseprisen skal være bredt tilgjengelig og være ansett av markedsdeltakerne som en pålitelig referansepris, er videreført. Videre er det innført nye krav til hvilke priser som kan brukes i et slikt referanseprissystem, jf. MiFIR artikkel 4 nr. 2. For det første kan prisen kun fastsettes med referanse til en pris på en handelsplass der det aktuelle finansielle instrumentet først ble opptatt til handel eller til det mest relevante markedet med hensyn til likviditet. Kommisjonsforordning C(2016) 4390 artikkel 4 fastsetter hva som er det mest relevante markedet med hensyn til likviditet. For det andre kan referanseprisen kun settes til medianen av prisene for gjeldende kjøps- og salgsordre på handelsplassen der det aktuelle finansielle instrumentet først ble opptatt til handel eller det mest relevante markedet med hensyn til likviditet, eller, dersom en slik pris ikke er tilgjengelig, åpnings- eller sluttkursen i den aktuelle handelssesjonen.

Når det gjelder unntak for forhandlede transaksjoner, reguleres disse av MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav b. På samme måte som under MiFID I, stilles det krav om at disse skal gjøres til visse priser, avhengig av om ordren gjelder en transaksjon som er underlagt gjeldende markedspris for det aktuelle finansielle instrumentet eller ikke. For forhandlede transaksjoner som er underlagt andre vilkår enn gjeldende markedspris, oppstiller ikke MiFIR priskrav. Kommisjonsforordning C(2016) 4390 artikkel 6 fastsetter når en forhandlet transaksjon ikke bidrar til prisdannelsen.

Til forskjell fra MiFID I, har forhandlede transaksjoner som gjennomføres til gjeldende markedspris et delt regime, avhengig av om det er snakk om et likvid instrument eller ikke. MiFIR artikkel 1 nr. 17 bokstav b) gir en overordnet definisjon av hva som menes med likvid marked for de aktuelle finansielle instrumentene, mens det er gitt utfyllende bestemmelser i kommisjonsforordning C(2016) 2860 artiklene 1 til 5. For likvide instrumenter må en forhandlet transaksjon gjennomføres innenfor volumvektet spread som fremgår av ordreboken eller i prisstillernes prisstillelser på handelsplassen som driver det aktuelle

[20] Jf. Discussion Paper datert 14. mai 2014 (ESMA/2014/548) s. 337.

systemet. I tillegg fremkommer enkelte tilleggskrav av MiFIR artikkel 4 nr. 3 første ledd. Slike forhandlede transaksjoner skal gjøres i tråd med handelsplassens regelverk. Videre må handelsplassen ha på plass ordninger, systemer og prosedyrer for å forhindre og avdekke markedsmisbruk eller forsøk på markedsmisbruk i relasjon til slike forhandlede transaksjoner, i tråd med MAR artikkel 16 og må etablere, opprettholde og implementere systemer for å avdekke forsøk på bruk av fritaket for å omgå andre krav i MiFIR og krav i MiFID II. Eventuelle omgåelser skal rapporteres til tilsynsmyndigheten.

For illikvide instrumenter kan den forhandlede transaksjonen gjennomføres innenfor en viss prosentandel av en passende referansepris, der både prosentandelen og referanseprisen på forhånd er fastsatt av systemoperatøren, jf. MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav b).

Tilsynsmyndigheten skal overvåke bruken av eventuelle unntak for forhandlede transaksjoner som gjøres innenfor volumvektet spread og der transaksjonen avhenger av andre vilkår enn gjeldende markedspris (MiFIR artikkel 4 nr. 3 annet ledd).

Ordre som er store i omfang sammenlignet med normal markedsstørrelse, kan unntas krav om offentliggjøring (MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav c), mens ordre som holdes i handelsplassens ordrehåndteringssystem i påvente av offentliggjøring i markedet er den siste formen for unntak (MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav d). Begge unntakene er likelydende som i MiFID I, men kommisjonsforordning C(2016) 4390 (RTS 1) artiklene 7 og 8 inneholder detaljerte regler om hva som regnes som store ordre og type ordre og minimum størrelse på en ordre som holdes i et ordrehåndteringssystem (MiFIR artikkel 4 nr. 6 bokstav e)).

Det er innført krav til en waiver-prosedyre der ESMA skal avgi en uttalelse om et unntak er i tråd med MiFIR eller ikke, jf. MiFIR artikkel 4 nr. 4. Prosedyren er i stor grad en formalisering av gjeldende prosedyre og innebærer blant annet at tilsynsmyndigheten må gi melding til ESMA om forslag til en beslutning om å innvilge et unntak, samt redegjøre for unntaket og hvordan det skal fungere, senest fire måneder før unntaket skal brukes. ESMA skal deretter avgi en ikke-bindende uttalelse om hvorvidt unntaket anses å være i tråd med kravene i MiFIR artikkel 4 nr. 1 og kommisjonsforordning C(2016) 4390. Det er fortsatt tilsynsmyndigheten som beslutter om et unntak skal gis eller ikke, men dersom en tilsynsmyndighet innvilger et unntak og en annen tilsynsmyndighet er uenig i beslutningen, kan saken bli henvist tilbake til ESMA og ESMA kan utøve bindende megling etter ESMA-forordningen artikkel 19. For Norges del vil det være EFTAs overvåkningsorgan (ESA) som har kompetanse til bindende megling.

Tilsynsmyndigheten kan trekke tilbake et unntak på eget initiativ, eller etter forespørsel fra annen tilsynsmyndighet, hvis det er observert at unntaket brukes i strid med det opprinnelige formålet eller tilsynsmyndigheten mener at unntaket brukes for å omgå krav som følger av MiFIR artikkel 4, jf. MiFIR artikkel 4 nr. 5.

ESMA skal overvåke bruken av unntakene, samt årlig avgi en rapport til Kommisjonen om hvordan unntakene anvendes i praksis (MiFIR artikkel 4 nr. 4 siste setning).

Den kanskje mest sentrale endringen fra MiFID I, er innføringen av «tak» på bruken av unntak fra offentliggjøring. Taket omtales som «*double volume cap*» og følger av MiFIR artikkel 5.

MiFIR artikkel 5 innebærer at det settes en volumbegrensning på referanseprisunntak og unntak for forhandlede transaksjoner i likvide instrumenter der prisen er gjort innenfor volumvektet spread (dvs. unntak etter hhv. MiFIR artikkel 4 nr. 1 bokstav a) og MiFIR artikkel 4 nr.1 bokstav b) (i)).

Det er for det første oppstilt en begrensning ved at handel under unntakene på én enkelt handelsplass ikke kan overstige 4 % av all handel i det aktuelle instrumentet på handelsplasser i EØS-området de siste tolv månedene. ESMA nevner som eksempel at en handelsplass vil være i brudd med 4 %-kravet når handelen under referanseprisunntaket og det relevante unntaket for forhandlede transaksjoner er henholdsvis 2 % og 3 %.[21]

For det andre kan handel under unntakene på handelsplasser i EØS-stater samlet sett ikke overstige 8 % av all handel i det aktuelle instrumentet på handelsplasser i EØS de siste tolv måneder.

Hvis 4 %-grensen brytes, suspenderes bruken av unntakene for det aktuelle finansielle instrumentet på den aktuelle handelsplassen i seks måneder. For 8 %-grensen gjelder en tilsvarende regel, men her suspenderes bruken av unntakene i hele EØS.

ESMA skal månedlig publisere oversikter over totalt handelsvolum i hvert enkelt finansielt instrument og prosentandelen av handel under de relevante unntakene i EØS-området samlet sett og per handelsplass. For å unngå at unntak suspenderes på uriktig grunnlag er det selvsagt viktig at

[21] Discussion Paper datert 22. mai 2014 (ESMA/2014/548), på side 70.

disse beregningene er korrekte, og kommisjonsforordning C(2016) 2711[22] (RTS 3) inneholder derfor detaljerte regler om ESMAs innsamling av informasjon fra (primært) handelsplasser for å gjøre beregningene.

Handelsplassene er pålagt å ha ordninger for å identifisere all handel under unntakene som er underlagt volumbegrensning og som gjennomføres på egen handelsplass, samt sikre at handelsplassen ikke overskrider den tillatte prosentandelen, jf. MiFIR artikkel 5 nr. 7.

3.7.2.2 Handelsplassers offentliggjøring av handler i aksjer mv. (post-trade transparens)

Krav om offentliggjøring av handelsinformasjon (post-trade) for aksjer i MiFID I er videreført i MiFIR artikkel 6. Også for offentliggjøring av handler er regimet utvidet til å gjelde depotbevis, børsomsatte fond, etterprioriterte obligasjoner og lignende instrumenter. Kravet er ikke lenger begrenset til instrumenter som er opptatt til handel på regulerte markeder, men gjelder også instrumenter som handles på MHFer og OHFer.

Kommisjonsforordning C(2016) 4390 (RTS 1) artikkel 12 gir detaljerte regler om hvilke opplysninger som skal gis om den aktuelle handelen, mens kommisjonsforordningen artikkel 14 stiller krav til publikasjonstidspunktet. For handler som gjøres innenfor ordinære åpningstider, er utgangspunktet så nær sanntid som teknisk mulig, men senest innen ett minutt etter at handelen er gjennomført, noe som innebærer en innstramning sammenlignet med MiFID I-regimet, jf. kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 29 nr. 2 som setter siste frist til tre minutter etter at handelen er gjennomført.

Ytterligere en endring sammenlignet med gjeldende regime er at nivå 2 under MiFIR ikke inneholder unntak for handler som ikke bidrar til prisdannelsen. En slik bestemmelse var inntatt i MiFID Is gjennomføringsforordning artikkel 5, men ESMA mener at MiFIR ikke gir hjemmel til å gi nivå 2-bestemmelser om dette for handler som gjøres på handelsplass.[23]

Handelsplassen må gi verdipapirforetak som er underlagt tilsvarende transparensforpliktelser etter MiFIR artikkel 20, tilgang til handelsplassens offentliggjøringsmekanisme. Slik tilgang skal gis på rimelige forretningsmessige vilkår og ikke-diskriminerende basis (MiFIR artikkel 6 nr. 2).

Også MiFIR åpner fortsatt for utsatt offentliggjøring av handler (deferrals) basert på transaksjonens omfang. I henhold til MiFIR artikkel 7 nr. 1 kan handelsplassens tilsynsmyndighet tillate utsatt offentliggjøring av transaksjoner som er store i omfang sammenlignet med normal markedsstørrelse for det aktuelle finansielle instrumentet eller den aktuelle klassen av instrumenter. Kommisjonsforordning C(2016) 4390 artikkel 15 nr. 1 og 2 presiserer når utsatt offentliggjøring kan godkjennes. Etter mønster av MiFID I, er det et krav at transaksjonen er av en viss størrelse (presisert i vedlegg til kommisjonsforordning C(2016) 4390). Videre er det et krav at transaksjonen er mellom et verdipapirforetak som handler for egen regning på annen måte enn ved prinsipalmatchingshandel og en annen motpart. Kommisjonsforordning C(2016) 4390 synes å innebære en endring fra gjeldende regime ved at prinsipalmatchingshandel ikke kvalifiserer til unntak (en innstramning) og ved at unntak kan tillates også der verdipapirforetaket handler med andre enn kunder (en utvidelse), se til sammenligning kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 28 bokstav a). Kommisjonsforordning C(2016) 4390 artikkel 15 nr. 1 og 3 gir regler om når en utsatt transaksjon senest skal publiseres for ulike scenarioer.

Tilsynsmyndigheten skal forhåndsgodkjenne handelsplassers ordning for utsettelse av offentliggjøring, og handelsplassen skal tydelig underrette markedsdeltakerne og offentligheten om slike ordninger. ESMA skal ikke uttale seg om tillatelser for utsettelse av offentliggjøring, slik som for unntak fra offentliggjøring av ordre mv. (jf. omtale ovenfor), men ESMA skal overvåke ordningen og skal avgi en årlig rapport til Kommisjonen om hvordan den anvendes i praksis. På samme måte som for unntak fra offentliggjøring av ordre mv., er det mulig å avgjøre uenighet mellom tilsynsmyndigheter ved prosessen som følger av artikkel 19 i ESMA-forordningen.

3.7.2.3 Verdipapirforetaks offentliggjøring av kurser i aksjer mv. (pre-trade transparens)

På samme måte som under MiFID I, gjelder pretrade transparenskrav for verdipapirforetak som er systematiske internaliserere (SIer), jf. MiFIR

---

[22] Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 13.6.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on the volume cap mechanism and the provision of information for the purposes of transparency and other calculations

[23] Se omtale i Final Report datert 28. september 2015 (ESMA/2015/1464) s. 46 og Consultation Paper datert s. 81 og 86.

artikkel 14 flg. Transparenskravet for de kurser en SI stiller er – slik som for handelsplassene – endret til å gjelde flere typer instrumenter (depotbevis, børsomsatte fond, etterprioriterte obligasjoner og andre finansielle instrumenter, i tillegg til aksjer) og kravet er utvidet til å gjelde alle slike instrumenter som handles på en handelsplass (ikke bare de som er opptatt til handel på et regulert marked). Formålet med utvidelsene er blant annet å sikre at OTC-handel i de aktuelle instrumentene ikke truer effektiv prisdannelse.

Regelverket er ellers i stor utstrekning basert på regimet under MiFID I.

SIer er pålagt å offentliggjøre forpliktende kurser hvis det er et likvid marked for det aktuelle instrumentet, jf. MiFIR artikkel 14 nr. 1. MiFIR artikkel 2 nr. 17 bokstav b gir en overordnet definisjon av hva som menes med likvid marked, mens det er gitt utfyllende bestemmelser i kommisjonsforordningen C(2016) 2860 artiklene 1 til 5. Er det et illikvid marked for det aktuelle finansielle instrumentet, må SIen på forespørsel oppgi kurser til kunder (MiFIR artikkel 14 nr. 1 annet ledd). Disse utgangspunktene viderefører gjeldende transparens-regime for aksjer.

På samme måte som under gjeldende regime, er en sentral begrensning at kravene kun gjelder ved handel opp til standard markedsstørrelse («*standard market size*») for det aktuelle finansielle instrumentet, jf. MiFIR art. 14 nr. 2. Kommisjonsforordning C(2016) 4390 artikkel 11 presiserer hva som menes med standard markedsstørrelse.

I motsetning til det som gjelder under MiFID I, pålegges SIene under MiFIR artikkel 14 nr. 3 å gi bindende to-veispriser (det vil si ett eller flere bindende kjøps- og salgstilbud) for det aktuelle finansielle instrumentet. Videre er regimet endret ved at ethvert tilbud skal være minimum 10 % av standard markedsstørrelse for en klasse av finansielle instrumenter. Hvordan man skal gruppere finansielle instrumenter i ulike klasser, og hva som menes med en standard markedsstørrelse for en klasse av finansielle instrumenter, er presisert i MiFIR artikkel 14. nr. 4 og nr. 5, samt kommisjonsforordningen artikkel 11.

Kursene skal reflektere gjeldende markedsforhold for det aktuelle finansielle instrumentet (MiFIR art. 14 nr. 3 siste setning). Også dette er en videreføring av gjeldende regime, men det er gitt nye regler i kommisjonsforordning C(2016) 4390 artikkel 10 om hva som er gjeldende markedsforhold for et instrument.

Etter mønster av MiFID I, skal SIen publisere kurser regelmessig og kontinuerlig i løpet av alminnelig åpningstid (MiFIR artikkel 15 nr. 1). Gjennomføringsforordningen til MiFIR artikkel 12 presiserer at kursene må være tilgjengelig til alle tider i løpet av det SIen har angitt som SIens alminnelige åpningstid.

Kursene skal være enkelt tilgjengelig for andre markedsdeltakere og på forretningsmessige vilkår. Hva som menes med forretningsmessige vilkår, er fastlagt i nye og detaljerte regler i kommisjonsforordning C(2016) 2860 artiklene 6 til 11.

MiFIR fastsetter at publisering kan skje ved bruk av ordningene til et regulert marked som har opptatt det aktuelle finansielle instrumentet til handel, via en APA eller gjennom egne ordninger (MiFIR artikkel 17 nr. 3 bokstav a)). Kommisjonsforordning C(2016) 2860 artikkel 13 presiserer kravene til selve publiseringen. I tillegg oppstiller kommisjonsforordning C(2016) 4390 (RTS 1) artikkel 9 ytterligere krav til SIens publiseringsordning. Publiseringskravene i disse bestemmelsene er mer detaljerte enn gjeldende krav.

Som under MiFID I, kan kursene som et utgangspunkt oppdateres når som helst, men bare trekkes tilbake ved ekstraordinære markedsforhold, jf. MiFIR artikkel 15 nr. 1. Hva som menes med ekstraordinære markedsforhold er presisert i kommisjonsforordning C(2016) 2860 artikkel 14 nr. 1, mens nr. 2 i samme artikkel presiserer visse forutsetninger for å oppdatere et tilbud.

Etter mønster av MiFID I, er SIer som handler i størrelser opp til standard markedsstørrelse – i tillegg til ovenstående krav – underlagt regler om utførelse av kundeordre og tilgang til kurser etter MiFIR artikkel15 og 17, jf. MiFIR artikkel 14 nr. 2.

SIer er som hovedregel forpliktet til å utføre kundeordre i finansielle instrumenter de er SIer for til de kurser som er gitt på tidspunktet ordrene blir mottatt (MiFIR artikkel 15 nr. 2 første ledd). Presiserende regler for utførelse av kundeordre fremgår av MiFIR artikkel 15 nr. 2 annet ledd og artikkel 15 nr. 3 og 4, samt gjennomføringsforordningen til MiFIR artikkel 14 nr. 3 til 5.

Det er opp til en SI selv å bestemme hvilke klienter som får tilgang til foretakets kurser, så lenge avgjørelsen er basert på SIens forretningsplan og fattes på en objektiv og ikke-diskriminerende måte, jf. MiFIR artikkel 17 nr. 1. Det er også en viss adgang til å begrense antallet transaksjoner SIen velger å inngå med én og samme kunde til de aktuelle prisene og med ulike kunder på samme tidspunkt (MiFIR artikkel 17 nr. 2 og 3). Adgangen til å begrense antallet transaksjoner som inngås er presisert i kommisjonsforordning C(2016) 2860 artikkel 15.

3.7.2.4 *Verdipapirforetaks offentliggjøring av handler i aksjer mv. (post-trade transparens)*

Samtlige verdipapirforetak – ikke bare SIer – må offentliggjøre informasjon om volum, pris og tidspunkt for de handler de gjennomfører utenfor en markedsplass (OTC) når de handler for egen regning eller på vegne av kunder i finansielle instrumenter som handles på en handelsplass, jf. MiFIR artikkel 20 nr. 1. Plikten er videreført fra MiFID I. MiFIRs utgangspunkter viderefører i hovedtrekk MiFID I. Til forskjell fra MiFID I, er det imidlertid et krav at offentliggjøring skal skje via en APA.

Kravene til innholdet i hva som skal offentliggjøres er de samme som for handelsplassenes offentliggjøringsplikt, jf. MiFIR artikkel 20 nr. 2, jf. MiFIR artikkel 6 og kommisjonsforordning C(2016) 4390 artikkel 12. Reglene for når publisering skal skje er i stor grad sammenfallende. Utgangspunktet er så nær sanntid som teknisk mulig og senest innen ett minutt etter handelen er gjennomført, men det er gitt detaljerte regler om tidsfristen i kommisjonsforordningen artikkel 14. Som hovedregel er det verdipapirforetaket som anses som selger av det finansielle instrumentet som har ansvaret for å rapportere handelen, jf. kommisjonsforordningen artikkel 12 nr. 4.

Etter mønster av MiFID I, er det oppstilt unntak fra offentliggjøringsplikten for visse handler som på ulike måter ikke har sammenheng med en vurdering av instrumentets markedsverdi, jf. MiFIR artikkel 20 nr. 3 bokstav b). Kommisjonsforordningen artikkel 13 lister opp de aktuelle handler og omfatter blant annet handler som er unntatt fra krav om transaksjonsrapportering, slik som rene oppgjørstransaksjoner (jf. artikkel 2 nr. 5 bokstav b) i kommisjonsforordning av 28. juli 2016[24] (RTS 22) sammenholdt med kommisjonsforordning C(2016) 4390 artikkel 13 bokstav a)). Tilsvarende unntak gjelder ikke for handelsplassers plikt til å offentliggjøre handler, jf. omtale i kapittel 3.7.2.2.

Etter MiFIR artikkel 20 nr. 2 og kommisjonsforordning C(2016) 4390 artikkel 15 skal verdipapirforetak ha samme mulighet til å utsette offentliggjøringen som det som gjelder for handelsplassene, se omtale av handelsplassenes utsettelsesadgang for handler som er store i omfang i kapittel 3.7.2.2.

[24] Commission Delegated Regulation (EU) …/… of XXX supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the reporting of transactions to competent authorities

3.7.3 Utvalgets vurderinger

MiFIR gjør betydelige endringer i transparensregelverket som innebærer en større grad av fullharmonisering enn under MiFID I. Som flere av de øvrige endringene med MiFID II og MiFIR, er også disse endringene en følge av at finanskrisen avdekket svakheter. Svakhetene var knyttet til måten opplysninger om handelsmuligheter og priser for andre typer finansielle instrumenter enn aksjer ble gjort tilgjengelig for markedsaktørene, med hensyn til tidspunkt, detaljnivå, tilgang for de ulike aktørene og pålitelighet.

Etter gjeldende regelverk er transparensreglene for aksjer som er tatt opp til handel på regulert marked fullharmoniserte. Med innføringen av MiFIR, vil dette utvides både til å gjelde andre typer finansielle instrumenter som handles på lignende måte som aksjer, nemlig depotbevis, ETFer, etterprioriterte obligasjoner mv., i tillegg til gjennomførbare interessemarkeringer. Transparenskravene er videre utvidet til å gjelde når disse instrumentene handles på MHF. Egenkapitalinstrumenter kan ikke handles på OHF.

Det er lagt til grunn at transparenskravene må ta hensyn til de ulikheter som gjelder for egenskapene og markedsstrukturene ved de forskjellige finansielle instrumentene som ikke er aksjer. Kravene skal tilpasses ulike typer instrumenter (herunder aksjer, obligasjoner og derivater, se også omtale i kapittel 3.8), investorenes og utstedernes interesser og likviditeten i markedet, samt transaksjonens størrelse, omsetning og andre relevante kriterier (fortalen til MiFIR punkt 14 flg.). Som under gjeldende regime, skal regelverket videre tilpasses type handelssystem som benyttes, som for eksempel ordreboksystemer eller prisbaserte systemer, hybridsystemer og handelssystemer med periodiske auksjoner.

Endringene i transparensregelverket må også ses i sammenheng med innføring av plikten om at handler i aksjer, som er tatt opp til handel på regulert marked eller som handles på en handelsplass, skal gjennomføres på en handelsplass eller gjennom SI. Videre er reglene for når et foretak er en SI endret fra MiFID I, og vil trolig føre til at flere foretak vil bli SIer og dermed underlagt plikt til å publisere pre-trade informasjon. Handelsplikten for aksjer vil kunne føre til at flere verdipapirforetak ønsker å bli SIer og dermed frivillig underlegger seg regimet. Samlet sett skal dette regelverket medføre et mer effektivt og transparent marked. Utvalget antar for øvrig at transparensregimet for SIer vil kunne få økt betydning for norske verdipapirforetak.

Unntak fra plikten til å offentliggjøre ordreinformasjon skal sikre at markedet fungerer på effektiv måte. Unntakene er i det vesentlige videreført, men det er gjort enkelte endringer i vilkårene for disse. Utvalget viser til at den største endringen når det gjelder unntakene, er at det er innført en begrensning for bruken av referanseprisunntaket og unntaket for visse forhandlede transaksjoner i likvide instrumenter (double volume cap). Formålet med begrensningen er å sikre at bruken av unntakene ikke i for stor grad har en negativ påvirkning på prisdannelsen. De andre formene for unntak for forhandlede transaksjoner er ikke underlagt volumbegrensning fordi slike transaksjoner ikke anses å bidra til prisdannelsen.

Ettersom transparensregelverket er fastsatt i MiFIR, skal dette gjennomføres i norsk lov ved inkorporasjon. Det samme gjelder alle kommisjonsforordninger som vil gjennomføres i forskrift. Utvalget foreslår å oppheve børsloven §§ 28 og 29 og verdipapirhandelloven §§ 10-20, 11-3 og 11-4. Utvalget foreslår videre å oppheve verdipapirhandelloven § 10-19 første ledd annet punktum, samt annet til fjerde ledd. Verdipapirhandelloven § 10-19 første ledd første punktum, om melding av virksomhet som SI, foreslås videreført i utkastet § 9-2, som omtalt i kapittel 3.2.2.3.

3.8 Transparens for obligasjoner og derivater mv.

3.8.1 Gjeldende rett

Det er ikke krav til offentliggjøring av verken ordreinformasjon eller handelsinformasjon for andre finansielle instrumenter etter gjeldende norsk rett.

3.8.2 Forventet EØS-rett

3.8.2.1 Handelsplassers offentliggjøring av ordreinformasjon i obligasjoner mv. (pre-trade transparens)

Handelsplasser er forpliktet til å offentliggjøre kjøps- og salgstilbud, herunder ordredybde på ulike prisnivåer, i obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater (i MiFIR omtalt som «*non-equities*») som legges inn i deres handelssystem etter MiFIR artikkel 8 nr. 1. I det følgende brukes «obligasjoner mv.» som dekkende for alle ovenfor nevnte instrumenter, med mindre det klart fremkommer at bare enkelte av disse skal være omfattet.

Transparenskravet gjelder også såkalte pakkeordre («*package orders*») og pakke-transaksjoner («*package transactions*») som er omtalt særskilt i kapittel 3.8.2.5.

Som for aksjer mv., gjelder offentliggjøringskravet for obligasjoner mv. også såkalte gjennomførbare interessemarkeringer (se omtale i kapittel 3.7.2.1).

Offentliggjøringskravet gjelder imidlertid ikke for ordre knyttet til derivater gitt av ikke-finansielle motparter hvis den aktuelle transaksjonen på en objektiv målbar måte reduserer risiko direkte knyttet til forretningsvirksomheten eller likviditetsforvaltningen til den ikke-finansielle motparten eller konsernet.

På samme måte som for aksjer, er handelsplassenes transparenskrav etter MiFIR artikkel 8 nr. 2 kalibrert etter ulike typer handelssystemer. De detaljerte reglene om hvilke transparenskrav som gjelder for ulike handelssystemer, er gitt i kommisjonsforordning C(2016) 4301[25] (RTS 2) artikkel 2, jf. vedlegg 1. Til forskjell fra det som gjelder for aksjer mv., er det oppstilt egne krav for talebaserte handelssystemer («*voice trading systems*»).

Handelsplassen er forpliktet til å gi SIer som er underlagt tilsvarende pre-trade transparensforpliktelser etter MiFIR artikkel 18 tilgang til handelsplassens offentliggjøringsmekanisme (MiFIR artikkel 8 nr. 3). Slik tilgang skal gis på rimelige forretningsmessige vilkår og ikke-diskriminerende basis.

Etter artikkel 9 i MiFIR kan handelsplassene gis unntak (waiver) fra plikten til å offentliggjøre kjøps- og salgstilbud. To av unntakene er tilsvarende de som finnes for aksjer mv., nemlig unntaket for handler som er store i omfang sammenlignet med normal markedsstørrelse og unntak for ordre som holdes i et ordrehåndteringssystem i påvente av offentliggjøring (MiFIR artikkel 9 nr. 1 bokstav a)). Kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 3 og 4 fastsetter hva som regnes som store ordre og type ordre og minimum størrelse på en ordre som holdes i et ordrehåndteringssystem.

I tillegg er det to andre hovedkategorier av unntak: Unntak for gjennomførbare interessemarkeringer av en viss størrelse i RFQ-systemer og i talebaserte systemer og unntak knyttet til deriva-

[25] Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of bonds, structured finance products, emission allowances and derivatives

ter som ikke er underlagt handelsplikten i MiFIR artikkel 28 (se omtale i kapittel 3.6) og andre finansielle instrumenter som ikke har et likvid marked (MiFIR artikkel 9 nr. 1 bokstavene b og c). Kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 1 nr. 2 og 3 definerer hva som menes med RFQ-systemer og talebaserte handelssystemer. Definisjonen av RFQ-systemer reflekterer beskrivelsen av slike systemer i kommisjonsforordning C(2016) 4390 for aksjer mv.

Hvert av unntakene som er spesifikke for obligasjoner mv. omtales i det følgende i noe mer detalj.

For å få unntatt gjennomførbare interessemarkeringer i RFQ-systemer og talebasert systemer etter MiFIR artikkel 9 nr. 1 bokstav b) må interessemarkeringen være over en viss størrelse for det aktuelle finansielle instrumentet («*size specifict to the financial instrument*», forkortet «SSTI»). Det følger av MiFIR at terskelen skal være satt slik at den tar hensyn til ikke å utsette likviditetstilbyderen (pristilbyderen) for utilbørlig risiko og om den aktuelle markedsdeltakeren er ikke-profesjonell investor eller storinvestor. SSTI-terskelen er fastsatt i kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 5 nr. 1, jf. artikkel 13.

Unntaket for gjennomførbare interessemarkeringer er modifisert ved at handelsplassen uansett er pålagt å offentliggjøre indikative kjøps- og salgstilbud som er nær handelsinteressen som vises i handelsplassens systemer (MiFIR artikkel 8 nr. 4). Når en indikativ pris er nær handelsinteressen, er presisert i kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 5 nr. 2.

Når det gjelder unntaket for derivater som ikke er underlagt handelsplikt etter MiFIR artikkel 28 og andre finansielle instrumenter som ikke har et likvid marked, spesifiserer kommisjonsforordning C(2016) 4301 artiklene 6 og 13 når et finansielt instrument ikke har et likvid marked. Definisjonen bygger på MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (17) bokstav a).

Etter samme mønster som det som gjelder for handelsplassers pre-trade unntak for offentliggjøring av ordre i aksjer mv., er det i relasjon til ovenfor nevnte unntak innført krav til en waiver-prosedyre der ESMA skal avgi en uttalelse om et unntak er i tråd med MiFIR eller ikke og tilsynsmyndigheten kan trekke tilbake en waiver under visse vilkår. Dette følger av MiFIR artikkel 9 nr. 2 og 3.

Et særtrekk ved transparenskravene hva gjelder obligasjoner, er at tilsynsmyndigheten midlertidig kan suspendere transparenskravene for en klasse av finansielle instrumenter etter MiFIR artikkel 9 nr. 4. Slik suspensjon kan innføres hvis det skjer et betydelig fall i likviditet i den aktuelle klassen av finansielle instrumenter på alle handelsplasser i EU, se MiFIR artikkel 9 nr. 5 bokstav a siste setning. Det antas at midlertidig suspensjon i praksis sjeldent vil være aktuelt.[26] Kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 16 oppstiller ulike likviditetsterskler for henholdsvis likvide og illikvide finansielle instrumenter og det er også presisert at tilsynsmyndigheten skal forsikre seg om at et eventuelt betydelig fall ikke skyldes sesongvariasjoner.

Det er gitt nærmere regler for hvor lenge suspensjonsperioden kan vare, samt ESMAs rett til å uttale seg om en mulig suspensjon, i MiFIR artikkel 9 nr. 4.

3.8.2.2 *Handelsplassers offentliggjøring av handler i obligasjoner mv. (post-trade transparens)*

Handelsplasser skal offentliggjøre informasjon om handler – det vil si pris, volum og tidspunkt for en handel – i obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater som gjennomføres på handelsplassen i henhold til MiFIR artikkel 10 nr. 1. Offentliggjøringen skal skje så nær sanntid som teknisk mulig.

Kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 7 gir detaljerte regler om hvilke opplysninger som skal gis om den aktuelle handelen og hvordan de skal merkes. Kommisjonsforordningen artikkel 7 nr. 4 presiserer at de første tre årene etter MiFIRs ikrafttredelse skal publisering skje senest 15 minutter etter handelen er gjennomført, deretter kortes tidsfristen ned til fem minutter etter handelen er gjennomført.

Handelsplassen må gi verdipapirforetak som er underlagt post-trade transparensforpliktelser for obligasjoner. tilgang til handelsplassens offentliggjøringsmekanisme (MiFIR artikkel 10 nr. 2). Slik tilgang skal gis på rimelige forretningsmessige vilkår og ikke-diskriminerende basis.

Handelsplassens tilsynsmyndighet er gitt adgang til midlertidig å suspendere offentliggjøringsplikten ved et betydelig likviditetsfall og etter samme mønster som for offentliggjøring av ordre etter MiFIR artikkel 11 nr. 4, se omtale ovenfor.

Tilsynsmyndigheten til handelsplassen kan godkjenne utsatt offentliggjøring av handler (gi «deferrals»). Etter mønster av det som gjelder for aksjer mv., kan tillatelse gis for handler som er store i omfang sammenlignet med normal mar-

[26] Jf. Consultation Paper datert 19. desember 2014 (ESMA/2014/1570) på side 316.

kedsstørrelse i henhold til MiFIR artikkel 11 nr. 1 bokstav a. Hva som menes med normal markedsstørrelse er angitt i detaljerte regler i kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 9, jf. artikkel 13. For obligasjoner mv. introduserer imidlertid MiFIR noen ytterligere muligheter for utsettelse av offentliggjøring av handler. For det første er det tillatt å gi unntak der handelen knytter seg til et finansielt instrument eller en klasse av finansielle instrumenter som handles på en handelsplass og som ikke har et likvid marked etter MiFIR artikkel 11 nr. 1 bokstav b). Kommisjonsforordningen artikkel 13 angir når et finansielt instrument har et likvid marked.

For det andre er det mulig å gjøre unntak for handler som er over en viss størrelse for det aktuelle finansielle instrumentet eller tilhørende klasse av finansielle instrumenter («SSTI»-terskelen). SSTI-terskelen for post-trade utsettelser er fastsatt i kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 10. Kommisjonsforordningen artikkel 8 nr. 1 bokstav c) presiserer at utsettelse bare kan gis der handelen er mellom et verdipapirforetak som handler for egen regning på annen måte enn ved prinsipalmatchingshandel og en annen motpart.

I utgangspunktet tillates utsettelse frem til kl. 19:00 lokal tid andre arbeidsdag etter transaksjonen ble gjennomført (det vil si på T+2-basis), jf. kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 8 nr. 1. Som et utgangspunkt skal man kunne unnta all informasjon om handelen i løpet av denne tidsperioden, men tilsynsmyndigheten kan kreve at handelsplassen likevel i løpet av denne perioden gir visse opplysninger om en handel eller gir opplysninger om flere handler samlet, eventuelt en kombinasjon, jf. MiFIR artikkel 11 nr. 3 bokstav a). Kommisjonsforordningen artikkel 11 nr. 1 bokstav a gir detaljerte regler om hvilke opplysninger som i så fall skal gis.

Et annet særtrekk ved regimet for utsatt offentliggjøring av handler i obligasjoner mv., er at det åpnes for utsettelse av offentliggjøring i en tilleggsperiode, det vil si ut over T+2. Dette følger av MiFIR artikkel 11 nr. 3 første ledd bokstavene b) til d).

For det første kan opplysningene om størrelsen på en handel unntas offentliggjøring i en tilleggsperiode. For det andre kan man for andre instrumenter enn statsobligasjoner gi opplysninger om flere handler samlet. Den tillatte tilleggsperioden er fire uker (kommisjonsforordningen artikkel 11 nr. 1 bokstavene b) og c)).

For det tredje er det gitt en omfattende adgang til å utsette offentliggjøring av handler i statsobligasjoner. Her kan tilsynsmyndigheten tillatte at opplysninger om flere handler gis samlet i en ubestemt tidsperiode (eventuelt etter å ha unntatt opplysninger om volum i fire uker), jf. kommisjonsforordning C(2016) 4301 (RTS 2) artikkel 11 nr. 1 bokstav d).

Det er gitt øvrige detaljerte regler om regimet for utsettelse av offentliggjøring i en tilleggsperiode i kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 11.

Tilsynsmyndigheten skal forhåndsgodkjenne handelsplassers utsettelse av offentliggjøring av handler og handelsplassen skal tydelig underrette markedsdeltakerne og offentligheten om slike ordninger i henhold til MiFIR artikkel 11 nr. 1 siste ledd. ESMA skal ikke uttale seg om tillatelser for utsettelse av offentliggjøring, slik som for handelsplassers unntak fra offentliggjøring av ordre (jf. omtale ovenfor), men ESMA skal overvåke slike ordninger og avgi en årlig rapport til Kommisjonen om hvordan ordningene anvendes i praksis.

3.8.2.3 Verdipapirforetaks offentliggjøring av kurser i obligasjoner mv. (pre-trade transparens)

Verdipapirforetak som er SIer er etter MiFIR artikkel 18 nr. 1 pålagt transparenskrav hva gjelder de «non-equity»-instrumentene de er SIer for. Kravene er nye sammenlignet med MiFID I, men bygger på kravene som gjelder for aksjer mv. (jf. omtale i 3.7.2.3). Likevel avviker reglene noe.

Kravet om å offentliggjøre forpliktende kurser gjelder de instrumentene som har et likvid marked. MiFIR artikkel 2 nr. 17 bokstav a) gir en overordnet definisjon av hva som menes med likvid marked for obligasjoner. I motsetning til det som gjelder for aksjer mv., gjelder offentliggjøringsplikten kun hvis en kunde av SIen har bedt SIen om å stille en kurs og SIen aksepterer å stille en kurs (MiFIR artikkel 18 nr. 1).

Der det er et illikvid marked for det aktuelle finansielle instrumentet, skal SIen på forespørsel oppgi kurser til sine kunder dersom SIen aksepterer å stille en kurs, jf. MiFIR artikkel 18 nr. 2. SIer kan unntas forpliktelsen til å oppgi kurser i et illikvid instrument til andre kunder hvis vilkårene i MiFIR artikkel 9 nr. 1 er til stede, dvs. at SIer for illikvide instrumenter har samme unntaksmuligheter som handelsplassene.

I tillegg er det for både likvide og illikvide instrumenter i MiFIR artikkel 18 nr. 10 fastslått at SIene ikke er underlagt krav om å offentliggjøre/oppgi kurser hvis de handler i størrelser over en gitt størrelse for det aktuelle finansielle instrumentet, dvs. over «SSTI»-terskelen som er omtalt i

kapittel 3.8.2.1 om handelsplassers unntak fra transparenskrav for gjennomførbare interessemarkeringer.

Videre suspenderes kravet om å offentliggjøre forpliktende kurser hvis likviditeten i det finansielle instrumentet faller kraftig, dvs. under likviditetsterskelen som er fastsatt under MiFIR artikkel 9 nr. 4.

En SI kan oppdatere kursene når de selv måtte ønske, men tilbudene kan bare trekkes tilbake ved ekstraordinære markedsforhold, jf. MiFIR artikkel 18 nr. 3. Det er for obligasjoner ikke stilt noe krav om minimumsstørrelse på kurser (slik som for aksjer mv.), men prisene skal som et utgangspunkt reflektere gjeldende markedsforhold når man ser hen til de priser samme eller lignende instrument handles for på en handelsplass (MiFIR artikkel 18 nr. 9).

Når en systematisk internaliserer har offentliggjort en kurs etter forpliktelsen for likvide instrumenter i MiFIR artikkel 18 nr. 1, skal også øvrige kunder, dvs. andre enn kunden som ba SIen om å stille en kurs, kunne få utføre ordre med SIen til den aktuelle prisen. Likevel er det opp SIen selv å bestemme hvilke klienter som får tilgang til foretakets kurser, så lenge avgjørelsen er basert på SIens forretningsplan og fattes på en objektiv og ikke-diskriminerende måte. Dette følger av MiFIR artikkel 18 nr. 5. Plikten til å inngå handler til offentliggjorte kurser gjelder ikke hvis størrelsen på kursen er over SSTI-terskelen, jf. omtale av terskelen i kapittel 3.8.2.1 (MiFIR artikkel 18 nr. 6 første ledd, jf. MiFIRs kommisjonsforordning artikkel 16 som viser til RTS 2).

Presiserende regler for utførelse av kundeordre fremgår av MiFIR artikkel 18 nr. 7 og 9.

Kurser som skal offentliggjøres i likvide instrumenter, skal være enkelt tilgjengelige for andre markedsdeltakere på forretningsmessige vilkår (MiFIR artikkel 18 nr. 8). Hva som regnes som forretningsmessige vilkår fremgår av kommisjonsforordning C(2016) 2860 artiklene 6 til 11.

3.8.2.4 *Verdipapirforetaks offentliggjøring av handelsinformasjon (post-trade transparens)*

Samtlige verdipapirforetak – ikke bare de som er systematiske internaliserere – må etter MiFIR artikkel 21 nr. 1 offentliggjøre volum, pris og tidspunkt når de handler for egen regning eller på vegne av kunder i obligasjoner mv. som handles på en handelsplass. Det er presisert at offentliggjøringen av slik informasjon skal skje via en APA.

Kravene til innholdet i hva som skal offentliggjøres og når en handel skal offentliggjøres, er de samme som for handelsplassenes offentliggjøringsplikt, se MiFIR artikkel 21 nr. 3, jf. MiFIR artikkel 11 nr. 4 bokstavene a) og b) og kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 7 der kravene er presisert i detalj. Som hovedregel er det verdipapirforetaket som selger det finansielle instrumentet som har ansvaret for å rapportere handelen (kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 7 nr. 5).

På samme måte som for verdipapirforetakenes transparensforpliktelse post-trade for aksjer mv., unntas handler som på ulike måter ikke har sammenheng med en vurdering av instrumentets markedsverdi, som for eksempel sikkerhetsstillelse (MiFIR artikkel 21 nr. 5 bokstav b og kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 12).

Kravet om offentliggjøring av handler kan suspenderes ved et betydelig likviditetsfall, på samme måte som for handelsplassene etter MiFIR artikkel 21 nr. 4 første ledd, jf. omtale i kapittel 3.8.2.1 ovenfor.

Tilsynsmyndigheten skal, på samme måte som for handelsplasser, kunne gi tillatelse til utsatt offentliggjøring i to dager (det vis si på T+2-basis), kunne kreve at visse opplysninger gis om en handel i løpet av denne perioden, samt tillate utsettelse av offentliggjøring i en tilleggsperiode, det vil si ut over T+2, jf. MiFIR artikkel 21 nr. 4 første ledd. Etter MiFIR artikkel 21 nr. 4 siste ledd og kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 8 skal verdipapirforetak ha samme mulighet til å benytte seg av samme utsettelsesordninger når de handler OTC som det som gjelder for handelsplassene.

3.8.2.5 *Transparenskrav for pakke-ordre og pakke-transaksjoner*

Pakke-transaksjoner er sammenlenkede («*interlinked*») transaksjoner i ulike finansielle instrumenter som utføres sammen for å redusere transaksjonskostnadene eller av risikostyringshensyn. Ettersom transaksjonene (og ordrene) består av ulike komponenter, reises særlige spørsmål knyttet til hvordan slike ordre og transaksjoner skal håndteres med hensyn til transparens.

MiFIR hadde opprinnelig ikke særlige regler for transparenshåndteringen av verken pakke-ordre («*package orders*») eller pakke-transaksjoner («*package transactions*»). For pakke-transaksjoner var det imidlertid foreslått særlige regler i utkastet til kommisjonsforordning C(2016) 4301

(RTS 2) som implisitt innebar at pakke-transaksjoner var omfattet av kravene til offentliggjøring.

MiFIR ble sommeren 2016 endret[27] til å omfatte særskilte regler om offentliggjøring av pakke-ordre (det vil si pre-trade) ved at slike ordre ble omfattet av kravene til offentliggjøring for handelsplasser av ordreinformasjon i MiFIR artikkel 8, samt nye unntaksbestemmelser (waivere) i artikkel 9. Samtidig ble det innført særregler for ordreinformasjon for SIer i MiFIR artikkel 18.

Hva som menes med pakke-ordre og pakke-transaksjon er definert i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (49) og (50) (etter endringen):

> «(49) «package order» means an order priced as a single unit:
> a) for the purpose of executing an exchange for physical; or
> b) in two or more financial instruments for the purpose of executing a package transaction;
>
> (50) «package transaction» means:
> a) an exchange for physical; or
> b) a transaction involving the execution of two or more component transactions in financial instruments and which fulfils all of the following criteria:
> (i) the transaction is executed between two or more counterparties;
> (ii) each component of the transaction bears meaningful economic or financial risk related to all the other components;
> (iii) the execution of each component is simultaneous and contingent upon the execution of all the other components.»

En pakke-ordre er en ordre som er priset som en enkelt enhet og som er knyttet til gjennomføringen av en pakke-transaksjon (se nærmere i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (49)).

Visse sider ved unntaksadgangen i MiFIR artikkel 9 skal utdypes i regulatoriske tekniske standarder som i henhold til MiFIR skal sendes fra ESMA til Kommisjonen innen 28. februar 2017. Slike regler er under utarbeidelse av ESMA.

Kommisjonsforordning C(2016) 4301 inneholder særskilte regler om hva slags informasjon som skal publiseres post-trade for en pakke-transaksjon (opplysninger om hver enkelt komponent) og når slike opplysninger skal publiseres. Kravet om å publisere opplysninger om hver enkelt komponent er av ESMA antatt å være i tråd med markedspraksis.[28] Det er også gitt særskilte regler om utsettelse av offentliggjøring for slike transaksjoner i kommisjonsforordning C(2016) 4301 artikkel 8 nr. 1 bokstav d).

3.8.3 Utvalgets vurderinger

Som omtalt under kapittel 3.7.3, er utvidelsene av transparensregimet til å gjelde såkalte «non-equity»-instrumenter, det vil si obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater, også begrunnet i de svakhetene som ble avdekket ved finanskrisen. Det nye regelverket er kalibrert på tilsvarende måte for obligasjoner mv. som for egenkapitalinstrumentene som omtalt ovenfor.

Utvidelsen av transparenskravene til å gjelde obligasjoner mv. er en naturlig følge av ønsket om å oppnå et hensiktsmessig regelverk for transparens for alle relevante finansielle instrumenter og være de samme for ordreinformasjon og handelsinformasjon for de ulike typer handelsplasser. Utvidelsen gjelder ikke for handelsplassers forpliktelse til å publisere pre-trade ordreinformasjon for ikke-finansielle motparters handel i derivatkontrakter som benyttes for risikoreduserende formål i forretningsvirksomheten eller som likviditetsfinansiering. Dette skyldes at disse ikke er ansett som viktige for prisdannelsen.

På samme måte som transparenskravene for aksjer mv., må transparenskravene knyttet til blant annet derivater, ses i sammenheng med innføring av plikten til å handle nærmere bestemte derivater på en handelsplass. Dette vil begrense OTC-handelen, og sammen med transparenskravene for verdipapirforetak som handler for egen regning i finansielle instrumenter på OTC-markedet som det er et likvid marked for, skal dette sikre at handelen på OTC-markeder ikke truer effektiv prisdannelse eller gjennomsiktige og like konkurransevilkår mellom ulike kategorier av handler.

Gjennomføringen av MiFIRs regler om transparens for obligasjoner mv. medfører ikke behov for andre endringer i verdipapirhandelloven.

---

[27] Europaparlamentets- og Rådsforordning (EU) 2016/1033 datert 23. juni 2016.

[28] Final Report Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR ESMA/2015/1464 s. 155–156.

3.8.4 Særlig om offentliggjøring av handler i ikke-noterte opsjoner og terminer

3.8.4.1 Gjeldende rett

Verdipapirforetak skal gi melding til børsen om handel i ikke-noterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter som er børsnotert i Norge, jf. forskrift av 20. januar 1999 nr. 26 om verdipapirforetaks plikt til å gi melding til børsen om handel i ikke-børsnoterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter børsnotert i Norge (OTC-forskriften). I praksis gjelder OTC-forskriften for opsjoner og terminer med børsnoterte aksjer som underliggende, da det er denne type opsjoner og terminer som omsettes og blir meldt. Informasjonen om handlene som meldes inn blir offentliggjort av Oslo Børs.

Formålet med OTC- forskriften er dels hensynet til transparens og dels markedsplassenes overvåkning. Det følger ikke direkte av OTC-forskriftens ordlyd at informasjonen som meldes skal gjøres offentlig, men dette følger implisitt av formålet, samt av forarbeidene og høringsnotater og uttalelser fra Finanstilsynet. Handler i disse derivatene er for øvrig også omfattet av transaksjonsrapporteringen til Finanstilsynet, omtalt i kapittel 3.9.

Forskriften ble fastsatt med hjemmel i verdipapirhandelloven av 1997 § 9-4. Den ble videreført gjennom verdipapirhandelloven av 2007 § 18-2 femte ledd. Offentliggjøring av slike handler er ikke et krav etter MiFID I, og dette er derfor særnorske bestemmelser.

3.8.4.2 Forventet EØS-rett

Det er ikke bestemmelser i MiFID II eller MiFIR som regulerer offentliggjøring av handler i terminer og opsjoner som har børsnoterte finansielle instrumenter som underliggende. Transaksjoner i slike instrumenter er imidlertid omfattet av plikten til transaksjonsrapportering, som er behandlet i kapittel 3.9.

3.8.4.3 Utvalgets vurderinger

Ettersom plikten til å offentliggjøre handler i ikke-noterte opsjoner og terminer som har børsnoterte finansielle instrumenter som underliggende ikke er omfattet av transparensreglene i MiFIR, anser utvalget det naturlig å vurdere hvorvidt dette særnorske kravet skal videreføres. Utvalget har delt seg i et flertall og et mindretall i vurdering.

Utvalgets *flertall,* bestående av medlemmene Truyen, Solem, Nygaard, Mohn Lian og Skallerud mener at forskriften bør oppheves.

Bakgrunnen for rapporteringsplikten til børsen i henhold til OTC- forskriften var opprinnelig hensynet til både transparens og hensynet til kontroll. I forbindelse med implementeringen av MiFID i 2007 ble det vurdert om forskriften kunne videreføres. Det ble lagt til grunn i høringsnotatet med forslag til utfyllende forskriftsbestemmelser om transaksjonsrapportering at OTC-forskriften ikke kunne videreføres da denne rapporteringen ville inngå i transaksjonsrapporteringen etter MiFID I. Gjennomføringen av transaksjonsrapporteringen ble forsinket, og OTC-forskriften ble likevel videreført som en overgangsordning inntil det nye regelverket ble gjennomført. Da transaksjonsrapporteringsregelverket ble gjennomført, ble forskriften likevel ikke opphevet.

Utvalgets flertall bemerker at rapporteringen av OTC-derivater til Oslo Børs er ufullstendig ettersom rapporteringsplikten kun gjelder norske verdipapirforetak og filialer av utenlandske foretak etablert i Norge. De offentliggjorte opplysningene om handlene gir derfor ikke noe dekkende bilde av handelen i slike instrumenter. Rapporteringsplikten kan også innebære en konkurransemessig fordel for utenlandske foretak som ikke er omfattet. Rapporteringen utgjør for øvrig også en betydelig kostnad for foretakene på årsbasis som følge av at det må betales gebyr til Oslo Børs. I tillegg kommer foretakenes kostnader til systemer, overvåkning og compliance knyttet til rapportering.

Flertallet viser til at markedsovervåkningen ivaretas gjennom transaksjonsrapporteringen til Finanstilsynet etter MiFIR artikkel 26, som også omfatter OTC-derivater. Finanstilsynet får full informasjon om alle transaksjoner til bruk i sitt arbeid for å avdekke innsidehandel og markedsmanipulasjon.

Når det gjelder offentliggjøring av OTC-derivattransaksjoner, vises det til at i henhold til EMIR artikkel 9, skal informasjon om enhver inngåelse, avslutning eller endring av derivatkontrakter rapporteres til et transaksjonsregister. Rapporteringsplikten gjelder alle derivater, det vil si unoterte og noterte derivater. Transaksjonsregisteret skal etter EMIR artikkel 81 første ledd regelmessig offentliggjøre samlede posisjoner per derivatklasse for rapporterte derivatkontrakter.

Det vises videre til at flaggereglene i rapporteringsdirektivet også omfatter derivater og ivaretar transparensformål. Videre forstår utvalgets flertall det slik at offentliggjøringen av rapporteringen

ikke bidrar til en bedre prisstillelse eller likviditet, noe som var blant hensynene forskriften skulle ivareta.

Det fremgår av fortalen til MiFIR at det på bakgrunn av finanskrisen vokste frem et økt behov for like krav til gjennomsiktighet i markedet for finansielle instrumenter. Derfor er det blant annet fastsatt nye regler som flytter en større del av handelen over til handelsplasser, som har krav til transparens. Dette gjelder også derivater. Videre er det krav til offentliggjøring av transaksjoner i en rekke finansielle instrumenter, herunder derivater handlet på en handelsplass. Det er imidlertid ikke fastsatt krav til transparens for handel i derivater som ikke er tatt opp til handel på handelsplass.

Utvalgets flertall anser at en særnorsk rapporteringsregel som er strengere enn reglene i MiFIR, ikke kan opprettholdes uten at dette er særskilt begrunnet. Flertallet legger til grunn at EU-regelverket inneholder krav til offentliggjøring som er tilfredsstillende for prisdannelsen til det underliggende noterte instrumentet til et derivat. Utvidede krav til offentliggjøring er en byrde for aktørene som antas å være for kostnadskrevende ut fra hvilken betydning offentliggjøringen har for markedet. Utvalget bemerker at markedsaktørene vil måtte rapportere opsjoner og terminer som gjelder børsnoterte instrumenter som ledd i transaksjonsrapporteringen under MiFIR og under EMIR. Særlig rapporteringen under EMIR er svært detaljert, med over 50 felter å fylle ut per transaksjon. Det å pålegge aktørene en tredje rapporteringsplikt, er svært lite hensiktsmessig.

Flertallet er heller ikke kjent med at andre EØS-land har sett det nødvendig å innføre strengere regler på området. Regulerte markeder kan for øvrig selv stille krav i sine medlemsvilkår om at medlemmene rapporterer transaksjoner i OTC-derivater.

På bakgrunn av ovennevnte, foreslår flertallet at forskriften oppheves.

Utvalgets *mindretall,* bestående av medlemmene Vidjeland, Stray, Grandal og Bjerkestrand foreslår å videreføre forskriften.

Endring eller opphevelse av OTC-forskriften er vurdert flere ganger tidligere, senest i 2011 da TRS-rapportering ble utvidet til å gjelde OTC-derivater generelt. OTC-forskiften gjelder et område som ikke er nærmere direkte regulert av MiFID I. Dette er videreført under MiFID II.

Handel i derivater der underliggende er notert aksje, kan i stor grad likestilles med handel direkte i den underliggende aksjen. Prisingen av derivatet vil være basert på kursnoteringen og forventinger til den underliggende aksjen. Tilsvarende vil handelen i derivatet kunne påvirke prisingen i den underliggende aksjen. Videre er muligheten for markedsmisbruk tilsvarende til stede ved handel i aksjederivater som ved handel direkte i aksjer. OTC-forskriften tjener både transparens og rapporteringsformål. Informasjonen blir tilgjengelig for resten av markedet og er viktig for best mulig dannelse av prisbildet. Videre er denne informasjonen viktig for overvåkning av markedsmisbruk. For Oslo Børs overvåkingsenhet er dette nødvendig informasjon for den form for markedsovervåkning som i dag drives.

MiFID II og MiFIR inneholder ikke regler om krav til offentliggjøring av handler i OTC-derivater med noterte aksjer som underliggende. Det gjorde heller ikke MiFID I. Utvalgets mindretall vurderer det slik at det også etter gjennomføring av MiFID II er anledning til og behov for offentliggjøring av informasjon om handler i OTC-derivater. Uten denne informasjonen vil grunnlaget for prisdannelsen bli dårligere og det vil svekke arbeidet med overvåkning av markedsmisbruk.

OTC-forskriften ble som nevnt senest vurdert i 2011. Finanstilsynets høringsnotat «forslag til endring i verdipapirforskriften om rapporteringsplikt for handler i derivat mv» datert 10.03.2011 anbefalte videreføring av rapporteringsplikten til børsen. Det ble der lagt til grunn at formålet med OTC-forskriften primært er hensynet til transparens, da informasjonen om gjennomførte OTC handler kan gi verdifull informasjon om pris og likviditet: «Markedets behov for denne informasjonen tilsier at det også i fremtiden bør legges til rette for at informasjon om handler i opsjoner og derivater med noterte finansielle instrumenter som underliggende offentliggjøres.»

MiFIR medfører handelsplikt på en del produktklasser, dvs. krav om at handelen skal skje på regulert handelsplass, og alt som omsettes på regulert handelsplass offentliggjøres. Dette vil altså flytte handel fra OTC til regulert handelsplass. Forutsetningen for at en produktklasse skal få slik handelsplikt, er at noen likviditetskrav oppfylles og at produktklassen er underlagt clearingplikt ifølge EMIR. Det er kun visse typer rentederivater (denominert i USD, JPY, EUR, GBP, SEK, NOK og PLN), samt noen typer kreditderivater som er omfattet av clearingplikten etter EMIR. Aksjederivater er på nåværende tidspunkt ikke omfattet av clearingplikten. Reglene i MiFIR vil derfor ikke føre til at offentlighetens behov for informasjon om i handel av opsjoner og terminer med noterte aksjer som underliggende, som beskrevet i hørin-

gen fra 2011, blir oppfylt. Av denne grunn bør OTC-forskriften fortsatt videreføres, med mindre det innføres en ny forskrift med mer generell plikt til offentliggjøring av alle handler i derivater med noterte underliggende.

Verdipapirforetak vil også måtte rapportere til et godkjent transaksjonsregister inngåelse, avslutning eller endring av derivatkontrakter etter EMIR. Registeret skal regelmessig offentliggjøre registrert informasjon, men kravet er kun at registeret opplyser om samlede posisjoner per derivatklasse. I denne sammenheng er aksjederivater en klasse som det offentliggjøres samlet informasjon om. For at informasjon skal kunne tjene transparensformål, må den være individuell og spesifikk hva gjelder identifisering av underliggende og volum. Den informasjon som vil bli offentliggjort etter EMIR vil derfor ikke gi noe bidrag til det formål som OTC-forskriften skal tjene.

Omtrent to tredjedeler av det totale norske opsjons- og terminmarkedet med norske noterte underliggende aksjer handles OTC. Ved ikke å offentliggjøre informasjon om denne handelen i OTC-derivater, vil en stor del av det norske aksjederivatmarkedet ikke bli transparent for de markedsaktører som ikke er en del av transaksjonen. Det norske markedet kjennetegnes av noen få dominerende aktører. Disse vil dermed få et konkurransefortrinn og mindre aktører som ønsker å konkurrere vil få en tydelig konkurransemessig ulempe gjennom mangel på informasjon.

I tillegg til de handler som rapporteres etter OTC-forskriften, forekommer det også handler utenlands hvor handelen ikke blir rapportert. Disse handlene er ofte svært store og kjennetegnes av at de gjennomføres av en av de globale investmentbankene. Deler av slike store handler blir ofte i etterkant videreført til norske aktører gjennom nye transaksjoner. Kravet norske aktører har om å melde handelen til børsen og betale en avgift for det (NOK 200 alternativt NOK 100 av hver side avhengig av hvordan det rapporteres), er ubetydelig sammenlignet med den konkurransekraft som er i transaksjoner av denne størrelsen. Muligheten for at OTC-forskriften har en konkurransevridende effekt bedømmes derfor som meget begrenset.

Utvalgets mindretall er av den oppfatning at gjennomføring av MiFID II i norsk rett ikke endrer det norske markedets behov for informasjon om opsjoner og terminer med noterte aksjer som underliggende og foreslår derfor at forskrift 20. januar 1999 nr. 26 videreføres.

3.9 Transaksjonsrapportering og oppgaveplikt

3.9.1 Gjeldende rett

For at Finanstilsynet skal kunne føre tilsyn med verdipapirmarkedet og avdekke markedsmisbruk, er verdipapirforetakene pålagt å føre lister og oppbevare dokumentasjon knyttet til alle utførte transaksjoner og å rapportere transaksjoner i finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på regulert marked til Finanstilsynet. Formålet er å sikre markedets integritet og transparens.

Plikten til å føre lister over utførte transaksjoner og oppbevare dokumentasjon knyttet til disse følger av verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 7. Dokumentasjonsplikten gjelder alle transaksjoner, uavhengig av om transaksjonen er utført for foretakets egen regning eller for kunder, og gjelder for alle finansielle instrumenter. Dokumentasjonen skal være minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler som Finanstilsynet har ansvar for, er overholdt. Dokumentasjonsplikten omfatter for øvrig også all ytelse av investeringstjenester. Verdipapirforetakene skal etter bestemmelsen også dokumentere at deres plikter ved ytelse av investeringstjenester som for eksempel investeringsrådgivning, ordreformidling og aktiv forvaltning, etterleves. Verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 7 er utfylt av verdipapirforskriften §§ 9-21 og 9-22. Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 25 nr. 2.

Verdipapirforetakenes plikt til å rapportere transaksjoner er regulert i verdipapirhandelloven § 10-18, som gjennomfører MiFID I artikkel 25 nr. 3 til 6. Rapporteringsplikten gjelder for alle finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på regulert marked og derivater med finansielt instrument som er tatt opp til handel på regulert marked som underliggende, og er ikke begrenset til finansielle instrumenter som er tatt opp til handel i Norge. Rapporteringsplikt for nevnte derivater innebærer en utvidelse sammenlignet med MiFID I. Rapporteringen skal gjøres så snart som mulig og ikke senere enn slutten av den påfølgende arbeidsdag.

Plikten til å rapportere gjelder uavhengig av om transaksjonen er utført på regulert marked og omfatter dermed også transaksjoner utført på MHF eller OTC. Plikten er pålagt alle verdipapirforetak og filialer av utenlandske verdipapirforetak. Transaksjoner som utføres av filialer av norske verdipapirforetak i annen EØS-stat skal ikke rapportere til Finanstilsynet, men til tilsynsmyndigheten i vertsstaten. Rapportene kan sendes av

verdipapirforetaket selv, en tredjeperson som opptrer på vegne av verdipapirforetaket, et system for kobling av ordre eller et rapporteringssystem som er godkjent av Finanstilsynet, eller av regulert marked eller MHF der transaksjonen utføres.

Rapporteringen skal omfatte opplysninger om navn og nummer som viser hvilke finansielle instrumenter som er kjøpt eller solgt, antall, dato og tidspunkt for utførelse, pris og identiteten på verdipapirforetakene som er involvert i handelen.

Finanstilsynet skal videreformidle rapporter som er mottatt under bestemmelsene om transaksjonsrapportering til andre EØS-stater dersom disse er tilsynsmyndighet for det mest relevante marked for de finansielle instrumentene som rapporteringen gjelder. Rapportene skal også videreformidles til tilsynsmyndighetene i verdipapirforetakets hjemland for rapportering av filial av utenlandsk foretak.

Verdipapirforskriften §§ 10-36 til 10-39 og kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 9 til 14, jf. verdipapirforskriften § 15-1, har ytterligere bestemmelser om transaksjonsrapportering. Utveksling av rapporter med tilsynsmyndigheter er regulert i verdipapirhandelloven § 15-9.

3.9.2 Forventet EØS-rett

MiFIR artikkel 24 slår fast at nasjonale tilsynsmyndigheter skal overvåke verdipapirforetakenes virksomhet for å sikre at de opptrer ærlig, rettferdig og profesjonelt og på en måte som fremmer markedets integritet. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 25 nr. 1.

MiFIR artikkel 25 nr. 1 pålegger verdipapirforetakene å føre registre over alle ordrer og alle transaksjoner med finansielle instrumenter som de har gjennomført, enten for egen regning eller på vegne av en kunde. Disse opplysningene skal oppbevares i 5 år, og stilles til rådighet for tilsynsmyndigheten på forespørsel. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 25 nr. 2, men slik at virksomhetsområdet er utvidet til også å gjelde ordrer, ikke bare transaksjoner. ESMA kan i tillegg be om å få tilgang til informasjonen.

MiFIR artikkel 25 nr. 2 er ny. Etter denne bestemmelsen skal operatøren av en handelsplass føre register over alle ordre som gjelder finansielle instrumenter og som vises i deres systemer. Registrene skal inneholde de relevante opplysningene som kjennetegner ordren, herunder opplysninger som knytter en ordre til den eller de utførte transaksjonene som stammer fra samme ordre og som skal rapporteres i henhold til MiFIR artikkel 26 nr. 1 og 3. Bestemmelsen er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 3821[29] (RTS 24), som inneholder nærmere krav til i hvilket format opplysningene skal gjøres tilgjengelig for myndighetene og hvilke opplysninger som skal gis om ordrene. Det er ikke fastsatt krav til hvordan handelsplassen skal lagre opplysningene.

Reglene om transaksjonsrapportering er tatt inn i MiFIR artikkel 26 og viderefører MiFID I artikkel 25 nr. 3 til 6, men med enkelte utvidelser og endringer. Bruken av forordning ved reguleringen av transaksjonsrapporteringsplikten understreker viktigheten av at alle EU-landene har felles krav til rapporteringen, både når det gjelder hvilke finansielle instrumenter som er omfattet og hvilke opplysninger som skal rapporteres.

MiFIR artikkel 26 nr. 1 viderefører plikten til å rapportere utførte transaksjoner til tilsynsmyndigheten så snart som mulig og senest ved utgangen av påfølgende virkedag. Tilsynsmyndigheten skal også opprettholde ordningene for å sikre at tilsynsmyndigheten for det mest likvide markedet for de aktuelle finansielle instrumenter mottar opplysningene.

MiFIR artikkel 26 utvider kravene til transaksjonsrapportering på to måter. For det første utvides virkeområdet for rapporteringsplikten. Transaksjoner i finansielle instrumenter som er opptatt til handel eller som handles på en handelsplass, eller som det er søkt om opptak til handel for på slikt marked, finansielle instrumenter med finansielt instrument som handles på handelsplass som underliggende og finansielle instrumenter som har indekser eller en kurv av finansielle instrumenter som handles på handelsplass som underliggende, omfattes av rapporteringsplikten. Dette følger av MiFIR artikkel 26 nr. 2.

Det gjøres også en utvidelse når det gjelder hvilke opplysninger som skal rapporteres inn til tilsynsmyndigheten. Kravene følger av MiFIR artikkel 26 nr. 3, og utvider kravene til også å gjelde betegnelse som identifiserer de kundene som verdipapirforetaket har utført transaksjonen på vegne av, en betegnelse som identifiserer de personene og de dataalgoritmene i verdipapirforetaket som er ansvarlige for investeringsbeslutningen og utførelsen av transaksjonen, en betegnelse som identifiserer unntaket handelen har funnet sted i henhold til dersom det er relevant, en opplysning som identifiserer de berørte verdipapirforetakene, og en betegnelse som identifiserer et

[29] Commission Delegated Regulation (EU) ../... of 24.6.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the maintenance of relevant data relating to orders in financial instruments

eventuelt shortsalg under visse forutsetninger. Det følger av artikkel 26 nr. 6 at identifikatoren etablert for juridiske personer (Legal entity identifyer – LEI) skal benyttes for kunder som er foretak. ESMA skal fastsette nærmere retningslinjer for dette. Denne bestemmelsen er ny.

MiFIR artikkel 26 nr. 4 og 5 er også nye bestemmelser. Bestemmelsene skal bidra til å hindre dobbeltrapportering og sikre at alle transaksjoner som utføres på en handelsplass innenfor EØS dekkes. Etter artikkel 26 nr. 4 skal verdipapirforetak som kun formidler ordre enten ta med alle opplysningene som følger av artikkel 26 nr. 1 og 3 ved formidlingen av ordren eller, dersom det rapporterer ordren selv i samsvar med kravene i nr. 1, samtidig opplyse at opplysningene gjelder en ordre som er formidlet til utførelse. For at rapporteringen skal dekke alle utførte transaksjoner på handelsplassen, skal handelsplassen selv rapportere transaksjonene som er utført i deres system av foretak som ikke er omfattet av plikten til transaksjonsrapportering, jf. artikkel 26 nr. 5.

Det følger av MiFIR artikkel 26 nr. 7 at rapportene kan sendes tilsynsmyndigheten av verdipapirforetaket selv, av en godkjent rapporteringsordning (ARM) som opptrer på deres vegne eller av den handelsplassen der transaksjonen ble utført. Verdipapirforetaket vil være ansvarlig for at rapportene sendes inn til rett tid og er fullstendige og nøyaktige, med mindre rapportene sendes inn gjennom en ARM eller en handelsplass. I slike tilfeller er det ARMen eller handelsplassen som er ansvarlig for eventuelle mangler. Verdipapirforetakene skal likevel treffe rimelige tiltak for å kontrollere at transaksjonsrapportene som sendes inn på deres vegne er fullstendige og nøyaktige og at disse sendes inn til rett tid.

Etter MiFIR artikkel 26 nr. 7 femte ledd skal medlemsstatene fastsette nærmere bestemte krav til handelsplasser når disse rapporterer på vegne av verdipapirforetak. Handelsplassene skal etter bestemmelsen ha innført pålitelige sikkerhetssystemer som garanterer sikkerhet og autentisering ved informasjonsoverføringen, og som reduserer risikoen for dataforfalskning og ulovlig tilgang og som forebygger informasjonslekkasje og sikrer at opplysningene til enhver tid behandles fortrolig. Medlemsstaten skal videre kreve at handelsplassen opprettholder tilstrekkelige ressurser og har reservesystemer på plass, slik at disse tjenestene kan tilbys og opprettholdes til enhver tid.

Det følger av kommisjonsforordning datert 28. juli 2016 (RTS 22) artikkel 14 nr. 1 at rapportering av transaksjoner utført av filialer av verdipapirforetak, skal skje til tilsynsmyndighetene i foretakets hjemland, med mindre annet er avtalt mellom tilsynsmyndighetene i vertslandet og hjemlandet. I de tilfellene der slike transaksjonsrapporter sendes til tilsynsmyndighetene i vertslandet, skal rapportene videresendes til tilsynsmyndighetene i hjemlandet, med mindre tilsynsmyndighetene i hjemlandet beslutter at de ikke ønsker å motta slik informasjon, jf. MiFIR artikkel 26 nr. 8.

For å tilrettelegge for transaksjonsrapporteringen etter MiFIR artikkel 26, er det i artikkel 27 fastsatt at handelsplasser skal gi tilsynsmyndighetene de referanseopplysningene som kreves for transaksjonsrapportering for finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på handelsplassen. For øvrige finansielle instrumenter som er underlagt rapporteringsplikten etter artikkel 26 nr. 2, skal SI gi tilsynsmyndigheten referanseopplysninger for finansielle instrumenter som handles i deres systemer. Dette vil gjelde finansielle instrumenter med underliggende som er tatt opp til handel på en handelsplass. Kravene til rapportering av referansedata etter MiFIR artikkel 27 er utdypet i Kommisjonsforordning C(2016) 4405[30] (RTS 23), som blant annet fastsetter nærmere krav til hvilket format det skal rapporteres på.

Referanseopplysningene skal videreformidles fra nasjonal tilsynsmyndighet til ESMA, som skal offentliggjøre disse på sitt nettsted, jf. MiFIR artikkel 27 nr. 1 tredje ledd. Dette skal gjøre det mulig for ESMA og nasjonale tilsynsmyndigheter å bruke, analysere og utveksle transaksjonsrapporter.

3.9.3 Utvalgets vurderinger

Kravene om rapportering av transaksjoner til tilsynsmyndighetene er sentrale for å avdekke og undersøke mulige tilfeller av markedsmisbruk, overvåke at markedene fungerer på en rettferdig og ordnet måte og for å overvåke verdipapirforetakenes virksomhet. Reglene for transaksjonsrapportering og oppgaveplikt er tatt inn i MiFIR, og gjennomføres dermed gjennom inkorporasjon. Bruken av forordning bidrar til at kravene til transaksjonsrapportering og verdipapirforetakenes plikt til å dokumentere sin virksomhet gjen-

[30] Commission Delegated Regulation (EU) ../... of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the data standards and formats for financial instrument reference data and technical measures in relation to arrangements to be made by the European Securities and Markets Authority and competent authorities

nomføres på samme måte innenfor hele EØS-området.

Utvidelsene av rapporteringsplikten og oppgaveplikten understreker også viktigheten av at foretakene dokumenterer sin virksomhet på en slik måte at tilsynsmyndigheten kan overvåke markedet og bidra til å ivareta markedets integritet og transparens. Endringene bidrar til at tilsynsmyndigheten får tilgang til dokumentasjon på alle trinn i utførelsen av ordren, fra den opprinnelige beslutningen om handelen og frem til gjennomføringen. For at transaksjonsrapportene skal kunne benyttes fullt ut for å overvåke markedet, er det innført krav om at disse skal inneholde opplysninger om hvem som har truffet investeringsbeslutningen og hvem som har ansvar for å utføre den. Opplysningene om eventuelle shortsalg vil videre gjøre det mulig å overvåke nivåene av shortsalg.

Begrepet «traded on a trading venue» er avgjørende for hvilke finansielle instrumenter det skal rapporteres for. Utvalget er kjent med at det er stilt spørsmål ved forståelsen av begrepet, særlig i relasjon til OTC-handlede derivater. Begrepet benyttes også i transparensregelverket og regelverket knyttet til handelsplikten for henholdsvis aksjer og derivater i MiFIR artikkel 23 og 28. Så langt utvalget er kjent med, er det ikke gitt at begrepet skal forstås på samme måte i relasjon til de ulike regelverkene og det antas at det vil komme nærmere avklaringer på hvordan dette skal forstås fra ESMA.

MiFIR artikkel 26 nr. 7 femte ledd må gjennomføres i norsk rett, ettersom bestemmelsen krever at medlemsstatene skal fastsette nærmere bestemte krav til handelsplassene når de rapporterer på vegne av verdipapirforetak. Utvalget foreslår å ta inn dette kravet i utkast til ny verdipapirhandellov § 11-26 for regulerte markeder og i § 9-38 første ledd nr. 5 for MHF og OHF.

Ettersom MiFIR artikkel 24 til 27 erstatter flere MiFID I regler som er gjennomført i verdipapirhandelloven, vil gjennomføringen av MiFIR medføre at bestemmelsene i verdipapirhandelloven § 10-18 og § 15-9 ikke videreføres i ny verdipapirhandellov. Verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 7 videreføres ettersom den også gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 6, se omtale i kapittel 5.3.2. Utvalget foreslår videre å oppheve verdipapirforskriften §§ 10-36 til 10-39.

Forskrift om verdipapirforetaks meldeplikt om transaksjoner i finansielle instrumenter som er gjenstand for omsetning på regulert marked innenfor EØS-området og som er foretatt gjennom filial eller ved grenseoverskridende virksomhet i en annen EØS-stat av 26. september 1996, anses dekket av de nye reglene i MiFIR. Utvalget foreslår derfor å oppheve forskriften.

3.10 Datarapporteringstjenester

3.10.1 Innledning

God kvalitet på tilgang til handelsinformasjon (post-trade informasjon) er vesentlig for å kunne danne seg et riktig bilde av handelen i finansielle instrumenter, som igjen er viktig for prisingen og tilliten til markedet. Tilgangen til informasjon om handelen bør være den samme for alle aktører i markedet og omfatte de samme opplysningene med samme kvalitet uavhengig av hvor handelen gjøres. MiFID II sørger for å øke konkurransen mellom de ulike typer handelsplasser. En viktig del av dette vil være å legge til rette for at informasjon om handlene i instrumenter som kan handles på handelsplass kan hentes fra en samlet datastrøm på en effektiv måte og som gir et dekkende bilde av markedet, uavhengig av om handelen er gjort på ulike typer handelsplasser eller OTC.

Derfor innføres det regulering av datarapporteringstjenester med MiFID II i form av krav om tillatelse og nærmere krav til tjenestene som leveres. Leverandører av datarapporteringstjenester omfatter tre ulike typer foretak. Foretak som tilbyr godkjente offentliggjøringsordninger (Approved Publication Arrangements – APAer) er foretak som sørger for at verdipapirforetak og SI rapporterer handelsinformasjon for handler som skjer OTC i finansielle instrumenter som også handles på handelsplass. Foretak som tilbyr konsoliderte offentliggjøringssystemer (Consolidated Tape Providers – CTPer) henter handelsinformasjon fra handelsplasser og APAer og samler denne informasjonen i en og samme datastrøm som markedsaktører kan få tilgang til. Endelig er foretak som tilbyr godkjente rapporteringsordninger (Approved Reporting Arrangements – ARMer) foretak som tilbyr tjenester knyttet til transaksjonsrapporteringen etter MiFIR artikkel 26. Selv om dette er tre ulike typer tjenester, er det til dels felles krav til tillatelse. Disse finnes i MiFID II artikkel 59 flg. Tjenestene omtales samlet som datarapporteringstjenester, og er ikke regulert pr. i dag.

Reguleringen av datarapporteringstjenester er bygget opp med enkelte fellesbestemmelser knyttet til søknadsprosedyre og krav til styre og ledelse. I tillegg er det egne krav til den enkelte type tjeneste som finnes i egne bestemmelser. Det er også, til en viss grad, felles bestemmelser for de ulike datarapporteringstjenestene på nivå 2.

Felleskravene til tillatelse for APA, CTP og ARM behandles først. De særskilte typene tjenestetilbyderne behandles deretter i egne underkapitler.

3.10.2 Generelle krav

3.10.2.1 Forventet EØS-rett

Etter MiFID II artikkel 59 skal foretak som tilbyr datarapporteringstjenester ha tillatelse til denne virksomheten, dersom den tilbys på forretningsmessig basis. Datarapporteringstjenestene er listet opp i Vedlegg 1 del D til MiFID II, og omfatter drift av godkjente offentliggjøringsordninger (APA), konsoliderte offentliggjøringssystemer (CTP) og godkjente rapporteringsordninger (ARM). Dersom et verdipapirforetak eller en markedsoperatør av en handelsplass ønsker å tilby slike tjenester, kan dette gjøres dersom det verifiseres at foretaket etterlever kravene til denne typen tjeneste, jf. MiFID II artikkel 59 nr. 2. I så tilfelle skal tjenesten inkluderes i deres tillatelse. Tillatelsen skal etter artikkel 60, spesifisere hvilken datarapporteringstjeneste den gjelder.

På samme måte som ved søknad om tillatelse til å drive et regulert marked (artikkel 44) og som verdipapirforetak (artikkel 7), skal tilsynsmyndigheten gi tillatelse dersom den finner at kravene til tillatelse er oppfylt, se MiFID II artikkel 61 nr. 2. Søkeren skal gi all nødvendig informasjon, herunder en driftsplan som redegjør for de tjenester som skal tilbys og organisasjonsstrukturen, for at tilsynsmyndigheten skal kunne vurdere om søkeren har etablert nødvendige rutiner og ordninger til å tilfredsstille kravene.

Kravene til hvilken informasjon som skal gis tilsynsmyndigheten i en søknadsprosess, er utdypet i nivå 2-regler, se kommisjonsforordning C(2016) 3201[31] (RTS 13) artikkel 1 til 4. Her er det blant annet fastsatt nærmere krav til hvilke opplysninger som skal fremkomme av driftsplanen og hvilke opplysninger som skal gis om foretaksstyringen og om styre og ledelse.

MiFID II artikkel 63 stiller krav til styre og ledelse i foretak som tilbyr datarapporteringstjenester. Bestemmelsen stiller i det vesentlige tilsvarende krav som gjelder for regulert marked etter MiFID II artikkel 45. Det stilles krav om at foretakets «management body», det vil si styre og ledelse, skal ha godt omdømme, ha tilstrekkelig kompetanse og erfaring til å ivareta sine forpliktelser. Disse personene skal i tillegg sette av tilstrekkelig tid til å ivareta vervet sitt.

Styret skal etter artikkel 63 nr. 1 annet ledd samlet sett ha adekvat kunnskap, kompetanse og erfaring til å forstå virksomheten knyttet til datarapportering. Det stilles videre krav om at hvert av styremedlemmene skal opptre med ærlighet, integritet og uavhengighet og stille spørsmål ved beslutningene truffet av den daglige ledelsen der det er nødvendig. Det forutsettes i artikkel 63 nr. 1 tredje ledd at dersom styremedlemmene i datarapporteringsforetaket er de samme som for regulert marked, anses disse å tilfredsstille disse kravene. Endringer i styresammensetningen og i ledelsen skal meldes til tilsynsmyndigheten, jf. artikkel 63 nr. 1 tredje ledd.

ESMA skal utarbeide retningslinjer for vurderingen av egnetheten for styret og ledelse i datarapporteringsforetak, jf. MiFID II artikkel 63 nr. 2. Et utkast til felles retningslinjer for markedsoperatører og datarapporteringsforetak er sendt på høring[32].

Tillatelse til å yte datarapporteringstjenester kan kalles tilbake av tilsynsmyndigheten dersom nærmere bestemte vilkår er oppfylt. Vilkårene for tilbakekall fremkommer av artikkel 62, og er i det vesentlige formulert på samme måte som artikkel 8 (verdipapirforetak) og artikkel 44 nr. 5 (regulerte markeder). Tillatelse kan tilbakekalles dersom den ikke tas i bruk innen 12 måneder, dersom foretaket har fått tillatelse ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter, dersom foretaket ikke lenger tilfredsstiller kravene til tillatelse eller dersom foretaket alvorlig og systematisk har overtrådt bestemmelsene i MiFID II eller MiFIR.

Alle datarapporteringsforetak skal registreres i et offentlig register i medlemsstaten, jf. MiFID II artikkel 59 nr. 3.

3.10.2.2 Utvalgets vurderinger

Krav om tillatelse og vilkår for å tilby datarapporteringstjenester innføres med MiFID II. Reglene er begrunnet i hensynet til bedre kvalitet og lavere kostnader for handelsinformasjon knyttet til finansielle instrumenter som handles på handels-

[31] Commission Delegated Regulation (EU) ../... of 2.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the authorization, organisational requirements and the publication of transactions for data reporting service providers

[32] Consultation paper Guidelines on specific notions under MiFID II related to the management body of market operators and data reporting services providers ESMA/2016/1437.

plasser og muligheten for markedsaktørene til å hente informasjonen fra én samlet datastrøm som dekker handler på handelsplass og OTC-handler. I MiFID I Review[33] ble det vurdert å innføre tilsvarende krav for ordreinformasjon (pre-trade informasjon), men gitt kravene om at offentliggjøring skal skje innenfor korte tidsfrister ble dette funnet for krevende, både teknisk og kostnadsmessig, til at det ble prioritert. Handelsinformasjon om finansielle instrumenter som ikke er tatt opp til handel på handelsplass er ikke omfattet av regelverket om datarapporteringstjenester.

De generelle kravene til tillatelse, og søknad og vilkår for å få tillatelse, er felles for de tre ulike typene datarapporteringstjenester, det vil si APA, CTP og ARM. Regelverket er i det vesentlige utformet på samme måte som for verdipapirforetak og regulerte markeder, og det foreslås derfor å gjennomføre disse bestemmelsene så likt som mulig. Utvalget foreslår å gjennomføre MiFID II artikkel 59 til 63 i utkast til ny verdipapirhandellov kapittel 14.

Utkastet § 14-1 gjennomfører MiFID II artikkel 59, 60 og 61 nr. 1, det vil si kravene som er knyttet til selve tillatelsen. Artikkel 61 nr. 2 og 3 fastsetter nærmere krav til søknaden og en saksbehandlingsfrist for søknader på seks måneder, og foreslås gjennomført i utkastet § 14-2 første og annet ledd. Kravene til hvilke opplysninger som skal legges frem er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 3201(RTS 13), og det er derfor foreslått en hjemmel til å fastsette utfyllende forskrifter i utkastet § 14-2 tredje ledd.

Når det gjelder søknader fra verdipapirforetak eller markedsoperatører, heter det i direktivet at disse skal få tillatelse etter en *verifisering* av at de tilfredsstiller kravene i direktivet, jf. MiFID II artikkel 59 nr. 2. Utvalget antar at en slik «verifisering» fra tilsynsmyndigheten i realiteten ikke blir særlig ulik en ordinær søknadsprosedyre, ettersom det i begge tilfeller vil kreves en gjennomgang av vilkårene for å få tillatelse.

Utvalget foreslår å gjennomføre MiFID II artikkel 62 om tilbakekall av tillatelser i utkast til ny verdipapirhandellov § 14-3. Utvalget foreslår at det fastsettes tilsvarende hjemler for tilbakekall som gjelder for regulert marked.

Det er fastsatt krav til styre og ledelse i datarapporteringsforetak i MiFID II artikkel 63. Kravene til erfaring, kvalifikasjon og vandel i artikkel 63 nr. 1 første ledd er tilsvarende som for regulerte markeder etter MiFID II artikkel 45 nr. 1, og utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsene på samme måte. Se utkast til ny verdipapirhandellov § 14-4 første ledd.

I artikkel 63 nr. 1 annet ledd fremkommer det krav om at styret samlet sett må ha tilstrekkelig kompetanse og erfaring til å kunne forstå virksomheten. Bestemmelsen foreslås gjennomført i § 14-4 tredje ledd. Kravet om at hvert enkelt styremedlem skal utvise slik ærlighet, integritet og uavhengighet at det effektivt kan stilles spørsmål ved beslutninger truffet av foretakets ledelse foreslås gjennomført i fjerde ledd. MiFID II artikkel 63 nr. 3 foreslås gjennomført i syvende ledd, mens artikkel 63 nr. 4 foreslås gjennomført i en egen bestemmelse, tilsvarende som for regulert marked og verdipapirforetak. Det vises til utkastet § 14-5. Artikkel 63 nr. 5 foreslås gjennomført i § 14-4 sjette ledd.

I åttende ledd foreslås en hjemmel til å fastsette utfyllende forskrifter. Det vises til at ESMA skal fastsette retningslinjer om egnethetsvurderinger av styre og ledelse i foretak som yter datarapporteringstjenester. Det er ikke klart om det vil være behov for å fastsette disse, eller deler av dem, i forskrift.

3.10.3 Godkjent offentliggjøringsordning (APA)

3.10.3.1 Gjeldende rett

Informasjon om handler i aksjer tatt opp til handel på regulert marked eller MHF der handelen er gjort utenfor regulert marked eller MHF, skal offentliggjøres av verdipapirforetak etter verdipapirhandelloven § 10-20. Det stilles ikke krav om at verdipapirforetaks offentliggjøring av denne informasjonen skjer gjennom foretak med særskilte tillatelser. I praksis offentliggjøres dette ved at verdipapirforetakene sender informasjonen til en handelsplass som publiserer dette gjennom sine systemer.

3.10.3.2 Forventet EØS-rett

Reguleringen av tilbydere av godkjente offentliggjøringsordninger (APA) finnes i MiFID II artikkel 64. Tjenestene en APA tilbyr består i å offentliggjøre informasjon om OTC-handler (post-trade informasjon) i finansielle instrumenter som handles på handelsplass for verdipapirforetak og systematiske internaliserere som kreves etter MiFIR artikkel 20 og 21. Bestemmelsene omfatter henholdsvis aksjer og aksjelignende instrumenter og øvrige instrumenter (såkalte non-equities) og er nærmere omtalt i kapittel 3.7.2.4 og 3.8.2.4. Verdi-

[33] 2010 MiFID I Review Consultation

papirforetak og SI er forpliktet til å offentliggjøre handelsinformasjon gjennom en APA, jf. MiFIR artikkel 20 nr. 1 og MiFIR artikkel 21 nr. 1.

Etter MiFID II artikkel 64 skal denne informasjonen offentliggjøres så nær sanntid som teknisk mulig, på rimelige forretningsmessige vilkår. Informasjonen skal gjøres tilgjengelig kostnadsfritt 15 minutter etter at APAen har publisert den. Publiseringen skal gjøres effektivt og kontinuerlig, på en slik måte at det sikres rask tilgang til informasjonen. Publiseringen skal skje på ikke-diskriminerende basis og i et format som letter konsolideringen av data fra andre datastrømmer.

MiFID II artikkel 64 nr. 2 lister opp hvilken informasjon som skal offentliggjøres av APAen. Dette er instrumentets id-kode, pris, volum, tidspunktet for transaksjonen, rapporteringstidspunktet, kursnoteringen, handelsplassens kode og en indikator på om transaksjonen var underlagt særlige vilkår.

Det følger av artikkel 64 nr. 3 at APAer skal ha administrative ordninger som hindrer interessekonflikter med foretakets kunder. En APA som også er verdipapirforetak eller markedsoperatør for en handelsplass, er videre forpliktet til å håndtere all informasjon på en måte som ikke diskriminerer kundene og skal ha hensiktsmessige skiller mellom de ulike delene av virksomheten.

Et foretak som har tillatelse som APA skal videre ha pålitelige sikkerhetssystemer som er utformet for å garantere sikkerhet ved informasjonsoverføringen, redusere risikoen for dataforfalskning og ulovlig tilgang og for å forebygge informasjonslekkasje før offentliggjøringen. APAen skal opprettholde tilstrekkelige ressurser og ha reservesystemer på plass, slik at tjenestene kan tilbys og opprettholdes til enhver tid.

3.10.3.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår å gjennomføre de særlige kravene som stilles til APAer i utkast til ny verdipapirhandellov § 14-6. Utvalget anser det ikke hensiktsmessig å gjennomføre reglene knyttet til den enkelte type datarapporteringsforetak i egne kapitler, slik det er gjort i direktivet.

3.10.4 Konsoliderte offentliggjøringssystemer (CTP)

3.10.4.1 Gjeldende rett

Det finnes ikke regler om samling av offentlig tilgjengelig handelsinformasjon i en felles datastrøm i gjeldende verdipapirhandellov.

3.10.4.2 Forventet EØS-rett

Konsoliderte offentliggjøringssystemer innebærer at handelsinformasjon (post-trade informasjon) hentes fra handelsplasser og APAer og samles i en felles datastrøm som gjøres offentlig tilgjengelig for markedsaktørene. Tjenesten skal bidra til at konkurransen mellom handelsplassene knytter seg til kvaliteten på tjenestene som tilbys, og ikke til bredden på informasjonen som kan hentes ut fra handelsplassen. Publiseringen dekker instrumenter som handles på en handelsplass, uavhengig av om handelen er gjort på en handelsplass eller OTC.

Leverandører av konsoliderte offentliggjøringssystemer (CTPer) er regulert i MiFID II artikkel 65. Etter bestemmelsen skal publiseringen av data gjøres så nær sanntid som teknisk mulig, på rimelige forretningsmessige vilkår. CTPer er forpliktet til å sikre at dataene omfatter alle handelsplasser og APAer og at den dekker de finansielle instrumentene som er omfattet i henhold til nivå 2-regelverket, jf. artikkel 65 nr. 3. Dette fremkommer av kommisjonsforordning C(2016) 3201 (RTS 13). Kommisjonsforordningen har også bestemmelser som skal hindre duplisering av handelsinformasjon mellom APA og CTP.

Hvilke data som skal offentliggjøres, følger av artikkel 65 nr. 1 for så vidt gjelder aksjer og aksjelignende instrumenter, mens for øvrige instrumenter fremkommer dette av artikkel 65 nr. 2. Informasjonen skal gjøres offentlig tilgjengelig kostnadsfritt 15 minutter etter publisering. Det skal blant annet offentliggjøres informasjon om pris, volum og tidspunkt for handelen og når det ble rapportert, i tillegg til koden til handelsplassen den skjedde på og om investeringsbeslutningen og utførelsesbeslutningen ble tatt av en algoritme.

Etter artikkel 65 nr. 4 stilles det krav om at foretak som tilbyr CTP-tjenester, har effektive administrative ordninger som hindrer interessekonflikter. Særlig gjelder dette for markedsoperatører og APAer som også leverer CTP-tjenester. Disse skal sørge for at all informasjon som samles inn håndteres på en ikke-diskriminerende måte og skal etablere hensiktsmessige skiller mellom de ulike delene av virksomheten.

CTPen skal videre ha pålitelige sikkerhetssystemer som er utformet for å garantere sikkerhet ved informasjonsoverføringen, redusere risikoen for dataforfalskning og ulovlig tilgang og for å forebygge informasjonslekkasje før offentliggjøringen, jf. artikkel 65 nr. 5. CTPen skal opprettholde tilstrekkelige ressurser og ha reservesystemer på plass, slik at disse tjenestene kan til-

bys og opprettholdes til enhver tid. Kravene i artikkel 65 nr. 4 og 5 er tilsvarende kravene for APAer etter artikkel 64.

3.10.4.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår å gjennomføre MiFID II artikkel 65 i utkast til ny verdipapirhandellov § 14-7. Det er gitt utdypende regler på nivå 2, og det foreslås derfor forskriftshjemmel.

3.10.5 Godkjent rapporteringsordning (ARM)

3.10.5.1 Gjeldede rett

Rapportering av transaksjonsdata gjøres i dag av verdipapirforetakene selv direkte til Finanstilsynet. Det er ikke etablert egne rapporteringskanaler for dette under gjeldende regelverk.

3.10.5.2 Forventet EØS-rett

Leverandører av godkjente rapporteringssystemer knyttet til transaksjonsrapportering omtales som ARM og er regulert i MiFID II artikkel 66. Disse skal etter artikkel 66 nr. 1 ha adekvate rutiner og ordninger på plass for å rapportere data omfattet av transaksjonsrapporteringsplikten etter MiFIR artikkel 26 så raskt som mulig og senest ved arbeidsdagens slutt dagen etter at transaksjonen ble gjort.

Tilsvarende som APAer og CTPer, skal ARMer ha effektive administrative ordninger for å hindre interessekonflikter med sine kunder. Alle opplysninger som er innhentet skal håndteres på ikke-diskriminerende måte og foretaket skal ha hensiktsmessige skiller mellom de ulike delene av virksomheten dersom foretaket også er markedsoperatør eller verdipapirforetak, jf. artikkel 66 nr. 2.

Etter artikkel 66 nr. 3 skal ARMen ha pålitelige sikkerhetssystemer som er utformet for å garantere sikkerhet ved informasjonsoverføringen, redusere risikoen for dataforfalskning og ulovlig tilgang og for å forebygge informasjonslekkasje før offentliggjøringen. ARMen skal opprettholde tilstrekkelige ressurser og ha reservesystemer på plass, slik at tjenestene kan tilbys og opprettholdes til enhver tid. Kravet er tilsvarende det som gjelder for APA og CTP.

MiFID II artikkel 66 nr. 4 fastsetter særkrav for ARMer. Foretaket skal ha systemer som effektivt kan sjekke om transaksjonsrapportene er komplette, identifisere unnlatelser og åpenbare feil fra verdipapirforetakets side, og som kan kommunisere slike feil eller unnlatelser til det aktuelle verdipapirforetaket og be om ny rapportering. ARMen skal også ha tilsvarende systemer for å avdekke samme type feil som har oppstått i egne systemer og ha mulighet til å rette og sende inn korrekte transaksjonsrapporter til tilsynsmyndigheten.

Det følger for øvrig av MiFIR artikkel 26 nr. 7 sjette ledd at handelssystemer og rapporteringssystemer, herunder transaksjonsregistre registrert eller godkjent i henhold til EMIR, kan godkjennes av tilsynsmyndigheten som en ARM.

3.10.5.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår å gjennomføre MiFID II artikkel 66 i utkast til verdipapirhandellov § 14-8, sammen med en forskriftshjemmel som dekker nivå 2-reglene som er fastsatt. Bestemmelsen i MiFIR artikkel 26 nr. 7 sjette ledd gjennomføres ved inkorporasjon av forordningen, se utkastet § 8-1.

3.11 Algoritmehandel, direkte elektronisk tilgang (DEA) og clearingtjenester

3.11.1 Gjeldende rett

Det er ikke egne bestemmelser som regulerer algoritmehandel i dag og det er ikke særkrav knyttet til høyfrekvent algoritmehandel. Direkte markedstilgang (direct market access – DMA) og sponset tilgang («sponsored access») er heller ikke særskilt regulert i gjeldende verdipapirhandellov.

Under MiFID I ble det utarbeidet retningslinjer fra ESMA[34] om automatisert handel, som blant annet omhandler organisatoriske krav til handelsplasser og verdipapirforetak som benytter elektroniske handelssystemer der det benyttes algoritmer og som tilbyr direkte markedstilgang. Disse er hjemlet i de generelle organisatoriske kravene til regulert marked, MHF og verdipapirforetak, og er lagt til grunn ved Finanstilsynets tolkning av tilsvarende krav i børsloven og verdipapirhandelloven.

Det er heller ikke særlige regler for verdipapirforetak som er alminnelige clearingmedlemmer, utover de generelle kravene til organisering av verdipapirforetak.

---

[34] Systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities 24 February 2012. ESMA/2012/122

3.11.2 Forventet EØS-rett

Algoritmehandel

Unntaksbestemmelsene i MiFID II artikkel 2 kommer ikke til anvendelse dersom foretaket utfører høyfrekvent algoritmehandel, se artikkel 2 nr. 1 bokstav d), e) og j). Unntakene er omtalt i kapittel 2.6 og 4.3. Dette innebærer at virksomhet som innebærer høyfrekvent algoritmehandel, vil kreve tillatelse som verdipapirforetak etter nytt regelverk

Tilsvarende som for handelsplassene etter MiFID II artikkel 48, stilles det flere organisatoriske krav og krav til systemer for verdipapirforetak som utfører algoritmehandel i sin virksomhet eller som tilbyr direkte elektronisk tilgang til sine kunder. Dette reguleres i MiFID II artikkel 17, og må ses i sammenheng med kravene til handelsplasser i artikkel 48. Bestemmelsen fastsetter også krav til verdipapirforetak som er alminnelig clearingmedlem for andre personer.

Kravene i MiFID II artikkel 17 gjelder i tillegg til organiseringskravene til verdipapirforetakene i artikkel 16. Artikkel 17 gjelder imidlertid også for foretak som er unntatt fra konsesjonskravene etter artikkel 2 nr. 2 bokstav a), e), i) og j) dersom de er medlemmer på regulert marked eller MHF, jf. MiFID II artikkel 1 nr. 5. Bestemmelsen gjelder også banker som yter investeringstjenester, jf. MiFID II artikkel 1 nr. 3 bokstav a).

Artikkel 17 nr. 1 til 4 gjelder for verdipapirforetak som utfører algoritmehandel. Bestemmelsen har også enkelte særregler for foretak som utfører høyfrekvent algoritmehandel i nr. 2 siste ledd. Både algoritmehandel og høyfrekvent algoritmehandel er definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1, i henholdsvis punkt (39) og (40):

> «(39) algorithmic trading» means trading in financial instruments where a computer algorithm automatically determines individual parameters of orders such as whether to initiate the order, the timing, price or quantity of the order or how to manage the order after its submission, with limited or no human intervention, and does not include any system that is only used for the purpose of routing orders to one or more trading venues or for the processing of orders involving no determination of any trading parameters or for the confirmation of orders or the post-trade processing of executed transactions;
>
> (40) high-frequency algorithmic trading technique» means an algorithmic trading technique characterised by:
>
> (a) Infrastructure intended to minimize network and other types of latencies, including at least one of the following facilities for algorithmic order entry: co-location, proximity hosting or high-speed direct electronic access;
> (b) System-determination of order initiation, generation, routing or execution without human intervention for individual trades of orders; and
> (c) High message intraday rates which constitute orders, quotes or cancellations»

Definisjonene er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 18 og 19.

Etter MiFID II artikkel 17 nr. 1 skal verdipapirforetak som utfører algoritmebasert handel ha effektive systemer og risikokontroll som sikrer at deres handelssystemer er robuste og har tilstrekkelig kapasitet, er underlagt hensiktsmessige terskelverdier og grenser for handel og som hindrer at det legges inn feilaktige ordre eller at systemene på annen måte skaper eller bidrar til uro i markedet. Foretaket skal også ha effektive systemer og risikokontroll som sikrer at handelssystemet ikke kan brukes i strid med reglene i MAR eller reglene på handelsplassen foretaket er knyttet til. Endelig skal verdipapirforetaket ha effektive ordninger som sikrer driftsstabilitet og som håndterer eventuell svikt i deres handelssystemer, og skal sikre at systemene er gjennomtestet og hensiktsmessig overvåket for å sikre at kravene i artikkel 17 etterleves.

MiFID II artikkel 17 nr. 1 er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 4478[35] (RTS 6). Kommisjonsforordningen fastsetter blant annet nærmere krav til rutiner og retningslinjer som skal etableres. Disse skal være klare og formaliserte, innebære klare ansvarslinjer, effektive prosedyrer for deling av informasjon og fordeling av oppgaver og ansvar. Kommisjonsforordningen stiller også krav til compliance-funksjonen med hensyn til hvilken rolle funksjonen skal ha når det gjelder algoritmehandel i foretaket. Compliance-funksjonen skal blant annet ha kontakt med personer som er ansvarlig for den enkelte algoritme og personer som har tilgang til funksjonaliteter som «kill functionality» eller direkte tilgang til denne funksjonaliteten selv. Det stilles også krav til kompetanse og ferdigheter knyttet til slike systemer.

[35] Commission Delegated Regulation (EU) ../... of 19.7.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the organisational requirements of investment firms engaged in algorithmic trading

Kommisjonsforordningen stiller videre nærmere krav til robuste systemer, herunder testing av algoritmer og årlig egenevaluering av om foretaket tilfredsstiller kravene i MiFID II artikkel 17 og kommisjonsforordningen. Kriterier for egenevalueringen finnes i vedlegg 1 til forordningen. Videre er det utfyllende regler knyttet til automatisk overvåkning for å avdekke markedsmanipulasjon og ordninger som skal sikre driftsstabilitet.

MiFID II artikkel 17 nr. 2 stiller krav om at verdipapirforetak som utfører algoritmehandel skal melde fra om dette til nasjonal tilsynsmyndighet og tilsynsmyndigheten til handelsplassen der foretaket er medlem og benytter algoritmene. Den nasjonale tilsynsmyndigheten kan kreve å få en nærmere beskrivelse av de strategier som benyttes, opplysninger om hvilke parametere eller grenser som benyttes i handelen, hvilke compliance- og risikokontroller som er etablert og detaljer knyttet til testing av systemene.

Verdipapirforetakene får etter MiFID II artikkel 17 nr. 2 andre ledd en særlig plikt til å dokumentere at de tilfredsstiller kravene i artikkel 17. Dokumentasjonen skal sikre at tilsynsmyndigheten kan føre tilsyn med etterlevelsen av kravene i direktivet.

For verdipapirforetak som utfører *høyfrekvent algoritmehandel*, stilles det i tillegg til dokumentasjonsplikten en plikt til å lagre nærmere bestemt informasjon som skal gjøres tilgjengelig for tilsynsmyndighet på forespørsel, jf. artikkel 17 nr. 2 femte ledd. Etter denne bestemmelsen skal foretaket oppbevare nøyaktige kronologiske opplysninger om alle plasserte ordrer, herunder kansellering av ordrer, utførte ordrer og prisstillelse på handelsplasser. Oppbevaringskravet er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 4478. Oppbevaringen skal gjøres i samsvar med vedlegg 2 til forordningen.

Verdipapirforetak som utfører algoritmehandel som en del av en prisstillerstrategi, må følge kravene i MiFID II artikkel 17 nr. 3. Hva som menes med prisstillerstrategi i denne sammenheng, fremkommer av artikkel 17 nr. 4. Verdipapirforetaket anses å følge en slik strategi dersom det som medlem på handelsplass handler for egen regning og samtidig stiller bindende kjøps- og salgskurser av sammenlignbar størrelse og til konkurransedyktige kurser i forbindelse med et eller flere finansielle instrumenter. Prisstillelsen kan gjøres på en enkelt handelsplass eller på tvers av ulike handelsplasser (kjøpskurs stilles ett sted, mens salgskurs stilles på et annet). Det er det samlede markedet som regelmessig og hyppig skal tilføres likviditet ved aktiviteten.

Etter MiFID II artikkel 17 nr. 3 bokstav a) stilles det krav om at verdipapirforetaket skal stille priser kontinuerlig gjennom en bestemt del av handelsplassens åpningstid, slik at handelsplassen tilføres likviditet på en regelmessig og forutsigbar måte. Forpliktelsen gjelder ikke under spesielle omstendigheter, som er utdypet i kommisjonsforordning (2016) 3523[36] (RTS 8). Verdipapirforetaket er forpliktet til å inngå skriftlig avtale med handelsplassen om forpliktelsene etter samme artikkel bokstav b). Verdipapirforetaket skal videre ha effektive systemer og kontroller som sikrer at forpliktelsene etter avtalene overholdes til enhver tid.

Kravene i artikkel 17 nr. 3 skal tilpasses likviditeten, størrelsen og arten av det spesifikke markedet, og særegenhetene til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravene er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 3523. Kommisjonsforordningen utdyper også artikkel 48 nr. 2 og 3, som omhandler handelsplassens plikt til å inngå avtaler med prisstillere, se omtale i kapittel 3.3.2.

Direkte elektronisk tilgang

MiFID II artikkel 17 nr. 5 har regler om hvilke plikter som gjelder for verdipapirforetak som tilbyr direkte elektronisk tilgang til en handelsplass for sine kunder. Med direkte elektronisk tilgang menes at et foretak tilbyr kundene å handle direkte på handelsplassen gjennom foretakets medlemsidentitet («trading code»). Dette er nærmere definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (41):

> «direct electronic access» means an arrangement where a member or participant or client of a trading venue permits a person to use its trading code so the person can electronically transmit orders relating to a financial instrument directly to the trading venue and includes arrangements which involve the use by a person of the infrastructure of the member or participant or client, or any connecting system provided by the member or participant or client, to transmit the orders (direct market access) and arrangements where such an infrastructure is not used by a person (sponsored access);

Definisjonen er nærmere utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 20.

---

[36] Commission Delegated Regulation (EU) ../... of 13.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the requirements on market making agreements and schemes

MiFID II artikkel 17 nr. 5 og artikkel 48 nr. 7 regulerer henholdsvis verdipapirforetakets og handelsplassens forpliktelser knyttet til direkte elektronisk tilgang og må ses i sammenheng. Etter artikkel 48 nr. 7 er det kun verdipapirforetak og banker som kan tilby slik tilgang til sine kunder.

Foretak som tilbyr sine kunder direkte elektronisk tilgang er ansvarlige for handelen som gjøres gjennom tilgangen, og det stilles derfor nærmere krav til denne virksomheten i artikkel 17 nr. 5. Foretaket må gjøre en vurdering av om kunden er egnet til å kunne benytte en slik tjeneste og foretaket må sørge for at kunden ikke kan overstige nærmere fastsatte grenser for handel og kreditt. Videre stilles det krav om at handelen som gjøres gjennom denne tjenesten, overvåkes tilstrekkelig av tilbyderen. Det må etableres hensiktsmessige risikokontroller som forhindrer handel som kan skape risiko for foretaket selv, som kan skape eller bidra til markedsuro eller som er i strid med MAR eller handelsplassens regler.

Verdipapirforetaket skal etter artikkel 17 nr. 5 annet ledd overvåke transaksjonene for å identifisere brudd på direktivet og handelsplassens regler, uordnede markedsforhold eller atferd som kan innebære markedsmanipulasjon, og for å kunne rapportere dette til nasjonal tilsynsmyndighet. Verdipapirforetaket skal inngå skriftlig avtale med sin kunde om de rettigheter og forpliktelser som ligger i å benytte direkte elektronisk tilgang. Det skal komme klart frem av avtalene at verdipapirforetaket er ansvarlig for overholdelsen av kravene etter direktivet, og verdipapirforetaket skal notifisere sin tilsynsmyndighet og tilsynsmyndigheten til handelsplassen der verdipapirforetaket tilbyr direkte elektronisk tilgang om inngåtte avtaler. Det er også bestemmelser om utveksling av informasjon mellom tilsynsmyndighetene til verdipapirforetaket og handelsplassen, og verdipapirforetaket må beskrive systemene og kontrollene som er etablert i tilknytning til denne tjenesten på forespørsel. Reglene om direkte elektronisk tilgang er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 4478 (RTS 6).

Clearingtjenester

Etter MiFID II artikkel 17 nr. 6 stilles det krav til verdipapirforetak som er alminnelig clearingmedlem for andre personer. Med alminnelig clearingmedlem (general clearing member – GCM) menes et foretak som har blitt godkjent av den sentrale motparten til å cleare egne transaksjoner og kundetransaksjoner på vegne av kunder som har inngått avtale med clearingmedlemmet. Disse kundene er ikke selv clearingmedlemmer, men får clearet egne og sine kunders transaksjoner ved å inngå avtale med et alminnelig clearingmedlem.

Verdipapirforetak som er GCM må ha effektive systemer og kontroller som sikrer at clearingtjenester kun tilbys til personer som er egnet og som tilfredsstiller klare kriterier. Det må fastsettes hensiktsmessige krav til disse som reduserer risikoen for verdipapirforetaket og markedet. Det skal inngås bindende skriftlige avtaler mellom verdipapirforetaket og den aktuelle personen om de vesentlige rettigheter og forpliktelser knyttet til denne tjenesten.

Kravene i artikkel 17 nr. 6 om alminnelige clearingmedlemmer er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 4478 (RTS 6). Her fremkommer det krav om at foretaket som er GCM (omtalt som clearingforetaket) skal etablere rutiner for due dilligence-vurderinger, kontroller og overvåkning av clearingtjenester som de tilbyr clearingkunder. Det skal også fastsette hensiktsmessige handels- og posisjonsgrenser for å redusere og håndtere motpartsrisiko, likviditetsrisiko, operasjonell risiko og andre typer risiko. Foretakets fastsatte vilkår for tjenesten de tilbyr skal publiseres.

3.11.3 Utvalgets vurderinger

Algoritmehandel

Den nye reguleringen av algoritmehandel har sin bakgrunn i den betydelige utviklingen og økte bruken av handelsteknologi det seneste tiåret. Slik teknologi benyttes i stor utstrekning av markedsaktørene, og risikoen ved bruk av slik teknologi bør reguleres, se fortalen til MiFID II punkt 59. Reguleringen innebærer en kombinasjon av ulike tiltak og spesifikke risikokontroller som pålegges foretak som utfører algoritmehandel, høyfrekvent algoritmehandel og som tilbyr direkte elektronisk tilgang. Disse fremkommer av MiFID II artikkel 17. For handelsplasser fremkommer tilsvarende regler av MiFID II artikkel 48.

Mange av markedsaktørene benytter algoritmer til å bestemme flere aspekter ved en ordre, uten eller med minimal menneskelig medvirkning. Algoritmer kan for eksempel bestemme individuelle forhold ved ordre som kontinuerlig initiering og trekking av ordre, splitting og samling av ordre, valg av handelsplass og ordrestørrelse på hvert enkelt prisnivå. Benyttelse av algoritmer etter at handelen er gjort («post-trade processing of executed orders») er ikke å anse som bruk av algoritmer i relasjon til direktivet, jf.

fortalen punkt 59. Definisjonen av algoritmebasert handel fremkommer i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 39).

En særlig type algoritmehandel er høyfrekvent algoritmehandel, som defineres i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 40). Ved slik handel gjør handelssystemet analyser av data og signaler fra markedet i høy hastighet og sender store antall ordre innenfor veldig korte tidsrom basert på disse analysene. I fortalen til MiFID II punkt 61 heter det:

> «A specific subset of algorithmic trading is high-frequency algorithmic trading where a trading system analyses data or signals from the market at high speed and then sends or updates large numbers of orders within a very short time period in response to that analysis. In particular, high-frequency algorithmic trading may contain elements such as order initiation, generating, routing and execution which are determined by the system without human intervention for each individual trade or order, short time-frame for establishing and liquidating positions, high daily portfolio turnover, high order-to-trade ratio intraday and ending the trading day at or close to a flat position. High-frequency algorithmic trading is characterised, among others, by high message intraday rates which constitute orders, quotes or cancellations. In determining what constitutes high message intra-day rates, the identity of the client ultimately behind the activity, the length of the observation period, the comparison with the overall market activity during that period and the relative concentration or fragmentation of activity should be taken into account. High-frequency algorithmic trading is typically done by the traders using their own capital to trade and rather than being a strategy in itself is usually the use of sophisticated technology to implement more traditional trading strategies such as market making or arbitrage.»

Ettersom det knytter seg plikter og rettigheter til foretak som benytter algoritmer i sin handel, blir definisjonene av disse begrepene viktige for aktørene. Utvalget foreslår å ta inn definisjonene på algoritmehandel og høyfrekvent algoritmehandel i en egen bestemmelse i samme kapittel som regulerer algoritmehandel, se utkast til verdipapirhandellov § 9-34 første og annet ledd.

Algoritmebasert handel vil blant annet omfatte Smart Order Routing-systemer (SOR) ettersom disse optimaliserer ordrene og kan endre sentrale parametere ved disse. Dette kan for eksempel være splitting av ordre og endring av tidspunkt for innleggelse av ordren. Motsatt vil Automated Ordre Routing-systemer (AOR) falle utenfor, ettersom disse kun beslutter hvor ordren skal sendes, uten å gjøre andre endringer i ordren.

Kravene som stilles til foretak som utfører algoritmehandel, fremkommer i MiFID II artikkel 17 nr. 1 til 4. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkast til ny verdipapirhandellov § 9-35.

MiFID II artikkel 17 nr. 1 fastsetter nærmere krav til verdipapirforetakenes systemer og risikokontroller når de benytter algoritmer. Utvalget forslår å gjennomføre denne i utkastet § 9-35 første ledd.

Plikten for foretak som utfører algoritmehandel til å gi melding om dette til tilsynsmyndigheten etter artikkel 17 nr. 2 foreslås gjennomført i utkastet § 9-35 annet ledd.

Artikkel 17 nr. 2 inneholder videre en opplysningsplikt og en dokumentasjonsplikt i henholdsvis annet og fjerde ledd. Utvalget foreslår å gjennomføre disse to pliktene sammen i utkastet § 9-35 tredje ledd. Dokumentasjonsplikt for verdipapirforetak følger også av MiFID II artikkel 16 nr. 6. Den gjeldende generelle opplysningsplikten for verdipapirforetak foreslås videreført, og må antas å være dekkende. Dokumentasjonsplikten i artikkel 17 nr. 2 anses ikke å gi noe mer enn den generelle plikten, men ettersom artikkel 17 nr. 1 til 6 også gjelder for enkelte foretak som ikke er underlagt konsesjonsplikt, antar utvalget dokumentasjonsplikten må følge særskilt av utkastet § 9-35 tredje ledd. Dette gjelder også opplysningsplikten.

Artikkel 17 nr. 2 tredje ledd regulerer tilsynssamarbeid og informasjonsutveksling mellom tilsynsmyndigheter og trenger ikke gjennomføres i norsk lov.

Foretak som utfører høyfrekvent algoritmehandel pålegges en særlig lagringsplikt i et godkjent format for en del dokumentasjon knyttet til slik handel etter MiFID II artikkel 17 nr. 2 femte ledd. Denne foreslås gjennomført i utkastet § 9-35 fjerde ledd. For verdipapirforetak gjelder det en generell lagringsplikt på fem år etter MiFIR artikkel 25, men ettersom MiFID II artikkel 17 også kommer til anvendelse for foretak som ikke har tillatelse som verdipapirforetak, må lagringsplikten også tas inn her. I tillegg kommer at det etter MiFID II artikkel 17 nr. 2 er krav om at lagringen skal skje i et godkjent format. Formatet er fastsatt i vedlegg II til kommisjonsforordning C(2016) 4478 (RTS 6). Utvalget viser til at denne lagringsplikten blant annet er av betydning for at tilsyns-

myndigheten skal kunne kontrollere at foretaket ikke stiller priser av et slikt omfang at det er forpliktet til å inngå prisstiller-avtaler med handelsplassen etter artikkel 17 nr. 3, jf. kommisjonsforordning C(2016) 3523 (RTS 8) artikkel 1.

MiFID II artikkel 17 nr. 3 og 4 foreslås gjennomført i utkastet § 9-35 femte og sjette ledd. Når det gjelder definisjonen av å følge en prisstillerstrategi som nevnt i femte ledd, fremkommer det av fortalen til MiFID II punkt 60 at betydningen av dette begrepet skal forstås spesifikt i denne konteksten, uavhengig av samme begrep i andre rettsakter, som for eksempel «market making activities» i shortsalgforordningen (forordning 236/2012/EU). Utvalget bemerker videre at begrepet også synes å omfatte prisstillelse der kjøps- og salgskurser stilles på ulike handelsplasser. Det vises i denne sammenheng til at prisstillingen kan gjøres «on a single trading venue or across different trading venues» og at det er det samlede markedet som skal tilføres likviditet.

Direkte elektronisk tilgang

Direkte elektronisk tilgang omfatter ordninger der et medlem på en handelsplass gir sin kunde tillatelse til å bruke medlemmets medlemsidentitet slik at ordre kan sendes direkte fra kunden til handelsplassen. Begrepet omfatter både ordninger der medlemmets infrastruktur gjøres tilgjengelig for kunden, det vil si såkalt direkte markedstilgang («direct market access» – DMA) og ordninger der infrastrukturen ikke benyttes av kunden, det vil si sponset tilgang («sponsored access»). Utvalget foreslår å gjennomføre definisjonen av direkte elektronisk tilgang sammen med definisjonene av algoritmebasert handel i utkastet § 9-34 tredje ledd. Bestemmelsen utdypes i forskrift, jf. kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 20.

Etter MiFID II artikkel 48 nr. 7 er det kun banker og verdipapirforetak som kan tilby direkte elektronisk tilgang til sine kunder. Dersom de tilbyr slik tilgang, skal kravene i MiFID II artikkel 17 nr. 5 følges. Foretaket som tilbyr dette forblir ansvarlig for handelen som gjøres gjennom deres medlemsidentitet og eventuelle infrastruktur. Det stilles derfor krav om at tilbyder setter opp systemer og kontroller som sikrer at brukerne er egnet til å benytte tilgangen, at disse ikke overskrider fastsatte handels- og kredittgrenser og at deres handel overvåkes på hensiktsmessig måte. Det skal inngås skriftlig avtale om bruk av slik tilgang. Kravene er utdypet på nivå 2. Utvalget foreslår å gjennomføre artikkel 17 nr. 5 i utkastet § 9-36. Utvalget foreslår å gjennomføre leddene i artikkel 17 nr. 5 om opplysningsplikt og dokumentasjonsplikt i henholdsvis fjerde og sjette ledd samlet i utkastet § 9-36 fjerde ledd. Artikkel 17 nr. 5 tredje ledd om tilsynssamarbeid er ikke nødvendig å gjennomføre i verdipapirhandelloven.

Clearingtjenester

Verdipapirforetak som er alminnelig clearingmedlem (GCM) på andres vegne er regulert av MiFID II artikkel 17 nr. 6. Bestemmelsen stiller krav om at slike tjenester kun skal tilbys til kunder som er egnet for dette og som tilfredsstiller klare kriterier fastsatt av foretaket. GCMen skal stille hensiktsmessige krav til kunden som reduserer risikoen for verdipapirforetaket og markedet, og det skal inngås skriftlig avtale mellom partene om ytelse av slike tjenester. Utvalget foreslår å gjennomføre denne bestemmelsen i utkast til verdipapirhandellov § 9-37.

3.12 Tilgang til handelsplasser, sentrale motparter og referanseverdier

3.12.1 Gjeldende rett

Gjeldende børslov har en bestemmelse om adgang til regulert marked i § 26 femte ledd. Bestemmelsen slår fast at regulert marked skal gi foretak med hovedkontor i annen EØS-stat og som har tillatelse til å yte investeringstjenester, adgang til medlemskap på like vilkår som andre medlemmer. Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 33 og artikkel 42 nr. 5. I Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 10.3 legges det til grunn at bestemmelsen krever at verdipapirforetak og kredittinstitusjoner fra andre EØS-land gis adgang til fjernmedlemskap på det regulerte markedet.

Reguleringen av sentrale motparter finnes i verdipapirhandelloven kapittel 13. Da ny verdipapirhandellov ble vedtatt i 2007, var det tatt inn bestemmelser om tilgang til sentral motpart i § 13-3 annet, fjerde og femte ledd som gjennomførte MiFID I artikkel 34 nr. 1 annet ledd og nr. 3. § 13-3 fjerde og femte ledd ble opphevet som følge av innføringene av regler for sentrale motparter som tilsvarer EMIR i norsk rett. Bestemmelsene ble ansett dekket av andre bestemmelser, se omtale i Prop. 87 L (2013–2014) kapittel 3.9. Utvalget antar at det ble lagt til grunn at § 13-3 annet ledd var dekkende. Etter denne bestemmelsen skal en sentral motpart ha klare, ikke-diskriminerende og objektive regler for deltakelse i motpartsordningen.

Det er ikke bestemmelser som begrenser en MHFs adgang til å inngå avtale med en sentral motpart i et annet EØS-land i norsk rett. Bestemmelsen i MiFID I artikkel 35 om at et norsk verdipapirforetak eller markedsoperatør som driver en MHF skal ha adgang til å inngå avtale med en sentral motpart i et annet EØS-land, er ansett gjennomført i norsk rett ettersom det ikke er bestemmelser som hindrer slik adgang, se Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 8.4.

3.12.2 Forventet EØS-rett

MiFID II har bestemmelser som hindrer medlemsstatene i å begrense tilgangen til infrastrukturen for bruk etter utført handel (sentrale motparter og oppgjørssystemer) på urettmessig måte. MiFID II artikkel 36 regulerer tilgangen til regulert marked, og viderefører MiFID I artikkel 33. Bestemmelsen krever at verdipapirforetak fra andre EØS-land som har tillatelse til å utføre kundeordre eller til å drive egenhandel, skal ha adgang til medlemskap på det regulerte markedet på like vilkår som andre medlemmer. Dette skal kunne gjøres både ved filialetablering og ved fjernmedlemskap.

Etter MiFID II artikkel 37 skal verdipapirforetak fra andre EØS-land gis tilgang til sentrale motparter, clearing og oppgjørssystemer for å gjennomføre oppgjøret av transaksjoner med finansielle instrumenter. Bestemmelsen er utvidet til også å gjelde indirekte tilgang, ikke bare direkte, slik bestemmelsen var etter MiFID I. Regulerte markeder skal etter MiFID II artikkel 37 nr. 2 gi sine medlemmer rett til å velge oppgjørssystem for transaksjoner i finansielle instrumenter inngått på markedet, forutsatt at det foreligger forbindelser eller avtaler mellom det valgte oppgjørssystemet og andre systemer som er nødvendig for å sikre effektivt og økonomisk oppgjør av den aktuelle transaksjonen. I tillegg må tilsynsmyndigheten for det regulerte markedet være enig i at anvendelsen av et oppgjørssystem som ikke er valgt av det regulerte markedet gir tekniske vilkår for oppgjør som sikrer at finansmarkedene virker på en smidig og ordnet måte. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 34 nr. 1 og 2. MiFID I artikkel 34 nr. 3 om at sentral motpart og operatører av clearing- eller verdipapiroppgjørssystemer kan nekte verdipapirforetak adgang på kommersielt grunnlag er ikke videreført.

MiFID II artikkel 38 regulerer MHFers adgang til å inngå avtaler med sentrale motparter, clearinghus og oppgjørssystemer i andre EØS-land. Slik adgang skal ikke begrenses, med mindre dette er nødvendig for at MHFen skal virke på ordnet måte. Her skal det tas hensyn til vilkårene som fremkommer i artikkel 37 nr. 2. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 35.

I tillegg til disse bestemmelsene innfører MiFIR regler som skal sikre at ikke andre kommersielle hindringer kan brukes til å begrense konkurransen i forbindelse med clearing av finansielle instrumenter. Dette gjøres i form av bestemmelser som skal sikre handelsplasser tilgang til sentrale motparter og sikre sentrale motparters tilgang til opplysninger fra handelsplasser. EMIR artikkel 7 og 8 gir tilsvarende bestemmelser om tilgang til sentrale motparter og handelsplasser for OTC-derivater. Med OTC-derivater menes i EMIR derivatkontrakter som ikke er inngått på *regulert marked*. Bestemmelsene i MiFIR gjelder derfor i stor grad andre finansielle instrumenter enn de som er omfattet av tilgangsbestemmelsene i EMIR. CSDR regulerer for øvrig tilgangen mellom verdipapirregistre, sentrale motparter og handelsplasser.

Sentrale motparter skal etter MiFIR artikkel 35 nr. 1 akseptere å cleare transaksjoner i finansielle instrumenter som er utført på ulike handelsplasser, dersom handelsplassene oppfyller nærmere bestemte krav fastsatt av den sentrale motparten. Kravene skal være ikke-diskriminerende og transparente, og dette gjelder også kravene til sikkerhetsstillelse og gebyrer. Særlig skal kravene sikre at handelsplassen har rett til ikke-diskriminerende behandling av kontrakter som er handlet på handelsplassen når det gjelder kravene til sikkerhetsstillelse og netting av økonomisk likeverdige kontrakter og når det gjelder kryssberegning av marginer med korrelerte kontrakter clearet av samme sentrale motpart under en risikomodell som følger kravene i artikkel 41 i EMIR.

Den sentrale motparten kan kreve at handelsplassen tilfredsstiller nærmere fastsatte operasjonelle og tekniske krav, herunder krav til risikostyring, jf. MiFIR artikkel 35 nr. 1.

MiFIR artikkel 35 nr. 2, 3 og 4 inneholder regler om søknadsprosessen om tilgang til en sentral motpart. Handelsplassen skal sende søknad til den sentrale motparten, dennes tilsynsmyndighet og handelsplassens egen tilsynsmyndighet. Den sentrale motparten kan gi tilgang under forutsetning av at også den relevante nasjonale tilsynsmyndighet har gitt slik tilgang, eller nekte tilgang. Tilgang kan kun gis dersom slik tilgang ikke skaper likviditetsfragmentering som hindrer markedene i å virke på en smidig og ordnet måte, eller vil virke negativt på systemrisikoen, og ikke krever samvirkingsavtaler for derivater omsatt på regulert marked. Beslutning skal fattes innenfor

nærmere bestemte frister. Avslag skal begrunnes, og den sentrale motparten skal informere relevante tilsynsmyndigheter. Reglene for i hvilke tilfeller sentral motpart kan nekte tilgang fremkommer i kommisjonsforordning C(2016) 3807[37] (RTS 15) artikkel 1 til 4. Kommisjonsforordningen har for øvrig utdypende bestemmelser om hvilke vilkår som skal gjelde for tilgang, herunder krav til gebyrer og sikkerhetsstillelse og marginkrav til økonomisk likeverdige kontrakter.

MiFIR artikkel 35 nr. 5 åpner for at enkelte sentrale motparter under visse forutsetninger kan søke om en overgangsordning. En slik overgangsordning kan også få betydning for bl.a. tilgang til andre sentrale motparter for eventuelle handelsplasser som har nær forbindelse med den sentrale motparten.

Samtidig stilles det krav om at handelsplassene skal gi tilgang til opplysninger, herunder opplysninger om transaksjoner, på transparent og ikke-diskriminerende grunnlag til sentrale motparter som ønsker å cleare transaksjoner som er utført på handelsplassen. Dette er regulert i MiFIR artikkel 36. Etter artikkel 36 nr. 2 skal sentral motpart formelt fremlegge anmodning om tilgang for handelsplassen, handelsplassens tilsynsmyndighet og den sentrale motpartens egen tilsynsmyndighet. Nærmere bestemmelser om søknadsprosessen er fastlagt i artikkel 36 nr. 3 og 4. Sentral motpart kan kun gis tilgang dersom tilgangen ikke hindrer markedene i å virke på en smidig og ordnet måte, særlig som følge av likviditetsfragmentering, og handelsplassen har innført tilstrekkelige ordninger for å forebygge slik fragmentering, eller at tilgangen ikke vil virke negativt på systemrisikoen og at den for derivater omsatt på regulert marked ikke krever samvirkingsavtaler. Eventuelle avslag skal begrunnes og relevante tilsynsmyndigheter skal informeres. I hvilke tilfeller avslag kan gis er nærmere regulert i kommisjonsforordning C(2016) 3807 artikkel 5 til 8.

MiFIR artikkel 37 regulerer tilgangen til referanseverdier. Referanseverdier benyttes til å verdsette enkelte finansielle instrumenter både for handels- og clearingformål, og reguleringen av tilgang til disse er nødvendig for å sikre ikke-diskriminerende tilgang til clearing og handel mellom sentrale motparter og handelsplasser.

Etter artikkel 37 nr. 1 skal den som har eiendomsrett til referanseverdier som benyttes til å verdsette finansielle instrumenter, sikre at sentrale motparter og handelsplasser får ikke-diskriminerende tilgang til relevante pris- og datastrømmer og informasjon om sammensetningen, metodikk og prisingen av referanseverdien for clearing og handelsformål og tilgang til lisenser. Nærmere krav til hvilken informasjon de skal gis tilgang til følger av kommisjonsforordning C(2016) 3203[38] (RTS 16). Lisenser, herunder tilgang til informasjon, skal gis på rettferdig, rimelig og ikke-diskriminerende basis innen tre måneder etter anmodning fra sentral motpart eller handelsplass. Tilgangen skal gis til rimelig forretningsmessig pris. Etter artikkel 37 nr. 3 kan sentrale motparter, handelsplasser eller annet relatert foretak ikke inngå avtale med tilbyder av en referanseverdi dersom en slik avtale kan hindre at andre sentrale motparter eller handelsplasser får tilgang til informasjon, rettigheter eller lisenser som omhandlet i artikkel 37 nr. 1.

MiFIR artikkel 38 omhandler tilgang for handelsplasser, sentrale motparter og referanseverdier etablert i tredjeland til henholdsvis sentrale motparter og handelsplasser etablert i EØS-land. Tilgang er betinget av at Kommisjonen har fattet vedtak om at tredjelandets regelverk er ekvivalent i henhold til MiFIR artikkel 28 nr. 4 eller at den sentrale motparten er anerkjent etter artikkel 25 i EMIR.

3.12.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget legger til grunn at bestemmelsene om adgang til regulert marked og sentrale motparter i MiFID II artikkel 36, 37 og 38 må videreføres i norsk rett, i det vesentlige på samme måte som de er gjennomført i gjeldende verdipapirhandellov.

MiFID II artikkel 36 er gjennomført i gjeldende børslov § 26 femte ledd. Utvalget foreslår å videreføre denne i bestemmelsen om medlemskap på regulert marked, se utkast til ny § 12-4 femte ledd. Det foreslås ingen endringer i ordlyden i bestemmelsen.

Bestemmelsen i MiFID II artikkel 37 nr. 1 første ledd slår fast at verdipapirforetak fra andre EØS-land skal ha rett til direkte og indirekte tilgang til sentrale motparter, clearing og oppgjørssystemer. Bestemmelsen viderefører i hovedsak MiFID I artikkel 34 nr. 1 første ledd, som ble ansett unødvendig å gjennomføre eksplisitt ettersom

[37] Commission Delegated Regulation (EU) ../... of 24.6.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on clearing access in respect of trading venues and central counterparties

[38] Commission Delegated Regulation (EU) ../... of 2.6.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards in respect of benchmarks

det ikke var hindringer for slik tilgang etter norsk rett. Selv om bestemmelsen i artikkel 37 nr. 1 er utvidet til også å gjelde indirekte tilgang, anses det ikke å foreligge hindringer i regelverket i dag som gjør at bestemmelsen må gjennomføres. Utvalget foreslår å videreføre MiFID II artikkel 37 nr. 1 annet ledd i utkastet § 17-3 annet ledd.

MiFID II artikkel 37 nr. 2 er en videreføring av MiFID I artikkel 34 nr. 2, men bestemmelsen er ikke gjennomført i norsk rett. Bestemmelsen stiller krav til regulert marked om å gi sine medlemmer rett til å velge oppgjørssystem for transaksjoner som er inngått på markedet og utvalget mener derfor at bestemmelsen bør gjennomføres i utkast til verdipapirhandellov kapittel 12 sammen med øvrige virksomhetskrav til regulert marked. Det vises til utkast til § 12-6.

Vurderingen fra tilsynsmyndighetenes side skal ikke berøre nasjonale sentralbankers rolle som tilsynsmyndighet for oppgjørssystemer, eller eventuelt andre tilsynsmyndigheters rolle. Tilsynsmyndigheten skal ta hensyn til det tilsynet som allerede er foretatt av andre myndigheter. Dette følger av MiFID II artikkel 37 nr. 2 annet ledd. Utvalget anser det ikke nødvendig å gjennomføre dette i verdipapirhandelloven.

MiFID II artikkel 38 stiller krav om at det ikke skal være bestemmelser som hindrer at operatøren av en MHF kan inngå hensiktsmessige ordninger med en sentral motpart, clearinghus og oppgjørssystem i et annet EØS-land. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 35, som ikke ble ansett nødvendig å gjennomføre i verdipapirhandelloven i 2007. Utvalget legger til grunn at tilsvarende gjelder for MiFID II artikkel 38, og foreslår ikke å gjennomføre denne bestemmelsen.

Bestemmelsene i MiFIR gjennomføres ved inkorporasjon, og det skal derfor ikke foreslås bestemmelser som gjennomfører MiFIR artikkel 35 til 38.

3.13 Diverse spørsmål

3.13.1 Handelsplikt i aksjer

3.13.1.1 Gjeldende rett

Det er ikke bestemmelser i gjeldende rett som innebærer en plikt for verdipapirforetakene til å handle aksjer som er tatt opp til handel på regulert marked eller som handles på en handelsplass på nærmere bestemte handelsplasser.

3.13.1.2 Forventet EØS-rett

Som ledd i å redusere OTC-handel, innfører MiFIR et krav om at alle handler som utføres av verdipapirforetak i aksjer som er opptatt til handel på et regulert marked eller som handles på en handelsplass, skal gjennomføres på et regulert marked, en MHF, eller en SI, jf. MiFIR artikkel 23 nr. 1. Det gjelder både ved utføring av handler for egen regning og utføring av kundeordre, jf. fortalen til MiFIR punkt 11. Som alternativ til å bruke en handelsplass eller en SI, kan eventuelt et tredjelands handelsplass brukes, hvis den anses å være ekvivalent. Handleplikten gjelder ikke dersom handlene er ikke-systematiske, tilfeldige, uregelmessige og sjeldne, eller utføres mellom kvalifiserte og/eller profesjonelle motparter og ikke bidrar til prisdannelsen. Kommisjonsforordning C(2016) 4390 (RTS 1) artikkel 2 presiserer hvilke transaksjoner som ikke kan anses å bidra til prisdannelsesprosessen.

3.13.1.3 Utvalgets vurderinger

Handelsplikten etter MiFIR artikkel 23 som gjelder for handler som utføres av verdipapirforetak i aksjer som er tatt opp til handel på regulert marked eller som handles på handelsplass, er også ment å skulle redusere OTC-handelen. Denne bestemmelsen antar utvalget at har mindre betydning i det norske markedet, ettersom denne typen instrumenter i stor grad handles på handelsplass allerede. Endringen innebærer ikke behov for å oppheve gjeldende bestemmelser i børsloven eller verdipapirhandelloven.

3.13.2 Lån av finansielle instrumenter

3.13.2.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 10-5 har regler om verdipapirforetaks formidling av avtaler om lån av finansielle instrumenter. Verdipapirforetaket skal påse at det stilles betryggende sikkerhet for lånet, og dette kravet gjelder også dersom verdipapirforetaket låner ut finansielle instrumenter fra egen portefølje. Verdipapirforetaks låneavtaler skal være standardiserte.

De nærmere kravene til sikkerhetsstillelse følger av forskrift av 14. oktober 1996 nr. 984 om marginsikkerhet ved formidling av lån av finansielle instrumenter og utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirforetakets egen portefølje (marginforskriften).

Reglene har i hovedsak vært uendret siden de ble innført ved verdipapirhandelloven 1997 som endret dagjeldende verdipapirhandellov fra 1985. I praksis vil verdipapirforetak ikke formidle avtaler om lån av finansielle instrumenter, men selv være motpart i avtalene og eventuelt være motpart både på innlåns- og utlånssiden.

Formålet med reglene var å forenkle oppgjør og sikre rettidig oppgjør av aksjehandler, samt å legge til rette for shortsalg av aksjer. For å sikre at utlån skjedde innenfor trygge rammer, ble det satt som vilkår at verdipapirlån måtte være underlagt standardiserte låneavtaler godkjent av daværende Kredittilsynet og at det ble stilt betryggende sikkerhet i form av bunnsikkerhet tilsvarende de utlånte aksjenes markedsverdi, pluss marginsikkerhet for å ta høyde for endring i markedsverdien.

3.13.2.2 Forventet EØS-rett

MiFID II har ikke har regler om sikkerhet ved formidling av lån av finansielle instrumenter, men regler om rapportering av verdipapirfinansieringstransaksjoner og gjenbruk av sikkerheter kommer i SFTR.

3.13.2.3 Utvalgets vurderinger

Det ville neppe vært naturlig å innføre særlige regler om verdipapirforetakenes formidling av avtaler om lån av finansielle instrumenter i dag. Verdipapirforetak deltar i markedet for verdipapirlån på lik linje med andre aktører, og foretakene er underlagt generelle regler om risikostyring, som tilsier at særlige regler for noen typer verdipapirtransaksjoner ikke er nødvendig.

Risikoen et verdipapirforetak løper ved utlån av aksjer, er ikke vesentlig forskjellig fra risikoen et verdipapirforetak løper når det inngår derivattransaksjoner, gjenkjøpsavtaler eller andre verdipapirfinansieringsavtaler. Størrelsen på sikkerheten som stilles for forpliktelsene under slike avtaler, påvirker hvilken kapital verdipapirforetaket må ha bak transaksjonen, jf. kapitalkravforskriften del IV (for gjenkjøpsavtaler, lån av finansielle instrumenter og verdipapirfinansiering) og del V (for derivater).

I den grad en motpart ikke er i stand til å levere tilbake de lånte finansielle instrumentene, vil verdipapirforetaket kunne ha anledning til å foreta dekningskjøp i markedet, eller kreve verdien av instrumentene fra motparten, avhengig av avtalen mellom partene.

Utvalget kan ikke se noen grunn til å beholde et krav om betryggende sikkerhet kun for lånetransaksjoner. Disse har tilsvarende kredittrisiko som for eksempel repo-transaksjoner, som det ikke stilles slike krav til. Risikoen ved avtalene ivaretas av kapitaldekningsregelverket, og utvalget foreslår derfor å oppheve gjeldende verdipapirhandellov § 10-5 og forskrift om marginsikkerhet ved formidling av lån av finansielle instrumenter og utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirforetakets egen portefølje.

3.13.3 Verdipapirforetaks handel med derivater

3.13.3.1 Gjeldende rett

Det følger av verdipapirhandelloven § 10-6 at verdipapirforetak ved formidling av handler i derivater skal påse at det har betryggende sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser.

Frem til 1. januar 2015 var det også et krav om at verdipapirforetaket skal påse at kunden stiller minst den samme sikkerheten som den oppgjørssentralen krever dersom handelen foretas under medvirkning av sentral motpart. Bestemmelsen ble endret i forbindelse med tilpassinger i norsk rett som følge av EMIR.

3.13.3.2 Forventet EØS-rett

Verken MiFID II eller MiFIR har regler om betryggende sikkerhet ved verdipapirforetaks formidling og handel med derivater.

3.13.3.3 Utvalgets vurderinger

Gjeldende § 10-6 ble innført i verdipapirhandelloven av 1997. På det tidspunktet fulgte den detaljerte reguleringen av handel i derivater av forskrift 8. desember 1994 om handel med opsjoner og terminer (derivatforskriften), som fastsatte at opsjonssentralen (den sentrale motparten) skulle beregne daglige krav til sikkerhet. Derivatforskriften bygget på at derivater var registrert i VPS og ble clearet på investornivå. Det vil si at det var investoren selv som stilte sikkerhet overfor den sentrale motparten, og verdipapirforetaket hadde kun et solidaransvar overfor den sentrale motparten for de investorene han representerte. Dette var imidlertid en særnorsk modell, og lovutvalget la den gang til grunn at det for clearing av OTC-derivater og utenlandske derivater ikke nødvendigvis ville være slik at sikkerheten ble stillet direkte fra investor til den sentrale motparten. Dermed ble det fastsatt at verdipapirforetaket som

formidler og den som måtte stille sikkerhet, skulle kreve tilsvarende sikkerhet fra sin kunde.

I dag benyttes andre modeller for clearing etter krav fra EMIR. Clearing på sluttkundenivå er derfor ikke lenger aktuelt, og EMIR ivaretar bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 10-6. Utvalget foreslår derfor å oppheve verdipapirhandelloven § 10-6.

Kapittel 4
Markedet for varederivater og utslippskvoter

4.1 Generelt om markedet for varederivater og utslippskvoter

4.1.1 Innledning

Med MiFID II og MiFIR gjøres det endringer i reguleringen av varederivater på flere måter som kan få konsekvenser for hvordan markedet for disse finansielle instrumentene vil utvikle seg i tiden fremover. Det innføres blant annet krav om tillatelse etter verdipapirhandelloven for å drive egenhandel i varederivatkontrakter for virksomhet av en viss størrelse, og det innføres nytt regime for å kontrollere og eventuelt begrense størrelsen på posisjoner som kan holdes i varederivater. Utvalget anser det hensiktsmessig innledningsvis å gi en oversikt over både det fysiske varemarkedet og markedet for varederivater før den nye reguleringen behandles.

Utslippskvoter blir definert som finansielle instrumenter etter MiFID II, men er ikke varederivater. Derivater med utslippskvoter som underliggende, er heller ikke varederivater. En del av regelverket som gjelder for varederivater, gjøres også gjeldende for slike instrumenter og disse er derfor også omhandlet nedenfor der det er relevant.

Et derivat er en kontrakt hvor verdien av kontrakten og partenes rettigheter og plikter er knyttet til et finansielt instrument, renter, valuta, en indeks, en vare eller liknende, kalt underliggende.

Noen derivatkontrakter gjøres opp ved fysisk levering av underliggende, mens andre har rent finansielt oppgjør, det vil si en kontantavregning. Derivater er normalt finansielle instrumenter som er regulert av verdipapirhandelloven, avhengig av hvordan kontraktene er utformet. Det finnes likevel flere unntak for kontrakter som ligner på finansielle instrumenter, men der kontraktenes fysiske oppgjør gjør at de faller utenfor.

De grunnleggende kontraktsformene er terminer, opsjoner og bytteavtaler. En terminavtale gir kjøper og selger rett og plikt til å gjennomføre en transaksjon i fremtiden. Terminer kan igjen deles i forwardkontrakter og futureskontrakter. En forwardkontrakt er en avtale om et fremtidig kjøp der de sentrale vilkårene for kjøpet, som pris, mengde, leveringstid og leveringssted, er bestemt på forhånd. På oppgjørstidspunktet kan terminen gjøres opp, enten fysisk eller finansielt. Fysisk oppgjør innebærer at varen leveres av selger mot at kjøper betaler den forhåndsbestemte prisen, kontraktsprisen. Ved finansielt oppgjør, betales forskjellen mellom kontraktsprisen og markedsprisen i varemarkedet på oppgjørstidspunktet. Finansielt oppgjør kalles også kontant oppgjør.

Med en futureskontrakt menes normalt en standardisert termin med løpende avregning, ofte daglig, av verdiendringen siden forrige periode. Futureskontrakten verdsettes løpende til markedsverdi, og kjøper og selger blir henholdsvis kreditert og debitert ut fra verdiutviklingen i futureskontrakten basert på markedsprisen og prisen på tidspunktet for forrige avregning.

En opsjon er en avtale som gir innehaveren/kjøper en rett, men ikke en plikt, til å kreve en avtale om en fremtidig transaksjon gjennomført. Utstederen (selger) har en plikt til å innfri opsjonen dersom kjøper utøver sin rett.

En bytteavtale er en avtale der partene bytter ulike underliggende, som for eksempel flytende mot fast rente. En slik avtale innebærer at den ene parten betaler fast rente av et beløp til den andre, og mottar flytende rente på det samme beløpet tilbake.

Derivater som har varer som underliggende, omtales som varederivater. Bruken av varederivater kan bidra til å sikre prisstabilitet i de fysiske varemarkedene, og vil dermed gi mulighet for bedre planlegging av virksomheten hos aktører som for eksempel produserer og bruker varer. På denne måten kan varederivater bidra til mer effektive markeder og økt samfunnsøkonomisk og bedriftsøkonomisk lønnsomhet. Varederivater benyttes også til spekulasjon i råvarepriser av aktører som ikke investerer direkte i råvareproduserende selskaper.

4.1.2 Fysisk handel i varer og varederivater

Råvarer er varer eller råstoff som tilfredsstiller visse krav til kvalitet, kvantitet og leveringssted. Hovedgruppene av råvarer er energi (kraft, kull, naturgass, råolje og oljeprodukter), metaller (edel- og industrimetaller, jernmalm), jordbruksprodukter (hvete, mais, ris), eksotiske råvarer (*soft commodities*: Kaffe, kakao, sukker, laks) og øvrige (frakt o.a.). Råvarer kan brukes som de er (uten videreforedling), eller som innsatsfaktor i halvfabrikata og ferdigvarer. Eksempelvis brukes naturgass uten videreforedling som varmekilde og drivstoff, og som innsatsfaktor i plastikk- og gjødselproduksjon.

Råvarehandel i de *fysiske* markedene, hvor varer bytter eierskap mot oppgjør i kontanter, sørger for at råvarer – i den grad det er mulig – allokeres dit hvor verdien eller betalingsviljen er høyest. Handelen i råvarer skjer på ulike måter, avhengig av typen råvare: på handelsplasser underlagt lovregulering (for eksempel kraftmarkedet i Norden), bilateral handel mellom kjøper og selger (for eksempel laks og jernmalm) og handelsplasser som i varierende grad er regulert under medvirkning av meglere (for eksempel industrimetaller og frakt). Ved fysisk råvarehandel i markeder under regulering, er blant annet kvalitet på varen, leveringssted og oppgjørsbetingelser standardisert. Varer som ikke tilfredsstiller ett eller flere av kravene, må handles utenfor markedsplassen med en prispremie eller rabatt, avhengig om varen oppleves som bedre eller dårligere enn det som følger av standarden på den aktuelle markedsplassen.

Råvaremarkedet kjennetegnes ved at det ofte har store prissvingninger. Som i øvrige markeder påvirker endringer i tilbud og etterspørsel prisene. Ettersom tilbud av en råvare er begrenset i et kort perspektiv, stiger prisen kraftig om det oppstår knapphet som følge av produksjonsbortfall, flaskehalser i logistikk eller sterk etterspørselsvekst.

I fysisk råvarehandel ytes gjerne kreditt mellom partene. Selger har oppgjørsrisiko på verdien av handelen, og kjøper har risiko for at varen leveres til rett tid og sted og til avtalt kvalitet. Ofte, og særlig der råvarer handles over landegrenser, brukes banktjenester som bankgarantier og remburser for å redusere motpartsrisiko. De fysiske råvaremarkedene er fragmenterte når det gjelder geografi, markedsregulering og markedsdeltakere. Det er derfor ofte behov for mellommenn (tradingselskaper) som fungerer som fasilitatorer for handelen. Tradingselskapene påtar seg ansvar for logistikkfunksjon, pris- og motpartsrisiko og får betalt i form av prismarginer.

4.1.3 Finansiell handel i varer og varederivater

4.1.3.1 Innledning

Finansiell handel i råvarer og varederivater springer ut fra et behov om stabile priser for kjøpere og selgere i råvaremarkedet. Inntektene til aktørene kan i stor grad være avhengig av svingninger i pris og leveranse. En slik risikoeksponering er det mulig å betale seg bort fra i varederivatmarkedet ved at andre aktører med en annen risikoprofil, risikooppfatning eller risikovilje kan være villige til å påta seg denne risikoen. Avlastning av risiko gjennom bruk av varederivatkontrakter, bidrar til større forutsigbarhet for aktørene i råvaremarkedet, noe som gir mulighet til å skalere en virksomhet bedre etter markedsbehovet og sikre en mer langsiktig investering i produksjonsmidler. Et alternativ til prissikring i varederivatmarkedet, er å kjøpe opp store ekstra kvanta av råvaren og lagre den inntil den brukes eller selges videre. Begge metoder blir benyttet i dag, men lagring er ofte forbundet med store kostnader og noen varer, slik som kraft, kan ikke lagres.

En aktør som benytter varederivatkontrakter for å sikre prisrisiko, kalles vanligvis en kommersiell aktør, eller en fundamental aktør. De finansielle markedene for varer er et marked for engroshandel og normalt ikke et marked for forbrukere. Disse markedene omfatter ikke bare handel i råvarer eller varer, men også andre underliggende som f.eks. frakttjenester. I det følgende brukes varer som fellesbetegnelse for råvarer, varer, tjenester mv. («commodities» på engelsk).

Handelen i varederivater som er finansielle instrumenter, kan skje på ulike former for regulerte handelsplasser som regulert marked og MHF, eller utenfor markedsplassene ved å benytte verdipapirforetak (OTC-handel). Handelen kan også skje bilateralt ved hjelp av mellommenn som handler på foretakets vegne.

Varederivatkontrakter kan gjøres opp fysisk eller finansielt, avhengig av hva som er avtalt mellom partene. Finansielt oppgjør innebærer kontant betaling av forskjellen mellom innløsningsprisen og markedsprisen i det aktuelle varemarkedet på oppgjørsdagen.. Det foretas ingen levering av den fysiske varen. For de aktørene som ønsker fysisk levering, fordrer finansielt oppgjør at det er mulig å få levert varen gjennom det fysiske markedet til tilnærmet samme pris som markedspri-

sen/avregningsprisen. Eventuelt avvik i den fysiske leveransen fra standardiseringsbetingelsene i varederivatkontrakten vil innebære risiko for kontraktspartene.

I en del derivatkontrakter avtaler partene fysisk levering. Kontrakten inneholder da krav til standarden på varen som skal leveres. Denne mekanismen bidrar til tett kopling mellom det finansielle og det fysiske markedet. På grunn av avgifter, kostnader og praktiske ulemper ved fysisk leveranse, vil mange finansielle kontrakter med fysisk levering bli stengt (kjøpt/solgt tilbake) før kontrakten går til forfall. Derved unngår partene i kontrakten forpliktelsen til å levere eller motta en fysisk vare. Finansielle aktører vil ofte ikke ha mulighet til å gjennomføre et fysisk oppgjør og er nødt til å stenge alle posisjonene før leveringstidspunktet inntreffer.

Når varederivatkontakter med finansielt oppgjør forfaller, avregnes de mot en avtalt markedspris eller markedsprisindeks (avregningsprisen). Prisen kan fastsettes som systempris på en markedsplass, slik som for eksempel Nord Pool AS setter for nordisk kraft, eller som en indeks av en Price Reporting Agency, som for eksempel S&P Global Platts og Argus Media Ltd. Oppgjørsverdien er tilsvarende differansen mellom avregningspris og tidligere avtalt kontraktspris, multiplisert med volumet kontrakten spesifiserer. Ettersom avregningsprisen vil definere verdien på kontrakten, er det svært viktig at markedsaktørene har tillit til at avregningsprisen gjenspeiler den reelle markedsprisen på oppgjørstidspunktet og at fastsettelsen skjer på riktig måte.

Bruken av sentral motpart (*clearinghus*) ved oppgjør av varederivatkontrakter varierer mellom ulike markeder og kontraktstyper. Dersom sentrale motparter benyttes av partene i kontrakten direkte, må partene stille sikkerhet tilsvarende forventet oppgjør. Sikkerhetene aktørene må stille skal dekke både urealisert tap etter hvert som slikt tap oppstår under varederivatkontraktenes løpetid, samt risiko for at fremtidig tap kan oppstå i tidsrommet inntil porteføljen eventuelt kan realiseres pga. ufordelaktig prisutvikling. Sikkerheten består normalt av kontanter eller andre finansielle instrumenter. Tidligere har også bankgarantier vært vanlig, men dette vil begrenses etter gjennomføringen av EMIR. I visse sammenhenger må aktøren også bidra med penger til den sentrale motpartens sikringsfond. Den sentrale motparten og gjeldende regulering stiller krav til sikkerhet avhengig av type underliggende vare, og hvilke typer aktører som handler i markedet.

Kapitalbindingen er en av de største kostnadene ved handel med varederivatkontrakter. Kapitalavsetningen vil redusere tilgjengelig kapital for investering eller øvrige selskapsspesifikke formål. For å unngå å binde likviditet ved kapitalavsetning, velger mange aktører å handle varederivatkontrakter med en bank som er medlem hos sentral motpart, og som tar kredittrisiko mot aktøren. Dersom banken er medlem hos en sentral motpart, vil kapitalkostnadene for aktørene kunne reduseres. Banken vil ha stordriftsfordeler ved å håndtere mange aktørers oppgjørsportefølje, noe som igjen reduserer aktørenes kapitalkostnader.

4.1.3.2 Oljemarkedet

Med unntak av marginal bruk av råolje som energikilde til kraftgenerasjon, er etterspørselen etter råolje i all hovedsak avledet av behovet for oljeprodukter; våtgasser (propan, butan), nafta, bensin, destillater (diesel, jet drivstoff) og tungoljer (bunker).

Mesteparten av verdens oljeproduksjon omsettes til priser fremforhandlet bilateralt. Normalt omregnes kvalitetsforskjeller gjennom fastsatte beregningsindekser i forhold til en referanseolje, slik at aktørene kun avtaler prisdifferansen til referanseoljeprisen. Ved oppgjør betales referanseoljepris +/- differanse. Markedsinformasjonstjenester som Platts, kommuniserer differansepriser til markedet på basis av hva som rapporters fra markedsaktører. Dersom det ikke er tilstrekkelig handel i produktet, fastsettes markedspris ut fra en statistisk beregning. Samme metodikk gjelder også i stor utstrekning for oljeprodukter. Selgere av fysisk råolje er oljeprodusenter og mellommenn som tidligere har kjøpt råolje for videresalg.

Oljederivatkontrakter brukes til å øke eller redusere eksponeringen mot endringer i oljeprisene. Mye av prissikringen av råolje og oljeprodukter skjer på svært likvide regulerte markedsplasser som Intercontinental Exchange (ICE) og New York Mercantile Exchange (NYMEX), under medvirkning av sentrale motparter. Noen av derivatproduktene kan ha fysisk leveranse. Oljederivater som er notert på regulerte markedsplasser, fungerer ofte som referanseprodukter. OTC-kontrakter indekseres ofte til disse referanseproduktprisene ved oppgjør. I OTC-markedene omsettes i all hovedsak derivatkontrakter uten fysisk levering. Kontrakter med fysisk levering eksisterer, og omsettes både på regulert markedsplass og OTC. I oppgjøret benyttes ofte en sentral motpart (f.eks. for bunkeroljer og europeisk bensin).

Oljeprodusenter prissikrer inntektene i svært ulik grad. Uavhengige produsenter med høy belåning og høy dividendeutbetaling kan ofte sikre mesteparten av produksjonsvolumet flere år frem i tid. Mange oljeselskaper har også forpliktet seg til å sikre seg mot endringer i oljeprisene overfor bankene som finansierer utviklingsprosjektene. Produksjonsenheten i store, globale selskaper sikrer ofte svært lite av fremtidig oljeproduksjon, slik at aksjeeierne i selskapene beholder oljepriseksponeringen. Av politiske årsaker, er det sjeldent at statseide oljeselskaper eller myndigheter i oljeproduserende land sikrer oljepriser. Mellommenn (som for eksempel tradinghus og oljeselskapenes trading-enheter) bruker i større grad prissikring, ettersom de i hovedsak generer inntekter på videresalg, lagerhold og spekulasjon i prisdifferanser (f.eks. prisdifferanser mellom geografiske steder, tid og kvalitet). Mellommennene står for en stor del av omsetningen både i fysisk og i finansiell handel i råolje og oljeprodukter.

Raffinerier, ofte eid av oljeselskaper, tradere og rendyrkede raffineriselskaper har ofte en viss sikringsaktivitet hvor de sikrer prisdifferanser mellom råolje og råoljeprodukt, risiko knyttet til leveringstidspunkt og verdi av varelager. Oljekonsumenter sikrer ofte prisene i oljederivatmarkedet basert på sitt kjente forbruksvolum. For eksempel flyselskap som sikrer drivstoffkostnaden for et kjent flygningsprogram, eller en skipsoperatør som sikrer bunkerolje i en fraktkontrakt.

Ettersom kjøp- og salgsbehovet i sikringskontrakter ikke er sammenfallende (f.eks. en råoljeprodusent ønsker å sikre fem års råoljeproduksjon, mens en skipsoperatør trenger å sikre tre års bunkerforbruk) er det et marked for investeringsbanker og lignende aktører som tilbyr skreddersydde sikringsløsninger for kjøper og selger. Investeringsbanken vil stå som motpart i kontraktene og påtar seg derved risikoen ved å håndtere prisdifferansen. Når banker tilbyr slike bilaterale kontrakter, reduserer de også likviditetsrisikoen og kapitalbindingen selskapene hadde hatt ved kontraktsinngåelse med bruk av sentral motpart.

Spekulanter og investorer, inkludert pensjonsfond, som ønsker oljepriseksponering, oppnår ofte dette ved handel i kapitalmarkedsbaserte børsnoterte indeksfond som Exchange Traded Funds (ETF) eller Exchange Traded Notes (ETN) (sammen omtalt som Exchange Traded Products (ETP)), der prisen reflekterer oljepris eller en kurv av råvarer der oljepris inngår. Slike instrumenter har ikke til nå vært ansett som varederivater, men kan forårsake store prisbevegelser i derivatmarkedet, som igjen kan ha betydning for varemarkedet. ETNer vil etter omstendighetene kunne bli klassifisert som varederivater etter gjennomføringen av MiFID II. Utsteder av et ETP håndterer sin priseksponering ved handel i oljefutures. På denne måten vil handel i ETPet indirekte medføre handel i derivatkontrakter. Noen investorer oppnår priseksponering ved handel i oljederivater både på regulert markedsplass og OTC. Aktiviteten til spekulanter og investorer er høy i oljemarkedet.

4.1.3.3 Gassmarkedet

Aktørene i gassmarkedene er blant andre gassprodusenter, kraftselskaper, tradingselskaper, industrielle aktører og finansielle aktører. Spekulasjonshandel skjer både i børskontrakter, og i bilaterale, fysiske kontrakter og bidrar til økt likviditet.

Norge er en stor produsent av naturgass som hovedsakelig selges til Storbritannia og kontinental-Europa. Naturgass fraktes primært i rør, og markedet er i stor grad avhengig av infrastrukturen. Fra norsk sokkel går det rørledninger til Skottland, England, Frankrike, Belgia, Tyskland og Nederland. Fra landingspunktene går gassen videre inn i rørledningssystemene i de enkelte landene. Gassen må være av en viss kvalitet for å bli akseptert, og den som tar gassen inn, må ha inngangskapasitet (entry capacity) inn til det aktuelle området. I likhet med det som gjelder i et kraftnett, må fysisk produksjon og import tilsvare fysisk forbruk og eksport slik at systemet er i balanse. Det er likevel noe mer fleksibilitet i et gassrørsystem fordi systemet inneholder en stor mengde gass, slik at trykket ikke vil falle umiddelbart ved en ubalanse. Det er derfor vanlig med daglig balansering i de største områdene.

Balanseområdene i Europa tilsvarer i stor grad markedsplassene for fysisk omsetning av gass. De viktigste balansepunktene/markedene er National Balancing Point i Storbritannia, Zeebrugge HUB og Zeebrugge Trading Point i Belgia, PEG Nord og Trading Regional South i Frankrike, Title Transfer Facility i Nederland og Gaspool og NetConnect Germany i Tyskland, VTP i Østerrike, PSV i Italia og Almacenamiento Operativo Comercial i Spania. I tillegg er det noe handel i tørrgassområdet (område D) på norsk sokkel.

Mellom balansepunktene finnes det transportrørledninger som gjør at prisene i de ulike markedene har konvergert de siste årene, og prisforskjellene i Storbritannia og Nord-Europa tilsvarer nå i stor grad prisen på kortsiktig transport. Mellom Nord- og Sør-Europa er det fortsatt flaskehal-

ser som gjør at prisforskjellene mellom nord og sør i lengre perioder er større enn transportkostnaden.

Spotpriser fastsettes gjennom bilateral handel i motsetning til i kraftmarkedet, der prisen fastsettes gjennom auksjoner. Spotprisene publiseres av markedsinformasjonstjenester som ICIS Heren, Argus og Platts på bakgrunn av tilbakemeldinger fra aktørene i markedet.

I derivatmarkedene for gass handles hovedsakelig OTC-kontrakter med fysisk levering og kontrakter som handles på markedsplass med valgfri fysisk levering. Derivatkontrakter handles for nærmeste uke, måned, kvartal, sesong og til en viss grad år. Aktørene som handler OTC-kontrakter med fysisk levering, må ha lisens for å kunne levere og avta gassvolumer i det aktuelle området. Kontrakter som handles på markedsplass, kan stenges før leveranseperioden starter, og handel i slike kontrakter krever derfor ikke nødvendigvis lisens.

Børsene som omsetter gasskontrakter, er i hovedsak ICE i England og PEGAS som er et samarbeid mellom Powernext i Frankrike og European Energy Exchange (EEX) i Tyskland. Gasskontrakter omsettes også på MHFer, eller gjennom meglere utenfor MHFer.

En del av handelen i gassderivater gjøres også bilateralt mellom partene, uten bistand fra megler. For en rekke standardiserte OTC-kontrakter tilbys det oppgjør gjennom sentral motpart, og en stor del av OTC-kontraktene cleares.

4.1.3.4 Fraktmarkedet

Markedene for skipsfrakt spiller en vital rolle i global handel. Skipstransport er ofte den mest kostnadseffektive metoden for å frakte varer over lengre avstander sammenliknet med luft-, vei- og jernbanetransport. Til tross for at frakt defineres som en tjeneste, har markedet svært mange likhetstrekk med varemarkeder for øvrig. Dette gjelder særlig prisdannelse og standardisering.

Tilbydere av frakttjenester er skipseiere og skipsoperatører. Sistnevnte chartrer inn skip fra eiere for å utføre frakttjenester. Netto tilgang på skip, eller tonnasje, avhenger av verftenes globale ordrebok og hvor mange skip som vrakes. Lave fraktpriser gir incentiver til færre nybygg og økt skroting; høye priser vice-versa. Konsumenter av tørrbulk frakttjenester er industri (smelteverk), tradinghus, importører av jordbruksvarer og kraftverk (kull). For tankskip er oljeselskaper, raffinerier, kjemikalieselskaper og tradinghus hovedkundene.

Skipsfraktderivater brukes i segmentene tank (råolje, oljeprodukter, gass, kjemikalier) og tørrbulk (f.eks. jernmalm, kull, jordbruksvarer). Markedene deles inn i tramp- og linjefrakt. Sistnevnte er frakt som går i et fast mønster i henhold til tabell (som en buss). Trampfrakt går fra punkt til punkt, avhengig av hvor behovet for frakt befinner seg (som en taxi). Trampfraktmarkedet er svært fragmentert med store variasjoner i størrelse på markedsdeltakere, mens det i markedet for linjefrakt er større og færre markedsdeltakere. Lav priselastisitet kombinert med at frakt vanskelig lar seg lagre, medfører høy volatilitet i fraktmarkedet.

Kjøpere og selgere av frakttjenester har lang historikk i å håndtere fraktraterisiko ved inngåelse av fastpriskontrakter. Slike kontrakter har høy grad av skreddersøm, medfører motpartsrisiko og har høye transaksjonskostnader. For tørrbulk og tankfrakt eksisterer derivatkontrakter som alternativer til fastpriskontrakter. Kontraktene omsettes under medvirkning av meglere, mens oppgjøret i stor grad skjer under medvirkning av sentrale motparter som for eksempel Nasdaq Clearing, LCH Clearnet og Singapore Exchange. Baltic Exchange i London setter daglig oppgjørspris og terminpriser. Sistnevnte ligger til grunn for den sentrale motpartens beregning av kontraktenes markedsverdier og krav til sikkerhetsstillelse.

Fordelene aktørene har ved inngåelse av derivatkontrakter ved bruk av sentral motpart eller bank (OTC) som motpart for sikringsformål, er lave transaksjonskostnader og lav motpartsrisiko. Ulempen er likviditetsrisiko ved sikkerhetsstillelse og basisrisiko. Fraktderivatmarkedet er lite likvid og har langt færre aktører enn oljederivatmarkedet.

De fleste som handler med fraktderivatkontrakter, har aktivitet i det fysiske markedet i form av å være skipsoperatør, skipseier eller befrakter. Enkelte spekulanter og fond deltar også. Aktiviteten begrenses imidlertid av lav likviditet og at slike aktører anser produktet som for eksotisk.

4.1.3.5 Markedet for elektrisk kraft

Norge er en del av et felles europeisk kraftmarked der kraftprodusenter, kraftleverandører, større industriforetak og andre større aktører kan kjøpe og selge kraft i konkurranse med tilsvarende aktører. Det er vanlig å skille mellom fysisk og finansiell krafthandel.

Den fysiske krafthandelen utført av nordiske markedsaktører, gjøres i hovedsak på Nord Pool

AS, men også bilateralt. Nord Pool AS er eiet av de nordiske og baltiske systemoperatørene og er under tilsyn av NVE. Markedsplassen har monopol på all fysisk krafthandel mellom Norge og andre land. Størstedelen av handelen gjennomføres ved daglige auksjoner basert på kjøps- og salgsbud som fastsetter de forskjellige områdeprisene i Norden og Baltikum for fysisk leveranse neste dag, samt kraftflyten mellom prisområdene. For de nordiske områdene, beregnes en felles nordisk systempris som benyttes som referansepris for kraftderivater (forwards/futures). Forskjellen mellom systempris og områdeprisene er referanse for Electricity Price Area Differentials (EPADs).

Handelen kan også foregå i intradagmarkedet der markedsaktører kontinuerlig kan justere sine fysiske forpliktelser inntil en time før levering starter.

Den finansielle handelen med kraftderivater kan foregå bilateralt mellom to aktører, via en megler eller på Nasdaq Oslo ASA, som har børskonsesjon. Kraftderivatvolumet som handles på markedsplassen, er noe større enn volumet som handles via megler. Kraftderivatmarkedet er nødvendig for kommersielle aktører som kraftprodusenter og større konsumenter for å sikre seg mot volatilitet i kraftprisene ved fremtidig fysisk handel, men brukes også til risikostyring og spekulasjon. Store industrikunder kan velge å handle i det finansielle markedet for å redusere risikoen knyttet til usikkerhet om de fremtidige kraftprisene. Alle aktører, også finansielle, kan tilføre markedet likviditet gjennom spekulasjonshandel og dette utgjør en betydelig del av handelen.

Alle handler på Nasdaq Oslo ASA, både ordrebokhandel og rapporterte meglertransaksjoner (Block Trades) gjøres opp gjennom den sentrale motparten Nasdaq Clearing AB. En overveiende del av all kraftderivathandel i Norden er gjenstand for clearing.

På samme måte som kraftderivater, handles også elsertifikater (El-Certs) i det nordiske kraftmarkedet. Elsertifikater er en økonomisk støtteordning som gjør det mer lønnsomt å investere i kraftproduksjon basert på fornybare energikilder, som vann, vind, sol og bioenergi. Strømkundene finansierer ordningen over strømregningen gjennom at kraftleverandørene legger elsertifikatkostnaden inn i strømprisen. Ordningen er regulert i elsertifikatloven og forskrift om elsertifikater.

Norge ble fra 1. januar 2012 del av et norsk-svensk elsertifikatmarked som skal bidra til økt produksjon av fornybar kraft. Fram til 2020 skal Sverige og Norge øke kraftproduksjonen basert på fornybare energikilder med 28,4 TWh. Det tilsvarer strømforbruket til mer enn halvparten av alle norske husholdninger. Samarbeidet vil vare fram til utgangen av år 2035.

I likhet med oljemarkedet, benyttes det i kraftmarkedet kapitalmarkedsbaserte børsnoterte indeksfond (ETN og ETF), der underliggende er en indeks eller en kurv av varer der kraft inngår. Handel i slike indeksfond kan forårsake prisbevegelser i derivatmarkedet, som igjen kan påvirke prisene i det fysiske kraftmarkedet.

4.1.3.6 *Markedet for utslippskvoter med CO_2*

EU har utpekt fabrikker, kraftstasjoner og andre installasjoner til å inneha kvoter tilsvarende den mengde CO_2 de slipper ut i løpet av ett år. Norge har knyttet seg til denne ordningen. EU har etablert et marked der aktørene kan kjøpe og selge de aktuelle rettighetene og kvotene. Kvotene er inndelt i European Union Allowances (EUA), European Union Aviation Allowances (EUAA), Certified Emission Reductions (CER) og Emission Reduction Unit (ERU). Kvotene blir enten auksjonert ut i markedet (primærmarkedet) eller allokert gratis til installasjonene. Kvotene fungerer som underliggende kontrakter for derivathandel.

ICE, EEX, Nasdaq Commodities og Chicago Mercantile Exchange (CME) noterer kvotederivatkontrakter og tilbyr handel, clearing og fysisk leveranse av kvotene. Deltagere i markedet er både kommersielle (installasjoner) og finansielle aktører. Selskaper med kvoteforpliktelser må levere kvoter innen april hvert år for å unngå bøter. På europeisk basis hviler complianceforpliktelser[1] på til sammen 11 000 energiintensive installasjoner som fabrikker og kraftprodusenter, samt sivile flyselskap som opererer innen EU/EØS.

4.1.3.7 *Markedet for metaller*

Ferroprodukter

I produksjonsprosessen til ferdigprodusert stål forbruker stålverkene store mengder jernmalm, kokskull og skrapstål (steel scrap). Innkjøp av disse innsatsvarene medfører en stor prisrisiko for produsentene. Økte innkjøpte volumer og økt prisvolatilitet har ført til at stålverkene etterspør hensiktsmessige prissikringsinstrumenter. Handel med skrapstål og jernmalm og derivatkontrakter med disse produktene kan foregå bilateralt

[1] http://ec.europa.eu/clima/publications/docs/factsheet_ets_en.pdf

mellom to aktører eller via en megler. Finansiell handel foregår på børser globalt, f.eks. CME og Singapore Exchange (SGX).

Edelmetaller

Handel i edelmetaller, herunder gull, sølv, platina og palladium, er i stor grad preget av at de til dels fungerer som valuta – verdibærere som ikke mister verdi ved lagring. Metallene har egne renter hvor en kan låne ut/inn metaller mot en *lease rate*. Investorer søker gjerne mot metallene som sikre investeringer og sikringer mot fall i valutakurser. Investeringer skjer igjennom kjøp av fysisk metall, derivatkontrakter og børshandlede fond (ETFer og ETNer).

Det er høy aktivitet i gull og sølvedelmetallderivater. Størst aktivitet er det i det organiserte markedet i London, samt som futures omsatt ved COMEX, en del av CME-gruppen.

I tillegg til investorer og spekulanter omsettes edelmetaller av produsenter (gruve- og gjenvinningsselskaper), industri (edelmetaller brukes blant annet i elektronikk, kjemi, medisin og i katalysatorer) og smykkeprodusenter.

Industrimetaller

Blant industrimetaller regnes blant annet aluminium, kobber, sink, nikkel, bly, tinn, kobolt og molybden. I tillegg finnes det en rekke andre metaller og mineraler som omsettes fysisk, hvor det ikke eksisterer regulerte markeder eller tilknyttede derivatkontrakter. Industrimetaller oppfattes normalt som alle metaller som ikke er jernbaserte (*non-ferrous metals*). Industrimetaller har utstrakt bruk i kraft-infrastruktur, hvitevarer, fremkomst- og transportmidler, telekom og IT, batterier og stållegering.

De viktigste regulerte markedsplassene for industrimetaller er London Metal Exchange (LME), nå eiet av det Hong Kong baserte HKEx, og CME. Begge er tilknyttet egne sentrale motparter. Organiserte markedsplasser for metaller i henholdsvis Shanghai og Singapore opplever omsetningsvekst. Det omsettes også metaller OTC, som indekseres til oppgjørsprisene på LME og CME.

Markedsplassene for industrimetaller har mulig fysisk leveranse ved forfall av derivatkontrakter. Leveranse kan da gjøres ved metallagre som er tilknyttet markedsplassen.

De mest likvide industrimetallmarkedene er aluminium og kobber. Markedsdeltakere er produsenter (gruveselskaper og smelteverk), gjenvinningsselskaper, industriselskaper som anvender metaller som innsatsfaktorer, investorer, spekulanter og mellommenn i form av banker og tradinghus, som også ofte besitter lagerkapasitet og fysisk metall. Foruten spot- og derivathandel, forekommer også omsetning av metaller i form av utlån av det fysiske metallet (mot rente).

4.1.3.8 Derivatkontrakter med klimavariabler

Det har utviklet seg et marked for derivatkontrakter med klimavariabler som vind, solenergi og temperatur som underliggende. Et område hvor det vokser frem et behov for slike kontrakter, er i tilknytning til kraftmarkedet. For eksempel finnes det kontrakter hvor man sikrer produksjon fra vindkraft basert på estimat for hvor mye det skal blåse i det aktuelle området (kontrakt per «wind production hour»). Slike kontrakter har vokst frem de siste årene på grunn av sterke incentivordninger som har redusert prisrisikoen, men økt volumrisikoen. Volatiliteten i produksjon av vind- og solenergi har derfor skapt et større behov for sikring av volumrisiko. Siden det er utbredt at kraft fra fornybare kilder har forrang i kraftnettet, er det en sterk korrelasjon mellom prisen på kraft, behov for kjøp og salg av utslippskvoter og fornybar kraftproduksjon. Kontrakter med klimavariabler som underliggende, kalles også værderivater og benyttes også innenfor frakt og jordbruk.

Markedet for derivatkontrakter med klimavariabler som underliggende, forventes å vokse også utenfor kraftmarkedet. I tillegg til kommersielle aktører som kraftprodusenter og distributører, kan også finansielle aktører som forsikringsselskaper ha interesser i dette markedet.

4.1.3.9 Kullmarkedet

Kullmarkedet er et globalt marked med aktører fra hele verden. Termisk kull er den desidert største handelsvaren og er gjenstand for internasjonal handel mellom kontinentene. De fem største eksport-nasjonene er Indonesia, Australia, Sør-Afrika, Colombia, Russland og USA. Disse står for 90–95 % av verdens eksport.

Kull handles primært fysisk, men det har også utviklet seg et finansielt derivatmarked for kull. Slike derivatkontrakter er notert på ICE, CME, EEX, SGX, LCH, hvorav ICE og CME står for mesteparten av handelsvolumet.

Ettersom en betydelig del av kullet brukes til energiproduksjon, er det en sterk korrelasjon mellom markedsprisene på kull og kraft, og utslippskvoter, frakt og brenselolje. Aktørene i kull-

markedet er for det meste commodity tradere, energiselskaper og produsenter som bruker kullderivater for både sikrings- og spekulasjonsformål.

4.1.3.10 Markedet for laks

Norge er verdens største produsent av oppdrettslaks. Aktørene i det fysiske markedet for laks er oppdrettere, eksportører/importører, bearbeidingsfirma, storhusholdning (hotell, restaurant og catering) og supermarkedkjeder. Spotprisen i markedet er basert på ukentlige målepunkter. Disse omregnes til månedlig gjennomsnitt som kontraktene avregnes mot.

Aktørene i det fysiske markedet er også aktører i det finansielle markedet for laks. Oppdrettere selger derivatkontrakter for å redusere sin prisrisiko i de to årene det tar å produsere laks. Laks er en råvare som er utsatt for eksterne faktorer som temperatur og sykdom. Dette kan gjøre det vanskelig for en oppdretter å levere avtalt leveranse til gitt tid. De andre aktørene i verdikjeden bruker derivatkontrakter til å sikre marginer i kontrakter med kunder og leverandører. Ofte har aktøren en fastpris leveranseavtale på bearbeidet laks med sin kunde og sikrer kostnaden i kontraktsperioden med å kjøpe en derivatkontrakt. I tillegg bruker finansielle aktører derivatmarkedet for laks. Det regulerte markedet Fish Pool ASA handler derivatkontrakter med oppdrettslaks som underliggende.

Finansielle aktører utgjør knapt 25 % av handelsvolumet og bruker enten derivatkontrakter for å redusere risikoeksponeringen for sine aksjer i et sjømatselskap, eller for å ta risiko når de har markedssyn om stigende eller fallende markedspriser, og ikke ønsker å handle i sjømataksjer som også inkluderer kostnadsrisiko og selskapsspesifikk risiko.

Den alt vesentlige del av handelsvolumet på Fish Pool gjøres opp gjennom Nasdaq Clearing AB som sentral motpart. Verdien i derivatkontraktene beregnes ut fra «Fish Pool Index» (FPI), som består av tre ulike priskilder knyttet til spotmarkedet.

4.1.3.11 Markedet for trefibermasse

Markedet for trefibermasse er et ungt marked med OTC-markedsaktører i verdensmarkedet. Markedsaktørene på selgersiden er naturlig hjemmehørende i områder med tropisk skog og barskog. Papirindustri og andre produsenter av produkter med trefibermasse er naturlige kjøpere i markedet. Tømmerpriser har gjennom tidene vært gjenstand for relativt store svingninger og egner seg godt for handel med derivatkontrakter.

Dagens handel er hovedsakelig basert på OTC-handel med swaper. FOEX Indexes stiller prisindeks i de fysiske produktene basert på OTC-handler i markedet. Norexeco ASA er et relativt nyetablert regulert marked som omsetter trefibermasse i form av masse fra nytt trevirke og masse fra gjenbrukspapir. De noterte produktene på Norexeco er futureskontrakter uten fysiske leveringsforpliktelser.

European Commodity Clearing (ECC) tilbyr clearing av trefiberderivater i samarbeid med Norexeco. Det er etablert internasjonale general clearing members (GCM) i markedet.

4.2 Endringer i definisjonen av finansielle instrumenter – varederivater og utslippskvoter

4.2.1 Innledning

Verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter er avgjørende for hva som er å anse som investeringstjenester som reguleres av loven, men har også betydning for anvendelsesområdet til flere av de øvrige bestemmelsene. Dette gjelder for eksempel bestemmelsene om markedsmisbruk og innsidehandel, meldepliktsbestemmelsene, tilbudsplikt og egenhandelsregelverket. Begrepet er også et koblingsord for andre reguleringer som benytter begrepet finansielle instrumenter, som for eksempel EMIR[2], CSDR[3], rapporteringsdirektivet[4], shortsalgforordningen[5] og benchmarkforordningen[6]. Skatteloven benytter også dette begrepet. Finansielle instrumenter er også omtalt i kapittel 2.4.

En del varederivater har vært ansett som finansielle instrumenter i Norge siden 2001. Varederivater underlagt verdipapirhandelloven omfat-

[2] Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 648/2012 om OTC-derivater, sentrale motparter og transaksjonsregistre

[3] Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories

[4] Direktiv 2004/109/EF

[5] Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps

[6] Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council of 8 June 2016 on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds

ter omsettelige termin- eller opsjonskontrakter med finansielt eller fysisk oppgjør knyttet til varer eller tjenester. På dette tidspunkt var varederivater ikke å anse som finansielle instrumenter etter felles europeisk lovgivning, men flere EU-land hadde gjennomført slik regulering i sin nasjonale lovgivning. Varederivater ble først ansett som finansielle instrumenter ved innføringen av MiFID I i Europa.

Handel i varederivater er også regulert av annen EU-lovgivning enn MiFID II og MiFIR. EMIR inneholder regler om pliktig clearing av OTC-derivater, krav om rapportering av derivathandler til såkalte transaksjonsregistre («trade repositories») og felleseuropeiske regler for sentrale motparter og transaksjonsregistre. Videre gis det regler om hvilke motparter som er omfattet av clearingplikt eller plikt til å gjennomføre risikoreduserende tiltak for ikke-clearingpliktige OTC-derivater. EMIRs nivå 2-regelverk gir regler for hvilke OTC-derivatkontrakter som er clearingpliktige, og fastsetter regler for sikkerhetsstillelse mellom partene i ikke-clearingpliktige OTC-derivathandler. Dette regelverket gjelder også for varederivater.

SFTR[7] skal bidra til større transparens i verdipapirfinansieringstransaksjoner (SFTer), og omhandler blant annet gjenkjøpsavtaler og låneavtaler knyttet til verdipapirer eller varer og marginlånavtaler. Større transparens i SFTer skal oppnås gjennom innføring av krav til at alle motparter (finansielle og ikke-finansielle) i SFTer skal rapportere disse til transaksjonsregistre. Det stilles også krav ved gjenbruk av finansielle instrumenter som er mottatt som sikkerhet ved inngåelse av SFTer. SFTer er ikke finansielle instrumenter i seg selv, men de underliggende instrumentene som inngår i transaksjonene – typisk aksjer og obligasjoner – er finansielle instrumenter.

REMIT[8] regulerer engrosmarkedet for kraft og gass, og innfører forbud mot innsidehandel, markedsmanipulasjon og andre former for markedsmisbruk i dette markedet. Forordningen omfatter både det fysiske og finansielle markedet, og regulerer som utgangspunkt også kontrakter som er finansielle instrumenter. Energiprodukter som er finansielle instrumenter, er likevel unntatt fra REMITs regulering av innsidehandel og markedsmanipulasjon, og er i stedet underlagt MARs bestemmelser om dette. I tillegg til å omfatte forbud mot innsidehandel og markedsmanipulasjon, pålegger forordningen rapporteringsforpliktelser for transaksjoner i engroshandlede energiprodukter og en registreringsplikt for aktører av en viss størrelse. Aktører som handler i det finansielle markedet, vil dermed kunne bli omfattet både av MiFID II og REMIT.

4.2.2 Gjeldende rett

Definisjonen av finansielle instrumenter er fastsatt i gjeldende verdipapirhandellov § 2-2. Bestemmelsene gjennomfører definisjon av finansielle instrumenter i MiFID I.

Det følger av § 2-2 første ledd nr. 4 at derivater er finansielle instrumenter. Derivater er definert i § 2-2 femte ledd som følgende:

1. opsjoner, terminer, bytteavtaler (swaps), fremtidige renteavtaler (FRA), samt alle andre avledede kontrakter med fysisk eller finansielt oppgjør som relaterer seg til verdipapirer, valuta, renter, avkastningsmål, andre derivater, finansielle indekser eller finansielle måleenheter,
2. varederivater,
3. kredittderivater,
4. finansielle differansekontrakter,
5. andre instrumenter som ikke ellers omfattes av leddet her, men som har de samme karakteristika som andre avledede finansielle instrumenter.

Varederivater som nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 2, er videre definert i verdipapirforskriften § 2-1 første ledd. Denne bestemmelsen gjennomfører definisjon i MiFID I Vedlegg 1 del C og forordning 1287/2006/EU artikkel 38. Varederivater omfatter etter disse definisjonene blant annet avledede kontrakter med varer som underliggende som enten skal gjøres opp finansielt eller som kan gjøres opp finansielt dersom en av partene ønsker det. Kontrakter som kan gjøres opp fysisk, omfattes dersom de omsettes på regulert marked eller MHF.

Avledede kontrakter med klimavariasjoner, fraktrater, utslippskvoter, inflasjonstakt eller andre offisielle økonomiske statistikker som underliggende og som enten skal eller kan gjøres opp finansielt, er derivater etter vphl. § 2-2 femte ledd nr. 5, jf. verdipapirforskriften § 2-1 tredje ledd bokstav a. Det samme gjelder andre avledede kontrakter med aktiva, rettigheter, forpliktelser, indekser eller måleenheter som underliggende og

---

7 Regulation (EU) No 2015/2365 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on transparency of securities financing transactions and of reuse and amending Regulation (EU) No 648/2012

8 Regulation 1227/2011 of the European Parliament and of the Council of 25 October 2011 on wholesale energy market integrity and transparency

som har egenskaper som andre finansielle derivater, jf. verdipapirforskriften § 2-1 tredje ledd bokstav b. Disse instrumentene er dermed ikke varederivater etter gjeldende rett, men omtales blant annet som «exotics». Bestemmelsene gjennomfører MiFID I Vedlegg 1 del C nr. 10.

Utslippskvoter er i seg selv ikke et finansielt instrument etter gjeldende rett, men kan være underliggende i et derivat, som nevnt ovenfor.

4.2.3 Forventet EØS-rett

Vedlegg 1 del C til MiFID II angir hva som anses som finasielle instrumenter etter MiFID II og MiFIR. MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (30) fastsetter hvilke av disse som anses som varederivater.

Omsettelige verdipapirer som er omfattet av MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (44) bokstav c), er derivater etter MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (29). Dette er verdipapiriserte derivater som handles på en markedsplass og som enten har et derivatelement eller er strukturert slik at verdien på verdipapiret er knyttet til en underliggende. Verdipapiriserte derivater er verdipapirer og ikke bilaterale kontrakter og er ikke underlagt marginkrav. De følger vanligvis tilsvarende oppgjørsregler som andre omsettelige verdipapirer som handles på kapitalmarkedet. Dersom slike verdipapiriserte derivater har varer eller andre underliggende som nevnt i MiFID vedlegg 1 del C nr. 10 (C10) som underliggende, er disse å anse som varederivater etter MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (30).

Finansielle instrumenter som nevnt i vedlegg 1 til MiFID II del C nr. 5, 6, 7 og 10, er også å anse som varederivater etter MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (30). Vedleggets definisjoner av hva som er å anse som finansielle instrumenter, bygger på tilsvarende vedlegg til MiFID I, men det er gjort en del endringer i disse definisjonene i det nye direktivet for så vidt gjelder vedlegget del C nr. 6, 7 og 10 (i det følgende omtalt med kortformene C6, C7 og C10). Dette vil ha betydning for anvendelsesområdet til en rekke bestemmelser i verdipapirhandelloven som nevnt innledningsvis. De enkelte endringene gjennomgås nedenfor.

Vedlegget del C nr. 5 (C5) om varederivater som må gjøres opp kontant, eller kan gjøres opp kontant dersom en av partene ønsker det, er ikke endret, og utvalget går derfor ikke nærmere inn på denne definisjonen. Det vises til omtale av slike derivater i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 4.5.

C6

Følgende derivater skal anses som finansielle instrumenter etter Vedlegg 1 del C nr. 6 (C6):

> «Options, futures, swaps, and any other derivative contract relating to commodities that can be physically settled provided that they are traded on a regulated market, a MTF, or an OTF, except for wholesale energy products traded on an OTF that must be physically settled»

C6 omfatter kontrakter som «can be physically settled» og som handles på regulert marked, MHF og OHF. Sistnevnte markedsplass er tilføyd ved innføringen av MiFID II. «Wholesale energy products», eller engros-handlede energiprodukter, som *må* ha fysisk oppgjør og som handles på OHF er unntatt fra definisjonen og er ikke å anse som finansielle instrumenter etter MiFID II. Disse kontraktene er i stedet omfattet av REMIT, som omtalt ovenfor under punkt 2.1.

Uttrykket «fysisk oppgjør» er sentralt i C6, og gjelder både for produktene som er å anse som C6-produkter, og for produktene som er unntatt. For å anses for å ha *fysisk oppgjør,* må kontrakten enten stille som vilkår at varen leveres fysisk, at det leveres et dokument som gir rett til å erverve varen eller at det benyttes andre metoder for å overføre rettigheter til å erverve varen uten en fysisk levering. Dette følger av kommisjonsforordning C(2016) 2398[9] artikkel 5 nr. 7. En slik metode for overføring av rettigheter der det ikke alltid skjer fysisk levering, benyttes bl.a. i gass- og kraftnettverkene. I disse markedene nominerer hver aktør alle sine leverings- og mottaksforpliktelser til systemoperatøren, mens det kun er nettovolumet til hver aktør som faktisk mottas eller leveres. Rettighetene overføres dermed gjennom nomineringen til systemoperatøren. Som eksempel kan man tenke seg en aktør som mottar gass fra én motpart og leverer samme volum videre til en annen motpart. Vedkommende vil kun nominere de aktuelle volumene til systemoperatøren, men ikke selv motta eller levere det aktuelle volumet. Aktørens leveringsforpliktelser er likevel oppfylt. En slik form for operasjonell netting som er regulert i REMIT eller annen nasjonal lovgivning, er følgelig ikke til hinder for at produktet tilfredsstiller kravet om fysisk oppgjør.

---

[9] Commission Delegated Regulation (EU) ../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive

«Wholesale engergy products» er definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (58), med videre henvisning til REMIT artikkel 2 nr. 4. I korthet er dette derivatkontrakter med kraft eller gass som underliggende, uavhengig av hvor og hvordan kontrakten handles. Dette fremkommer også av kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 6 nr. 3.

Bestemmelsene gjør at innholdet i begrepet «*må* ha fysisk oppgjør» må defineres nærmere for å kunne avgjøre hvilke kontrakter som er unntatt fra begrepet finansielle instrumenter. Dette er nærmere fastsatt i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 5 nr. 1. Bestemmelsen fastsetter fire kumulative vilkår som må være oppfylt. Hovedessensen i vilkårene er at begge parter i praksis må kunne levere/ta i mot den underliggende varen, kontrakten må være satt opp med en ubetinget plikt for partene til å sørge for fysisk levering/ta imot fysisk levering som er mulig å håndheve, kontrakten må ikke tillate at noen av partene kan endre kontrakten fra fysisk til finansielt oppgjør og kontrakten kan ikke tillate motregning av forpliktelser mot andre kontrakter, utover operasjonell netting av leveringsforpliktelser i gass- og kraftmarkedene som nevnt ovenfor.

C7

Vedlegg 1 del C nr. 7 (C7) omfatter varederivatkontrakter som omsettes utenfor markedsplass. C7 lyder:

> «Options, futures, swaps, and any other derivative contract relating to commodities that can be physically settled not otherwise mentioned in point 6 of this section and not being for commercial purposes, which have the characteristics of other derivative financial instruments»

Definisjonen bygger på definisjonen i MiFID I, men ordlyden er endret ved at siste del av gjeldende definisjon *(«having regard to whether, inter alia, they are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls»)* er slettet. Slettingen er gjort fordi clearingplikt og marginkrav nå er pålagt gjennom EMIR.

Hvilke kontrakter som anses å ha de samme karakteristika som andre avledede finansielle instrumenter etter C7, er nærmere regulert i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 7. Bestemmelsen bygger på gjeldende kommisjonsforordning 1287/2006/EF artikkel 38.

Etter kommisjonsforordningen artikkel 7 nr. 1 bokstav a) har kontrakten de samme karakteristika som andre avledede finansielle instrumenter dersom kontrakten enten i) må handles på en markedsplass i tredjeland med lignende funksjonalitet som et regulert marked, en MHF eller en OHF, ii) handles på, eller er eksplisitt underlagt handelsreglene på, et regulert marked, en MHF eller en OHF eller en slik markedsplass i tredjeland, eller iii) er ekvivalent med en kontrakt som handles på et regulert marked, en MHF eller OHF eller tilsvarende markedsplass i tredjeland for så vidt gjelder pris, volum, leveringstidspunkt og andre vilkår. Når det gjelder ekvivalensvurderingen etter punkt iii), vil dette etter den nye bestemmelsen være en objektiv vurdering av hva som anses som like kontrakter med kontrakter handlet på en markedsplass, i motsetning til gjeldende bestemmelse som lar det være avgjørende hva partene har avtalt («is expressly stated»).

I tillegg til handelskriteriet i bokstav a) som beskrevet over, må kontrakten være standardisert med hensyn til pris, volum og leveringstidspunkt og andre vilkår som fastsettes basert på regelmessig publiserte standardvilkår for at kontrakten omfattes av C7, jf. bokstav b). Kontrakten må videre ikke være å anse som en spotkontrakt etter kommisjonsforordningen artikkel 7 nr. 2 eller ha «commercial purposes» som nevnt i artikkel 7 nr. 4.

Dersom kontrakten er unntatt fra C6, skal den ikke vurderes opp mot C7-vilkårene.

C10

Vedlegg 1 del C nr. 10 (C 10) definerer følgende derivatkontrakter som finansielle instrumenter:

> «Options, futures, swaps, forward rate agreements an any other derivative contracts relating to climatic variables, freight rates or inflation rates or other official economic statistics that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties other than by reason of default or other termination event, as well as any other derivative contracts relating to assets, rights, obligations, indices and measures not otherwise mentioned in this Section, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market, OTF, or an MTF»

Definisjonen bygger på gjeldende vedlegg 1 del C nr. 10, men slik at organisert handelsfasilitet er

tatt med som en mulig handelsplass disse instrumentene kan handles på. I tillegg er siste del av gjeldende definisjon («are cleared and settled through recognised clearinghouses or are subject to regular margin calls») slettet som følge av innføringen av EMIR.

Hva som ligger i begrepet «have the characteristics of other derivative financial instruments» i C10 er fastsatt i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 7 nr. 3, som bygger på gjeldende artikkel 38 nr. 3 i kommisjonsforordning 1287/2006. Bestemmelsen fastsetter tre alternative vilkår; i) kontrakten må enten skulle gjøres opp finansielt eller kunne gjøres opp finansielt dersom en av partene krever det av annen grunn enn mislighold eller annen grunn til oppsigelse, ii) den må være handlet på regulert marked, en MHF eller en OHF eller tilsvarende markedsplass i et tredjeland eller iii) tilfredsstille kravene i artikkel 7 nr. 1, som er beskrevet ovenfor under omtalen av C7.

Når det gjelder type underliggende for C10 kontrakter, er dette nærmere utfylt av kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 8, som tilsvarer gjeldende kommisjonsforordning 1287/2006/EU artikkel 39.

C11 – Utslippskvoter

Utslippskvoter er å anse som finansielle instrumenter etter MiFID II vedlegg 1 del C nr. 11 (C11). Som utslippskvoter anses alle tillatelser som er omfattet av direktiv 2003/87/EU om opprettelse av en ordning for handel med utslippskvoter for klimagasser i Fellesskapet (klimakvotedirektivet).

Utslippskvoter har ikke tidligere vært å anse som finansielt instrument i seg selv. Under MiFID I har utslippskvoter vært omfattet av C10, det vil si som mulig underliggende til derivater, men ikke som varederivat. Derivater med utslippskvoter som underliggende, har i forbindelse med endringene blitt flyttet fra C10 til C4. Derivater med utslippskvoter som underliggende, er dermed ikke å anse som varederivater etter MiFID II heller.

4.2.4 Utvalgets vurderinger

Den nærmere avgrensningen av hva som omfattes av begrepet finansielle instrumenter, er sentralt for virkeområdet for MiFID II. Finansielle instrumenter omfatter som tidligere omsettelige verdipapirer, pengemarkedsinstrumenter, verdipapirfondsandeler og derivater.

Varederivater er definert i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (30) og dekker to hovedtyper finansielle instrumenter:

i) finansielle instrumenter som nevnt i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (44) bokstav c som er knyttet til varer eller andre underliggende nevnt i C10 (verdipapiriserte varederivater), og
ii) finansielle instrumenter som nevnt i C5, C6, C7 og C10.

Overordnet omfatter definisjonen av varederivater for det første verdipapiriserte derivater som nevnt i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (44) bokstav c) dersom de har en vare eller annet som nevnt i C10 som underliggende. Som beskrevet tidligere, er dette ikke ordinære derivatkontrakter, men omsettelige verdipapirer som har et derivatelement eller som er strukturert slik at verdien på instrumentet er knyttet til en underliggende. Dette var ikke klart i MiFID I, men innebærer at verdipapiriserte derivater generelt anses som «non-equities» med hensyn til for eksempel transparensreglene. Enkelte av disse igjen vil anses som varederivater, og vil dermed som utgangspunkt underlegges særreguleringen knyttet til denne typen instrumenter.

For det andre er alle derivater som har varer som underliggende og som *må* gjøres opp finansielt, eller *kan* gjøres opp finansielt dersom en av partene velger det, å anse som varederivater. Finansielle varederivater omfattes altså uavhengig av hvor eller hvordan de handles.

For det tredje omfatter definisjonen derivater som kan gjøres opp fysisk og som handles på regulert marked, MHF og OHF. Unntatt fra dette er gass- og kraftderivater som handles på OHF som må gjøres opp fysisk, ettersom disse er regulert i REMIT (se nedenfor).

Videre omfattes alle andre derivater med varer som underliggende som kan gjøres opp fysisk, som handles på eller er underlagt regelverket til tilsvarende handelsplasser i tredjeland, eller som tilsvarer slike kontrakter med hensyn til pris, volum, leveringsdato og andre vilkår.

Utenfor definisjonen faller spotkontrakter og kontrakter som systemoperatører f.eks. innen kraft og gass inngår for å balansere systemet. Selv om det ikke følger direkte av MiFID II eller forordningen, må det videre antas at kraft- og gassderivater som *må* gjøres opp fysisk og som handles OTC, vil falle utenfor fordi de ikke anses å oppfylle vilkåret om å ha egenskaper som andre finansielle derivater. I den grad kraft- og gassderivater som *må* gjøres opp fysisk, handles på regulert

marked eller MHF må det derimot legges til grunn at de omfattes av definisjonen av finansielle instrumenter.

Definisjonen av varederivater omfatter etter de nye reglene også derivater med enkelte andre underliggende enn det man tradisjonelt har ansett som varer. Dette gjelder for det første alle finansielle derivater som relaterer seg til klimavariasjoner, fraktrater eller inflasjonsrate eller andre offisielle økonomiske statistikker. For det andre omfattes også andre derivatkontrakter som gjelder andre eiendeler, rettigheter, forpliktelser, og andre indekser og mål og som har egenskaper som andre finansielle derivater, enten fordi de gjøres opp finansielt, fordi de handles på regulert marked, MHF eller OHF, eller fordi de handles på tilsvarende handelsplasser i tredjeland.

Definisjonen av varederivater er basert på gjeldende definisjon, men med noen endringer. Enkelte av endringene er naturlige følger av andre endringer i regelverket. Dette gjelder endringen om å ta inn organisert handelsfasilitet som en type markedsplass som varederivater kan handles på i C6 og C10. Endringen i C7 og C10 om sletting av plikt til clearing og marginkrav kommer som følge av at dette nå er regulert av EMIR, og dermed ikke lenger er naturlig å ta inn i definisjonen av finansielle instrumenter.

Unntaket for energiprodukter som handles engros («wholesale energy products») i C6, innebærer at disse kontraktene ikke reguleres av MiFID II, EMIR eller av CRD IV dersom de *må* ha fysisk oppgjør og handles på OHF. Unntaket omfatter ikke energiprodukter som handles engros og som omsettes på MHF, selv om de *må* ha fysisk oppgjør.

MiFID II viser til REMIT når det gjelder innholdet i begrepet «wholesale energy products». Etter REMIT artikkel 2 nr. 4 omfattes alle derivatkontrakter med gass eller kraft som underliggende, uavhengig av hvor og hvordan disse kontraktene handles, i tillegg til spotkontrakter i dette markedet.

Utvalget viser til at enkelte derivatkontrakter med gass og kraft som underliggende, kan være omfattet av både REMIT og MiFID II. REMIT er en forordning som regulerer markedsadferden i engrosmarkedet for gass og kraft. For å hindre dobbeltregulering, er enkelte av derivatkontraktene som er omfattet av REMIT, tatt ut av definisjonen av finansielle instrumenter som nevnt. Samtidig er det fastsatt i REMIT at forordningens bestemmelser om innsidehandel og markedsmanipulasjon i artikkel 3 og 5 ikke gjelder for de energiproduktene som er å anse som finansielle instrumenter. Disse kontraktene vil reguleres av MAR. Utvalget bemerker at definisjonene av spotkontrakter og derivatkontrakter som anses som finansielle instrumenter, blir avgjørende for hvilket regelsett som gjelder. Det er derfor viktig at disse definisjonene er klare og ikke skaper rom for tvil med hensyn til tolkning.

REMIT vil for øvrig pålegge aktørene i kraftmarkedet rapporteringsforpliktelser for transaksjoner i energiprodukter og en generell registreringsplikt. Disse forpliktelsene vil gjelde også for engroshandlede energikontrakter som anses som finansielle instrumenter. Forpliktelsene følger i hovedsak av REMIT, og utvalget går derfor ikke nærmere inn på de konkrete kravene her. Gjennomføringen av MiFID II, MAR og REMIT i Norge vil for øvrig kreve samarbeid mellom tilsynsmyndighetene innenfor det fysiske og det finansielle markedet for kraft og gass.

Derivatene som er omfattet av C10, har ikke vært ansett som varederivater under MiFID I. Med MiFID II vil disse derivatene anses som varederivater, og dermed bli omfattet av det nye regelverket knyttet til disse instrumentene, se omtale i kapittel 4.3 og 4.4.

Utslippskvoter har tidligere vært underliggende til derivater etter C10. Med MiFID II er derivater med utslippskvoter som underliggende omklassifisert til C4, og er ikke å anse som varederivater. Dette medfører at disse instrumentene ikke er omfattet av det nye regimet for posisjonsgrenser i MiFID II artikkel 57, som er omtalt i kapittel 4.4.2 nedenfor, men vil være omfattet av kravene til rapportering av posisjoner etter artikkel 58, se kapittel 4.4.3 nedenfor.

Annenhåndsmarkedet for spotkontrakter for utslippskvoter har vært preget av en praksis som kan underminere tilliten til klimakvotemarkedet. For å bidra til å styrke integriteten og et velfungerende marked for slike instrumenter, herunder innføre overvåkning av handelsaktiviteten, klassifiseres disse instrumentene som finansielle instrumenter etter MiFID II, se vedlegg 1 del C nr. 11. Dette betyr blant annet at handel med utslippskvoter fremover vil være underlagt kravene til tillatelse dersom det ytes investeringstjenester i tilknytning til slik handel, de vil underlegges rapporteringskrav, herunder rapporteringskrav under posisjonsregimet og være omfattet av markedsmisbruksforordningen. Det gjelder enkelte unntak fra kravet om konsesjon for denne typen virksomhet, omhandlet i kapittel 4.3. nedenfor.

Definisjonen av finansielle instrumenter fremkommer samlet i gjeldende § 2-2, men er strukturmessig svært ulik definisjonen i MiFID I. Utvalget

foreslår å videreføre en samlet regulering av definisjonen, men foreslår å utforme bestemmelsen i tråd med vedlegg 1 del C til MiFID II. Nivå 2-reguleringen foreslås tatt inn ved inkorporasjon ved forskrift. Utvalget viser til vurderingene som fremkommer i punkt 1.3.2.2 om gjennomføring av direktivet og forordningen i norsk regelverk. Det vises til utkast til verdipapirhandellov § 2-2.

4.3 Endringer i unntakene fra krav om tillatelse til å yte investeringstjenester

4.3.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 6 til 9 unntar foretak som driver med egenhandel i varederivater og foretak som yter investeringstjenester knyttet til varederivater, fra konsesjonsplikt på nærmere bestemte vilkår. Bestemmelsene gjennomfører MiFID I artikkel 2 nr. 1 bokstav i), k) og l), og er ment å unnta en rekke aktører i blant annet kraftderivatmarkedet og andre varederivatmarkeder fra kravet om tillatelse som verdipapirforetak.

Verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 6 gjør unntak fra konsesjonsplikten for foretak som handler for egen regning i finansielle instrumenter eller som yter investeringstjenester knyttet til varederivater eller derivatkontrakter som nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5, det vil si såkalte eksotiske derivatkontrakter, til kundene i hovedvirksomheten. Unntaket forutsetter at denne virksomheten er en tilknyttet aktivitet til hovedvirksomheten vurdert på konsernbasis, og at denne hovedvirksomheten ikke er ytelse av investeringstjenester eller banktjenester. Unntaket gjennomfører MiFID I artikkel 2 nr. 1 bokstav i). Formålet med unntaket er blant annet at kraftselskapene fortsatt skal ha anledning til å tilby investeringstjenester til kunder av hovedvirksomheten i det finansielle kraftmarkedet uten å måtte ha tillatelse som verdipapirforetak. Typisk vil unntaket komme til anvendelse for konsern der hovedvirksomheten er kraftproduksjon. Hvis selskapet tilbyr sikringsinstrumenter i form av derivatkontrakter til kundene av hovedvirksomheten, vil dette være unntatt konsesjonsplikt. Unntaket gjelder både handel på markedsplass og OTC-handler, og gjelder alle typer investeringstjenester. Handel for egen regning i form av prisstilling (market making) faller inn under unntaket dersom øvrige kriterier er oppfylt. Det samme gjelder handel for egen regning ved utførelse av kundeordre.

Unntaket har reist tolkningstvil knyttet til uttrykket «tilknyttet aktivitet til hovedvirksomheten vurdert på konsernbasis» («ancillary activity to the main business, when considered on a group basis»), både etter norsk rett og i EU. Det er ikke gitt utfyllende rettsakter på dette området, selv om Kommisjonen har hatt hjemmel til å fastsette slike bestemmelser.

Verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 7 fastsetter unntak for foretak som har som hovedvirksomhet å handle for egen regning med varer eller varederivater, forutsatt at foretaket ikke er del av konsern som har ytelse av andre investeringstjenester eller banktjenester som sin hovedvirksomhet. Dette unntaket gjennomfører MiFID I artikkel 2 nr. 1 bokstav k). Eksempler på virksomhet som er omfattet av unntaket, er kraftselskaper som har produksjon, overføring eller salg av kraft som sin hovedvirksomhet. Dersom foretaket også handler for egen regning i det finansielle kraftmarkedet, kan det for eksempel yte investeringstjeneste som prisstiller uten tillatelse.

Unntakene i verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 6 og 7 er ment å omfatte produsenter og leverandører/forbrukere av varer som for eksempel kraft som nevnt over. Unntaket er begrunnet i at foretakene ikke utgjør noen vesentlig trussel mot finansiell stabilitet og heller ikke yter tjenester til investorer.

Verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 8 gjør unntak for foretak som yter investeringstjenester utelukkende ved å handle for egen regning i derivatmarkedet og i spotmarkedet. Vilkåret er at foretakets eneste formål er å ta posisjoner for egen regning i derivatmarkedet, og at oppgjørsmedlemmer eller sentral motpart fra de samme markedene trer inn som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelsen av kontraktene. Unntaket gjennomfører første del av MiFID I artikkel 2 nr. 1 bokstav l).

Den resterende delen av MiFID I artikkel 2 nr. 1 bokstav l) er gjennomført i verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 9. Bestemmelsen gjør unntak fra konsesjonsplikten for foretak som handler for andre medlemmers regning i derivatmarkedet, eller stiller priser for slike medlemmer, forutsatt at kontraktene som inngås eller prisene som stilles, er sikret ved at oppgjørsmedlemmer eller sentral motpart fra de samme markedene trer inn som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelsen av kontraktene eller prisene. Unntaket gjelder alle typer derivater. Ettersom unntaket omfatter handler for andres regning, omfatter unntaket både ordreformidling og aktiv forvaltning. Det er lagt til grunn i praksis at OTC-hand-

ler som meldes inn til clearing av meglere vil omfattes av unntaket dersom øvrige kriterier er oppfylt og kontraktene har samme type standardisering som de kontraktene som handles over markedsplassen. Med «medlemmer» i denne bestemmelsen menes både medlemmer på selve markedsplassen og aktører som er godkjent som clearingmedlem av sentral motpart.

Unntakene fra konsesjonsplikten i verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 8 og 9 er begrunnet i at foretakene som driver slik virksomhet er profesjonelle aktører.

4.3.2 Forventet EØS-rett

Hvilke tjenester som er definert som investeringstjenester, og dermed underlagt konsesjonsplikt etter MiFID II, fremkommer i vedlegg 1 del A til direktivet. Konsesjonspliktige investeringstjenester er nærmere omtalt i kapittel 2.2. Enkelte aktiviteter og tjenester er imidlertid unntatt fra konsesjonsplikten. Disse fremkommer av MiFID II artikkel 2. Tre av disse unntakene gjelder virksomhet tilknyttet varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende. Disse behandles i dette kapittelet. Øvrige unntak behandles i kapittel 2.6.

Det er gjort betydelige endringer i unntaksbestemmelsene for foretak som handler for egen regning i varederivater, eller som tilbyr andre investeringstjenester knyttet til disse instrumentene i MiFID II. Unntakene i MiFID I artikkel 2 nr. 1 bokstav k) og l) videreføres ikke, men det er kommet til to nye i bokstav e) og n).

Unntakene i MiFID I artikkel 2 nr. 1 bokstav i) er videreført i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j), men unntaksbestemmelsen etter det nye direktivet er ikke identisk med gjeldende regulering. Artikkel 2 nr. 1 bokstav j) unntar fysiske og juridiske personer som driver følgende virksomhet fra konsesjonsplikt:

(i) dealing on own account, including market makers, in commodity derivatives or emission allowances or derivatives thereof, excluding persons who deal on own account when executing client orders; or
(ii) providing investment services, other than dealing on own account, in commodity derivatives or emission allowances or derivatives thereof to the customers or suppliers of their main business;

provided that:

- for each of those cases individually and on an aggregate basis this is an ancillary activity to their main business, when considered on a group basis, and that main business is not the provision of investment services within the meaning of this Directive or banking activities under Directive 2013/36/EU, or acting as a market-maker in relation to commodity derivatives,
- those persons do not apply a high-frequency algorithmic trading technic; and
- those persons notify annually the relevant competent authority that they make use of this exemption and upon request report to the competent authority the basis on which they consider that their activity under points (i) and (ii) is ancillary to their main business;

Unntaket er utvidet fra kun å gjelde varederivater, til også å omfatte virksomhet knyttet til utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende.

Det er to typer aktiviteter som unntas fra konsesjonsplikt etter bestemmelsen. For det første er omsetning av varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende for egen regning unntatt, herunder prisstillervirksomhet. Unntaket gjelder likevel ikke dersom egenhandelen skjer i forbindelse med utførelse av kundeordre. Foretak som handler for egen regning når de utfører kundeordre i nevnte instrumenter, vil altså måtte ha tillatelse til å yte investeringstjenester for denne typen virksomhet.

For det andre er ytelse av andre investeringstjenester enn egenhandel i tilknytning til varederivater, utslippskvoter og derivater av utslippskvoter unntatt hvis tjenesten ytes til kunder eller leverandører av foretakets hovedvirksomhet.

Forutsetningen for begge unntakene er at omfanget av egenhandelen (etter punkt i) i artikkel 2 nr. 1 bokstav j)) og ytelsen av andre investeringstjenester til kunder i hovedvirksomheten (etter punkt (ii) i artikkel 2 nr. 1 bokstav j)) i konsernet, både samlet og hver for seg, er en tilknyttet virksomhet («ancillary activity») til hovedvirksomheten. Hovedvirksomheten og den tilknyttede aktiviteten må dermed vurderes opp mot hverandre. Hovedvirksomheten kan ikke være investeringstjenestevirksomhet eller bankvirksomhet, eller prisstillervirksomhet i forbindelse med varederivater. I tillegg er det en forutsetning at det ikke benyttes algoritmebasert høyfrekvenshandel. Det må årlig meldes til tilsynsmyndigheten dersom unntaket benyttes.

I MiFID II artikkel 2 nr. 4 er det gitt hjemmel til å fastsette utfyllende regler på nivå 2 i form av regulatoriske tekniske standarder om hvilke krite-

rier som skal legges til grunn ved vurderingen av hva som skal anses som tilknyttet virksomhet. Hjemmelen gir enkelte hovedprinsipper som skal hensyntas ved utforming av nivå 2-reguleringen.

Kriteriene på nivå 2 skal for det første bygge på at virksomheten knyttet til varederivater må utgjøre en mindre andel av virksomheten på konsernnivå, jf. artikkel 2 nr. 4 annet ledd bokstav a). ESMA er gitt myndighet til å bruke anvendt kapital («capital employed») som et relevant mål ved sammenligningen av varederivatvirksomheten holdt opp mot konsernets totale virksomhet, jf. artikkel 2 nr. 4 tredje ledd. Videre skal det gjøres en sammenligning av konsernets samlede handelsvirksomhet i den aktuelle aktivaklassen og den samlede handelsvirksomheten på markedet i aktivaklassen, jf. artikkel 2 nr. 4 annet ledd bokstav b). Aktivaklasse i denne sammenheng knytter seg til underliggende vare, som for eksempel metaller, olje, kull, gass, kraft og andre varer, herunder frakt og varer omfattet av C10.

Ved vurderingen av omfanget av hva som anses som tilknyttet virksomhet, skal visse transaksjoner unntas fra beregningene, nemlig nærmere bestemte konserninterne transaksjoner, risikoreduserende transaksjoner og visse transaksjoner i derivater og transaksjoner i varederivater og utslippstillatelser som inngås som følge av nærmere bestemte forpliktelser til å tilby likviditet (omtalt samlet som «privileged trancations»). Disse unntatte transaksjonene er nærmere presisert i artikkel 2 nr. 4 femte ledd.

Vurderingen av hvilke transaksjoner som kan unntas fra beregningen i artikkel 2 nr. 4 femte ledd, skal vurderes på konsernbasis, jf. artikkel 2 nr. 4 fjerde ledd. Konsernbegrepet skal etter MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (34) være tilsvarende konsernbegrepet som følger av regnskapsdirektivet (direktiv 34/2013/EU) artikkel 2 nr. 11. Etter denne bestemmelsen skal et konsern omfatte morselskapet og alle datterselskaper, uavhengig av om selskapet er etablert med hovedkontor innenfor eller utenfor EU.

Nærmere regler om hvilke beregninger som skal gjøres ved vurderingen av om kriteriene for tilknyttet virksomhet er oppfylt, er fastsatt i kommisjonsforordning C(2016) 7643[10] (RTS 20). Her fastsettes også terskelverdier for hvor stor konsernets handelsvirksomhet i en aktivaklasse («asset class») kan være sammenlignet med den totale handelen i markedet før foretaket ikke lenger er omfattet av unntaket («markedsandelstesten») og terskelverdier for når varederivatvirksomheten utgjør en mindre andel av virksomheten på konsernnivå («hovedvirksomhetstesten»). Dersom kriteriene i begge «testene» er oppfylt, er foretaket omfattet av unntaket fra konsesjonsplikt i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j).

Den første vurderingen (markedsandeltesten) knytter seg til om konsernet samlet sett er å anse som en relativt sett stor aktør i det europeiske derivatmarkedet for den aktuelle aktivaklasse, det vil si om konsernet har en relativt sett stor markedsandel i det aktuelle derivatmarkedet. Ligger konsernets virksomhet over terskelverdiene som er fastsatt i kommisjonsforordning C(2016) 7643 artikkel 2 nr. 1, anses det som en stor aktør i det aktuelle derivatmarkedet, og det utløses konsesjonsplikt (forutsatt at også øvrige vilkår er oppfylt).

Beregningsmetoden fremkommer av kommisjonsforordning C(2016) 7643 artikkel 2 nr. 2. Etter denne bestemmelsen skal beregningen gjøres ved å ta utgangspunkt i konsernselskapenes totale handel i den aktuelle aktivaklasse. Den totale handelen beregnes ut fra «gross notional value of all contracts within the relevant class» der et av konsernselskapene er part. Med «gross notional value» menes volumet multiplisert med prisen for den aktuelle kontrakten. «Privileged transactions» som nevnt i MiFID II artikkel 2 nr. 4 femte ledd skal trekkes fra. For så vidt gjelder risikoreduserende transaksjoner som nevnt i artikkel 2 nr. 4 femte ledd bokstav b), er disse nærmere utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 7643 artikkel 5. I tillegg skal det gjøres fradrag for transaksjoner som er utført av selskap i konsernet som har tillatelse som verdipapirforetak eller bank.

Den totale handelen i det europeiske derivatmarkedet for den aktuelle aktivaklassen skal beregnes etter kommisjonsforordning C(2016) 7643 artikkel 2 nr. 3. Her skal brutto nominell verdi av alle kontrakter («gross notional value of all contracts») aggregeres. Beregningen skal omfatte kontrakter handlet utenfor handelsplasser der en av partene er tilhørende i en medlemsstat og kontrakter handlet på handelsplass i en medlemsstat.

Ettersom markedene for de ulike derivatklassene er ulike, er det fastsatt ulike terskelverdier for de ulike klassene for hvor stor markedsandel foretaket kan ha uten å bli betegnet som en stor aktør. Terskelverdiene for de ulike aktivaklassene er fastsatt i kommisjonsforordning C(2016) 7643 artikkel 2 nr. 1:

«a) 4 % for derivater med metall som underliggende

[10] Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 1.12.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the criteria to establish when an activity is considered to be ancillary to the main business

b) 3 % for derivater med olje og oljeprodukter som underliggende
c) 10 % for derivater med kull som underliggende
d) 3 % for derivater med gass som underliggende
e) 6 % for derivater med kraft som underliggende
f) 4 % for derivater med landbruksprodukter som underliggende
g) 15 % for derivater med andre varer som underliggende, herunder frakt og varer som omhandlet i del C10 i Vedlegg 1i MiFID II
h) 20 % for utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende.»

For begge beregningene skal brutto nominell verdi denomineres i euro, jf. kommisjonsforordning C(2016) 7643 artikkel 2 nr. 4.

Den andre vurderingen – hovedvirksomhetstesten – knytter seg til om selskapet handler for egen regning eller tilbyr investeringstjenester i varederivater, utslippskvoter eller derivater med utslippskvoter som underliggende av en slik størrelse, sammenlignet med konsernets hovedvirksomhet, at virksomheten ikke kan anses som tilknyttet virksomhet og dermed utløser konsesjonsplikt (forutsatt at øvrige vilkår er oppfylt). Beregningsmåte og terskelverdier er fastsatt i kommisjonsforordning C(2016) 7643 artikkel 3.

Investeringstjenestevirksomheten som nevnt i unntaksbestemmelsen i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j) må anses å være tilknyttet dersom ett av to kriterier i artikkel 3 nr. 1 er oppfylt. Etter artikkel 3 nr. 1 bokstav a) er nevnte virksomhet å anse som tilknyttet dersom den utgjør mindre enn 10 % av den totale handelsvirksomheten i konsernet. Beregningene av henholdsvis omfanget av investeringstjenestevirksomheten og foretakets totale handelsvirksomhet gjøres i henhold til kommisjonsforordningen artikkel 3 nr. 3. Beregningen skal gjøres samlet for alle aktivaklasser som nevnt i artikkel 2 nr. 1. Artikkel 3 nr. 2 fastsetter unntak fra beregningen som skal sørge for at mindre konserner likevel ikke omfattes av konsesjonsplikten i form av en «backstop»-mekanisme.

Alternativt kan «hovedvirksomhetstesten» gjøres ut fra beregning av anvendt kapital etter kommisjonsforordningen artikkel 3 nr. 1 bokstav b). Etter denne bestemmelsen skal investeringstjenestevirksomheten anses som tilknyttet dersom anvendt kapital knyttet til utførelsen av tjenestene utgjør mindre enn 10 % av anvendt kapital benyttet i hovedvirksomheten. Beregningen av anvendt kapital skal gjøres etter henholdsvis artikkel 3 nr. 5 til 7 og artikkel 3 nr. 9.

ESMA legger til grunn at ettersom det er konsernets virksomhet som overstiger terskelverdiene, er det konsernet som sådant som må sørge for å følge terskelverdiene fremover, det vil si at konsernet må etablere et foretak med tillatelse etter MiFID II. Det fremkommer av fortalen til kommisjonsforordningen punkt 13 at beregningene etter forordningen ikke skal omfatte handel som er gjort av konsernselskaper som har tillatelse etter MiFID II.

Foretak som inngår varederivatkontrakter, vil også kunne ha behov for å inngå andre typer derivatkontrakter, som for eksempel valutaderivater eller rentederivater, for å sikre seg mot risiko. Unntakene i MiFID II artikkel 2 vil kunne benyttes i kombinasjon. For eksempel vil unntaket for tilknyttet virksomhet etter artikkel 2 nr. 1 bokstav j) kunnes benyttes sammen med unntaket i artikkel 2 nr. 1 bokstav d), som omfatter handel for egen regning i andre finansielle instrumenter enn varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende, forutsatt at det ikke ytes andre investeringstjenester.

Størrelsen på handelsaktivitetene som nevnt i artikkel 2 og 3, skal fastsettes ut fra årlig gjennomsnitt av handelen de tre siste beregningsperioder (1. januar–31. desember) før beregningstidspunktet, jf. kommisjonsforordning C(2016) 7643 artikkel 4.

Etter MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav e) skal operatører av innretninger med forpliktelser til å følge kvotedirektivet (direktiv 2003/87/EF), og som handler med utslippskvoter være unntatt fra kravet om konsesjon, forutsatt at de ikke utfører kundeordre, ikke yter andre investeringstjenester eller annen investeringsvirksomhet enn å handle for egen regning, og ikke benytter algoritmebasert høyfrekvenshandel.

Det er videre fastsatt et unntak fra konsesjonsplikten ved utøvelse av investeringsvirksomhet og ytelse av investeringstjenester knyttet til varederivater som gjøres i forbindelse med utførelse av oppgaver som operatør av transmisjonssystem (TSO) for kraft og gass i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav n). Unntaket i artikkel 2 nr. 1 bokstav n) viser til fire rettsakter som inngår som en del av EUs tredje energimarkedspakke. Disse rettsaktene er per i dag ikke gjennomført i Norge, men de er ansett som EØS-relevante og skal gjennomføres i norsk rett.

Unntaket knyttet til kraft omfatter aktører definert som «transmission system operator» (systemansvarlig nettselskap) i europaparlaments- og

rådsdirektiv 2009/72/EF (tredje elmarkedsdirektiv) artikkel 2 nr. 4 når disse utfører oppgaver i henhold til direktivet eller Råds- og parlamentsforordning (EF) nr. 714/2009 om betingelser for adgang til nettverket for grensekryssende elektrisitet, eller i henhold til nettregler eller retningslinjer vedtatt i henhold til forordningen. «Transmission» er i elmarkedsdirektivet definert som «transport of electricity on the extra high-voltage and high voltage interconnected system with a view to its delivery to final customers or to distributors», jf. tredje elmarkedsdirektiv artikkel 2 nr. 3.

Videre henviser unntaket i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav n), til aktører som er definert som «transmission system operator» (TSO) for transmisjonssystem for transport av gass. Unntaket viser for det første til definisjonen av en TSO for gass i Europaparlaments- og rådsdirektiv 2009/73/EF av 13. juli 2009 om felles regler for det indre gassmarked («det tredje naturgassdirektivet») og videre til likelydende definisjon av en TSO i forordning (EF) nr. 715/2009 («gasstransmisjonsforordningen»), samt nettkoder vedtatt med hjemmel i denne forordningen.

Unntaket omfatter ikke drift av annenhåndsmarked, herunder plattformer for handel med finansielle overføringsrettigheter på annenhåndsmarkedet.

Frivillige unntak

Etter MiFID II artikkel 3 kan medlemsstatene velge å unnta nærmere bestemte virksomheter fra direktivets anvendelsesområde. Det vises til behandlingen under kapittel 2.6, der det fremkommer at adgangen til å gi unntak strammes inn. For at det kan fastsettes unntak etter denne bestemmelsen, må foretaket være autorisert og regulert på nasjonalt nivå. I artikkel 3 nr. 2 er det presisert hvilke krav som stilles til nasjonal regulering for at unntaket er anvendelig. Her fremkommer det at EØS-landenes egen regulering må stille krav som er minst tilsvarende («at least analogous») til en rekke krav i direktivet. Disse kravene er bl.a. knyttet til bestemmelser i MiFID II om autorisasjon og tilsyn med foretaket, forpliktelser som knytter seg til god forretningsskikk og organisatoriske krav. Videre er det som utgangspunkt et vilkår for unntak etter artikkel 3 nr. 2 at medlemslandene må stille krav om at personer som blir omfattet av et av de fakultative unntakene, må være omfattet av en investorgarantiordning som er anerkjent i overensstemmelse med direktiv 97/9/EF.

Etter MiFID II artikkel 3 nr. 1 bokstav d), kan det fastsettes unntak for foretak som yter investeringstjenester kun i tilknytning til varer, utslippskvoter og derivater av slike, forutsatt at tjenesten kun ytes med sikte å dekke kundens forretningsmessige risikoer, dersom kundene utelukkende er lokale elektrisitetsforetak eller naturgassforetak. Kundene må inneha 100 % av kapitalen eller stemmerettighetene i det tjenesteytende foretaket, utøve felles kontroll, og være unntatt etter MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j) dersom de yter investeringstjenestene selv.

Tilsvarende frivillige unntak kan fastsettes for ytelse av investeringstjenester knyttet til utslippskvoter og derivater av disse som er underlagt kvotedirektivet (direktiv 2003/87/EF), jf. MiFID II artikkel 3 nr. 1 bokstav e). Etter bestemmelsen kan foretak som utelukkende yter investeringstjenester i tilknytning til utslippskvoter og derivater av slike, unntas etter nasjonal rett dersom investeringstjenestene kun ytes med sikte på å dekke kundenes forretningsmessige risikoer, og dersom kundene utelukkende er driftsansvarlige som definert i direktiv 2003/87 artikkel 3 bokstav f). Unntak forutsetter at kundene sammen innehar 100 % av kapitalen eller stemmerettighetene i foretaket som yter investeringstjenestene, og utøver felles kontroll over foretaket. Det kreves videre at kundene selv ville vært unntatt etter MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j) dersom de selv yter disse investeringstjenestene.

4.3.3 Utvalgets vurderinger

Et av formålene med MiFID II har vært å få bedre kontroll med varederivatmarkedet ved at deltakerne i dette markedet skal være omfattet av egnet regulering og tilsyn. Et virkemiddel er å stramme inn unntaksbestemmelsene fra konsesjonsplikt slik at færre foretak kan benytte disse. Endringene som gjøres i unntakene fra kravet om tillatelse for investeringstjenester som ytes i forbindelse med varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende, har potensielt stor betydning for foretak som driver denne typen virksomhet. Dette kan særlig være aktuelt for aktører innenfor kraft, men også andre aktører vil måtte vurdere hvorvidt de tilfredsstiller kravene for unntak etter det nye regelverket.

MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j) viderefører MiFID I artikkel 2 nr. 1 bokstav i), men unntaket er vesentlig endret. Endringene innebærer dels at handel for egen regning ved utførelse av kundeordre ikke lenger er omfattet av unntaket, og dels at det innføres regulering på nivå 2 som fastsetter beregninger og terskelverdier for tilknyttet virk-

somhet. Dette kan medføre at en del foretak ikke lenger vil være omfattet av unntaket.

Tjenester som er omfattet av unntaket, er for det første handel for egen regning, herunder prisstillervirksomhet, i varederivater, utslippskvoter og derivater med slike som underliggende, forutsatt at denne virksomheten er å anse som tilknyttet virksomhet til hovedvirksomheten vurdert på konsernbasis, se bokstav j) punkt (i). Foretak som handler for egen regning når de utfører kundeordre, er imidlertid tatt ut av unntaksbestemmelsen. Foretak som handler for egen regning når de utfører kundeordre, trenger følgelig tillatelse som verdipapirforetak. Dette er i tråd med uttalelsen i fortalen til MiFID II punkt 23, der det uttales at personer som handler for egen regning når de utfører kundeordre, ikke bør være omfattet av noe unntak fra direktivet.

Utvalget antar at reglene om at handel for egen regning ved utførelse av kundeordre ikke skal være omfattet av noen av unntakene fra konsesjonsplikt, er begrunnet i den særlige risikoen slik virksomhet innebærer. Konsesjonsplikten vil gjøre at det stilles krav til foretakene som bidrar til å gjøre disse bedre rustet til å håndtere den risikoen som ligger i virksomheten, og egenhandelen og ivaretakelsen av kunder er gjenstand for tilsynsmessig oppfølging.

Handel for egen regning ved utførelse av kundeordre omfatter også prinsipalmatchingshandel, som er en form for egenhandel, i henhold til fortalen til MiFID II punkt 24. Videre fremkommer det av fortalen punkt 25 at utførelse av ordre som gjelder finansielle instrumenter som en tilleggstjeneste mellom personer som ikke har investeringstjenestevirksomhet eller bankvirksomhet som sin hovedvirksomhet, ikke er å anse som handel for egen regning ved utførelse av kundeordre. Utvalget forstår dette slik at dette dreier seg om ordinær bilateral handel direkte mellom to parter, og at slik egenhandel ikke anses å innebære utførelse av kundeordre.

Den andre typen aktivitet som er unntatt etter MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j) er andre investeringstjenester enn handel for egen regning som ytes i tilknytning til varederivater, utslippskvoter, eller derivater av slike, til kundene eller leverandørene i sin hovedvirksomhet.

Felles for disse unntakene er at egenhandelen og ytelsen av andre investeringstjenester må være en tilknyttet aktivitet til hovedvirksomheten, og at hovedvirksomheten ikke kan være investeringstjenestevirksomhet, bankvirksomhet eller prisstillervirksomhet i forbindelse med varederivater. Det er også en forutsetning at det ikke anvendes algoritmebasert høyfrekvenshandel. Bruken av unntaket må meldes til tilsynsmyndigheten, og foretaket må på anmodning oppgi grunnlaget for at virksomheten er omfattet av unntakene i bestemmelsen.

Kriterier for hvilken virksomhet som skal anses som tilknyttet virksomhet i relasjon til artikkel 2 nr. 1 bokstav j), er fastsatt i utfyllende regler på nivå 2, se kommisjonsforordning C(2016) 7643. Fastsatte terskelverdier og beregningsmåter vil være avgjørende for hvilke foretak som etter innføringen av MiFID II må ha konsesjon. Det kan imidlertid ikke utelukkes at en del foretak tilpasser sin virksomhet til det nye regelverket. Utvalget antar derfor at det er uklart hvor mange foretak som vil omfattes av konsesjonsplikten når MiFID II gjennomføres i norsk rett.

Foretak som inngår varederivatkontrakter vil også kunne ha behov for å inngå andre typer derivatkontrakter, som for eksempel valutaderivater eller rentederivater, for å sikre seg mot risiko. Unntakene i MiFID II artikkel 2 vil kunne benyttes i kombinasjon. For eksempel vil unntaket for tilknyttet virksomhet etter artikkel 2 nr. 1 bokstav j) kunne benyttes sammen med unntaket i artikkel 2 nr. 1 bokstav d), som omfatter handel for egen regning i *andre finansielle instrumenter* enn varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende, forutsatt at det ikke ytes andre investeringstjenester. Som nevnt over, er unntaket ikke tilgjengelig for foretak som driver egenhandel når de utfører kundeordre. Dette må også omfatte prinsipalmatchingshandel. Det vises til fortalen punkt 22.

Unntaket i artikkel 2 nr. 1 bokstav e) gjelder energiintensive installasjoner som fabrikker og kraftprodusenter som handler med utslippskvoter i tilknytning til overholdelse av sine forpliktelser etter kvotedirektivet. Kvotedirektivet er gjennomført i klimakvoteloven[11]. Utvalget bemerker at unntaket ikke omfatter handel med derivater med utslippskvoter som underliggende eller andre varederivater, og at det er en forutsetning for unntaket at foretaket kun handler for egen regning. Dersom foretaket utfører kundeordre, utøver annen investeringsvirksomhet eller tilbyr andre investeringstjenester, eller benytter algoritmebasert høyfrekvenshandel, kan ikke unntaket benyttes.

Foretak som er unntatt fra kravet om konsesjonsplikt etter MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav e) og d), og som er medlemmer eller deltakere på re-

[11] Lov 17. desember 2004 om kvoteplikt og handel med kvoter for utslipp av klimagasser

gulert marked eller MHF, er likevel underlagt kravene i artikkel 17 nr. 1 til 6. Det vil si at de er underlagt kravene som stilles til virksomheter som benytter algoritmebasert handel, herunder høyfrekvenshandel, og kravene som gjelder virksomhet knyttet til direkte elektronisk tilgang jf. MiFID II artikkel 1 nr. 5. Videre vil alle foretak som er unntatt fra konsesjonsplikt etter artikkel 2, være omfattet av posisjonsregimet i MiFID II artikkel 57 og 58, jf. artikkel 1 nr. 6.

Olje- og energidepartementet (OED) har i Prop. 35 L (2015–2016) lagt til grunn at transmisjon i Norge i all hovedsak omfatter overføring av kraft på sentralnettsnivå. Unntaket i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav n) omfatter også enhver person som opptrer som tjenesteyter på vegne av systemansvarlig nettselskap ved utførelse av oppgaver i henhold til de ovennevnte rettsaktene. Utvalget viser til Commission Regulation (EU) 2016/1719 establishing a guideline on forward capacity allocation (FCA GL) som er gitt i medhold av kommisjonsforordning 714/2009. Denne innfører krav til TSO (trasmission system operator) om å utstede langsiktige transmisjonsrettigheter (LTRer) på tvers av budområdegrensene, med mindre det finnes effektive prissikringsinstrumenter i markedet. LTR er definert som en fysisk transmisjonsrettighet eller en finansiell transmisjonsrettighet (FTR)-opsjon eller FTR-obligasjon.

I de områdene LTRer ikke allerede utstedes, skal regulatorene på hver side av budområdegrensene fatte vedtak om enten innføring av LTRer eller unntak fra LTRer. Regulatorene kan fatte vedtak om unntak fra LTRer dersom det eksisterende finansielle markedet (med relevante produkter for prissikring) gir markedsaktørene en tilfredsstillende prissikring i de aktuelle områdene og passerer evalueringskriteriene som er definert i FCA GL. Dette vil kunne være de eksisterende EPADs på Nasdaq Oslo. Dersom regulator identifiserer budområder hvor prissikringsmulighetene *ikke* er tilfredsstillende, må TSOen gjøre tiltak for å bedre situasjonen. De kan da enten innføre LTRer eller innføre andre tiltak som støtter oppunder det eksisterende markedet, for eksempel tiltak som bedrer likviditeten i finansielle områdepriskontrakter. Regulator skal godkjenne eventuelle tiltak. Det er ulike regler for handel med ulike typer LTRer.

Unntaket i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav n) innebærer at TSOen er unntatt fra direktivet når TSOen for å oppfylle sine forpliktelser tilbyr finansielle transmisjonsrettigheter eller andre finansielle instrument ved auksjon, herunder via plattform. Dersom TSOen setter ut denne oppgaven til en tredjepart, vil også en slik tredjepart være unntatt. Unntak gjelder ikke ved annenhånds omsetning av de finansielle overføringsrettighetene eller andre finansielle instrument tilbudt av TSOen.

Pr i dag driver ikke Statnett som TSO hverken i første- eller annenhåndsmarkedet for handel med finansielle overføringsrettigheter eller andre finansielle instrument. Det vil kun være krav til at Statnett skal tilby overføringsrettigheter eller andre instrument for prissikring ved handel på tvers av budområder dersom det ikke finnes tilfredsstillende prissikringsinstrumenter i markedet. Reguleringen trådte i kraft i EU 17. oktober 2016. Analysen av de eksisterende markedene og beslutningen om innføring av eller unntak fra LTRer må skje innen seks måneder etter ikrafttredelse, dvs innen utgangen av april 2017. For Norges del vil ikke FCA GL tre i kraft før den er innlemmet i EØS-avtalen, etter at EUs tredje energimarkedspakke er tatt inn. Det er derfor for tidlig å si noe om betydningen av bestemmelsen for norske forhold. De nordiske regulatorene har startet et arbeid for å enes om en koordinert metode for evaluering av det nordiske finansielle markedet og prissikringsmulighetene i de nordiske budområdene. Det vil også være et tett nordisk samarbeid knyttet til beslutningene på de ulike budområdegrensene i Norden, og ved en eventuell innføring av tiltak for å bedre prissikringsmulighetene i enkelte budområder hvor et slikt behov har blitt identifisert.

Når det gjelder gass, sendte OED et forslag til endring av naturgassloven på høring den 5. desember 2014 som ledd i gjennomføring av tredje energimarkedspakke for gass. OED la til grunn i høringsnotatet at det ikke finnes infrastruktur som faller inn under definisjonen av transmisjon i det tredje naturgassdirektivet eller gasstransmisjonsforordningen. Dermed vil det heller ikke bli behov for å utpeke en TSO for gass i Norge. Slik situasjonen er i dag, vil unntaket for TSOer for gass i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav n) antakelig ikke ha noen praktisk betydning på det norske gassområdet.

Utvalget foreslår å gjennomføre unntaksbestemmelsene i utkast til ny verdipapirhandellov § 9-3 annet ledd nr. 7, 8 og 9.

Det er ingen autorisasjon eller regulering etter verken energiloven med tilhørende forskrifter eller naturgassloven med tilhørende forskrifter som stiller krav som er tilsvarende de forpliktelsene som artikkel 3 nr. 2 stiller krav om for at unntaket i MiFID II artikkel 3 nr. 1 bokstav d) skal være anvendelig. Utvalget foreslår derfor at det frivillige

unntaket i MiFID II artikkel 3 nr. 1 bokstav d) ikke benyttes.

Utvalget viser videre til at det ikke er noen autorisasjon eller regulering i klimakvoteloven med tilhørende forskrifter som stiller krav som er tilsvarende de kravene som stilles etter MiFID II artikkel 3 nr. 2 for at det frivillige unntaket i artikkel 3 nr. 1 bokstav e) skal kunne anvendes. Utvalget foreslår derfor at unntaket ikke benyttes.

4.4 Posisjonsregimet for varederivater

4.4.1 Innledning

Som nevnt tidligere i dette kapittelet, viste finanskrisen i 2008 at markedet for varederivater ikke var underlagt tilstrekkelig regulering. MiFID II adresserer dette ved å regulere denne sektoren i langt større grad enn MiFID I. Reguleringen som innføres med MiFID II reflekterer imidlertid også bekymringen blant annet fra G20-landene knyttet til den potensielt destabiliserende effekten handelen i varederivater kan ha på råvareprisene[12]. Som svar på dette, innfører MiFID II blant annet et nytt regime som setter grenser for hvor store posisjoner som kan holdes i varederivater og fastsetter krav til oppfølging og overvåkning av posisjonene.

Reguleringen av posisjonsregimet retter seg mot både handelsplasser og mot fysiske og juridiske personer som handler i varederivater, uavhengig av om de er unntatt fra konsesjonsplikt eller ikke, jf. MiFID II artikkel 1 nr. 6 (konsesjonsplikten er omhandlet i kapittel 4.3). Reglene gjelder varederivater generelt, og er derfor utformet bredt for å ta hensyn til ulike særegenheter ved de ulike varederivatmarkedene. Kravene om rapportering av posisjoner omfatter imidlertid også utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende, og favner dermed enda bredere enn reglene om posisjonsgrenser.

Det nye regelverket er komplett i den forstand at det omfatter regler om fastsettelse av grenser for hvor store posisjoner som kan innehas i varederivater, regler om når fastsatte grenser skal vurderes på nytt og tilsynsmyndighetens håndheving av grensene, herunder hjemler til å be om informasjon og til å fatte vedtak om å redusere posisjoner og/eller begrense adgangen til å inngå nye kontrakter. Det er videre fastsatt krav om kontrollmekanismer på markedsplassene for overvåkning av aktørenes posisjoner og regler for rapportering av posisjonene til tilsynsmyndigheten. I tillegg gis det hjemler for ESMA, til å be om relevant informasjon og fatte vedtak om å redusere posisjonene eller begrense adgangen til å gå inn i nye posisjoner. De ulike delene av reguleringen knyttet til posisjonsregimet gjennomgås nedenfor.

[12] G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit September 24–25, 2009, avsnitt 12

4.4.2 Posisjonsgrenser – fastsettelse og anvendelse

4.4.2.1 Gjeldende rett

Det er ikke bestemmelser om grenser for hvor store posisjoner som kan holdes i varederivater eller hjemler til å kreve at personer som innehar slike posisjoner reduserer disse i gjeldende regelverk, verken på EU-nivå eller nasjonalt.

4.4.2.2 Forventet EØS-rett

Etter MiFID II artikkel 57 skal nasjonale tilsynsmyndigheter etablere grenser for hvor store posisjoner som kan holdes i varederivater til enhver tid for derivatkontrakter som handles på handelsplasser under deres tilsyn og økonomisk likeverdige OTC-kontrakter. Innføringen av posisjonsgrenser skal etter artikkel 57 nr. 1 bokstav a) og b) forhindre markedsmisbruk og motvirke spekulasjoner som kan medføre uønskede svingninger i råvareprisene. Generelt skal grensene som fastsettes og kontrollene av disse, være transparente og ikke-diskriminerende, jf. artikkel 57 nr. 9. Bestemmelsen fastsetter også at det skal angis hvordan grensene og kontrollmekanismene anvendes, og at det skal tas hensyn til markedsdeltakernes art og sammensetning og hvordan disse bruker kontraktene som er tatt opp til handel.

Posisjonsgrensene omfatter varederivater som handles på handelsplasser og økonomisk likeverdige derivatkontrakter som handles OTC. Grensene som fastsettes skal gjelde nettoposisjoner og omfatte alle som har posisjoner i varederivater, det vil si både foretak og enkeltpersoner, uavhengig av eventuell konsesjonsplikt. Grensene skal fastsettes både for den enkelte person eller foretak og på aggregert nivå for konserner, jf. artikkel 57 nr. 1.

Posisjoner som holdes av eller på vegne av ikke-finansielle foretak, og som på en objektivt målbar måte reduserer risikoen som er knyttet direkte til foretakets forretningsvirksomhet (risikoreduserende posisjoner), er ikke underlagt posisjonsgrenser, jf. MiFID II artikkel 57 nr. 1 siste ledd. Hvilke foretak som er «ikke-finansielle» i denne sammenheng fremkommer i kommisjonsforordning C(2016) 4362[13] (RTS 21) artikkel 2 og

omfatter foretak som ikke har tillatelse som verdipapirforetak, bank, forsikringsselskaper og pensjonskasser, fondsforvaltningsselskap, sentrale motparter og verdipapirregistre. Foretakene må sende søknad til tilsynsmyndigheten som har fastsatt posisjonsgrensen for den aktuelle derivatkontrakt før unntaket kan benyttes. Dette følger indirekte av artikkel 57 nr. 12 bokstav f), som fastsetter at det skal gis utfyllende regler om prosedyrene for slike søknader. Nærmere krav til søknaden og behandlingen av denne er fastsatt i kommisjonsforordning C(2016) 4362 artikkel 8. Hvilke posisjoner som kan identifiseres å redusere risikoen på en objektivt målbar måte, er nærmere utdypet kommisjonsforordningen artikkel 7.

Grensene skal fastsettes som klare kvantitative grenser for maksimale posisjoner som kan tas, jf. artikkel 57 nr. 2. Grensen fastsettes som et prosenttall av henholdsvis tilgjengelig mengde av den underliggende vare (for spot måneden) og åpen balanse («open interest») (øvrige måneder) og spesifiseres i antall lots. For eksempel er 1 lot 1000 kg for sjømat som handles på Fish Pool ASA eller 1000 Elsertifikater MWh dersom det handles i el-sertifikater på Nasdaq.

Det skal fastsettes posisjonsgrenser for den enkelte kontrakt i varederivater som handles på handelsplasser og økonomisk likeverdige OTC-kontrakter, jf. artikkel 57 nr. 4. Grensene skal fastsettes i samsvar med beregningsmetoder fastsatt etter artikkel 57 nr. 3. Etter artikkel 57 nr. 3 skal det fastsettes nærmere regler for hvordan posisjonsgrensene skal fastsettes på nivå 2. Det skal fastsettes grenser for både spotmåneden og øvrige måneder for varederivater med fysisk og finansielt oppgjør basert på karakteristikkene til de relevante varederivater. Hvilke faktorer nivå 2-reglene skal ta i betraktning ved fastsettelse av beregningsmetode, fremkommer av artikkel 57 nr. 3 bokstav a) til g). Disse faktorene er kontraktenes løpetid, tilgjengelig mengde av den underliggende varen, den samlede åpne balansen («open interest») i den spesifikke kontrakten og i andre finansielle instrumenter med samme underliggende vare, volatiliteten i det aktuelle markedet, herunder for erstatningsderivater og de underliggende fysiske markedene, antall markedsdeltakere og deres størrelse og utviklingen av nye kontrakter.

Det er fastsatt nærmere bestemmelser om beregning og anvendelse av posisjonsgrenser i kommisjonsforordning C(2016) 4362. Her defineres blant annet begrepene «spotmånedskontrakter», «øvrige måneders kontrakter», «tilgjengelig mengde av den underliggende varen» og « åpen balanse («open interest»), og det fastsettes detaljerte regler for beregningene som skal gjøres ved fastsettelse av posisjonsgrenser.

Posisjonsgrensene skal revideres ved betydelige endringer i det tilgjengelige tilbudet av den underliggende vare eller i den åpne balansen («open interest»), eller ved annen vesentlig endring i markedet, jf. artikkel 57 nr. 4.

Artikkel 57 nr. 5 regulerer prosessen knyttet til fastsettelse av posisjonsgrenser. Før grenseverdiene endelig fastsettes, skal tilsynsmyndigheten sende melding til ESMA om hvilke grenser som det tas sikte på å fastsette. ESMA skal avgi en uttalelse om disse senest to måneder etter å ha mottatt meldingen, der det tas stilling til om beregningen av grensene er i samsvar med kommisjonsforordning C(2016) 4362. Denne uttalelsen skal publiseres på ESMAs hjemmeside. Dersom ESMA anser at grensene nasjonale myndigheter vil fastsette ikke er i samsvar med fastsatte beregningsmetoder, må enten nasjonale myndigheter innrette seg i samsvar med dette, eller begrunne overfor ESMA hvorfor man finner at endringer ikke er nødvendige.

Dersom ESMA opprettholder at grensene er i strid med fastsatte beregningsmetoder, skal prosessen videre følge artikkel 17 i ESMA-forordningen[14], jf. artikkel 57 nr. 5 annet avsnitt. Artikkel 17 gir regler om adgangen for andre medlemsstater til å be om at ESMA undersøker mulige brudd på EU-lovgivningen, hvordan slike undersøkelser skal gjennomføres og hvordan eventuelle brudd skal følges opp fra ESMAs side. Eventuelle bindende vedtak etter ESMA-forordningen artikkel 17 fattes av EFTAs overvåkningsorgan når det gjelder EFTA-landene.

Dersom samme varederivatkontrakt handles i betydelig volum på handelsplasser i flere medlemsstater, er det tilsynsmyndigheten til den markedsplassen som har det største handelsvolumet (den sentrale tilsynsmyndigheten) som skal fastsette posisjonsgrensen som skal anvendes for alle posisjoner som tas i den kontrakten, jf. artikkel 57 nr. 6. Fastsettelsen av grensen skal gjøres etter

[13] Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 1.12.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the application of position limits to commodity derivatives

[14] Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC.

konsultasjon med tilsynsmyndighetene til øvrige handelsplasser som har handel i den samme derivatkontrakten. Ved uenighet mellom tilsynsmyndighetene, skal saken bringes inn for ESMA, eller dersom en EFTA-stat er berørt, EFTAs overvåkningsorgan, for avgjørelse. Tilsynsmyndigheten som fastsetter grensene skal behandle alle søknader fra ikke-finansielle foretak om unntak fra posisjonsreglene etter artikkel 57 nr. 1 siste avsnitt for den aktuelle varederivatkontrakten.

Hvilke varederivatkontrakter som skal anses som «samme varederivatkontrakt» etter MiFID II artikkel 57 nr. 6, er videre definert i kommisjonsforordning C(2016) 4362 artikkel 5.

Posisjonsgrensene fastsettes som nevnt for aktørenes nettoposisjoner, jf. artikkel 57 nr. 1. For å kunne følge med på om de fastsatte posisjonsgrensene etterleves av aktørene, må dermed aktørenes nettoposisjoner beregnes fortløpende. Utfyllende bestemmelser for beregningen av nettoposisjonen til de enkelte aktørene er fastsatt i kommisjonsforordning C(2016) 4362.

Beregningen av nettoposisjoner i varederivatkontrakter skal også gjøres på konsernnivå, jf. MiFID II artikkel 57 nr. 1. Den aggregerte beregningen på konsernnivå skal gjøres i henhold til kommisjonsforordning C(2016) 4362 artikkel 4. Morselskapet skal ifølge bestemmelsen aggregere egne nettoposisjoner med nettoposisjonene til datterselskapene. Posisjoner i konsernselskaper der morselskapet ikke har noen innflytelse på investeringsbeslutninger knyttet til å inngå eller stenge posisjonene, skal likevel ikke inngå i aggregeringen, jf. artikkel 4 nr. 2.

Nasjonale tilsynsmyndigheter kan ifølge artikkel 57 nr. 13 i særlige tilfeller fastsette strengere grenser enn de som er fastsatt etter artikkel 57 nr. 1. Dette gjelder i unntakstilfeller der det er objektivt begrunnet og forholdsmessig, hensyntatt det konkrete markedets likviditet og hvor godt fungerende markedet er. Dersom det fastsettes strengere grenser i tråd med denne bestemmelsen, skal dette publiseres på myndighetens nettside. Grensene vil gjelde i seks måneder etter publisering, og kan fornyes for nye seks måneder av gangen. Dersom de ikke fornyes, faller de automatisk bort etter seks måneder. Tilsynsmyndigheten skal notifisere ESMA om de strengere grensene som er fastsatt, og begrunne hvorfor dette er nødvendig.

4.4.2.3 Utvalgets vurderinger

Regelverket om fastsettelse av grenser for hvor store posisjoner som til enhver tid kan innehas i varederivater, er nytt og har vært mye omdiskutert i EU før det ble vedtatt. Ettersom det ikke finnes lignende regelverk i norsk rett i dag, foreslår utvalget å gjennomføre reglene knyttet til posisjonsregimet i et eget kapittel i verdipapirhandelloven. Det vises til utkast til verdipapirhandellov kapittel 15.

Utvalget foreslår å innta en bestemmelse om at Finanstilsynet skal etablere og anvende grenser for hvor stor nettoposisjon en fysisk eller juridisk person til enhver tid kan inneha i varederivater som handles på handelsplasser og økonomisk likeverdige OTC-kontrakter. Se utkastet § 15-1 første ledd.

I § 15-1 annet ledd foreslår utvalget at det inntas en eksplisitt plikt for markedsaktørene til å overholde posisjonsgrensene.

Grensene vil gjelde for en ubestemt krets av personer, og utvalget antar at Finanstilsynet fastsetter posisjonsgrenser i form av forskrifter. Utvalget bemerker imidlertid at kravet om at berørte parter skal få uttale seg før forskrifter fastsettes i forvaltningsloven § 37 i mange tilfeller ikke vil være praktisk gjennomførbart ettersom posisjonsgrenser må kunne fastsettes raskt ved endringer i markedet. Utvalget antar derfor at forskrifter på dette området etter en konkret vurdering vil kunne fastsettes uten høring etter forvaltningsloven § 37 fjerde ledd.

Grensene skal gjelde for både fysiske og juridiske personer, og det er fastsatt detaljerte regler på nivå 2 om hvordan grensene skal fastsettes. Disse reglene vil også regulere nærmere hva som menes med økonomisk likeverdige OTC-kontrakter og hvilke kontrakter som anses å redusere risikoer direkte knyttet til innehaverens forretningsvirksomhet på objektiv og målbar måte. Dette vil være kontrakter som inngås for hedging-formål, for eksempel for å sikre seg mot prisrisiko knyttet til fremtidig levering av varer. Dersom kontraktene tilfredsstiller nærmere bestemte krav i nivå 2-regelverket, skal posisjonsgrensene ikke anvendes for disse. Utvalget bemerker at disse likevel er underlagt rapporteringsforpliktelser etter MiFID II artikkel 58, som omtalt i kapittel 4.4.3.

For å kunne benytte seg av unntaket for sikringskontrakter etter MiFID II artikkel 57 nr. 1 annet ledd, må ikke-finansielle foretak sende søknad. Finanstilsynet skal behandle søknader som gjelder unntak fra grenser som er fastsatt av Finanstilsynet. Dette vil kunne omfatte søknader fra både norske og utenlandske foretak. Utvalget mener det tydelig bør fremkomme i loven at unntaket først kan gjøres gjeldende etter søknad, og foreslår å ta dette inn i utkastet § 15-1 åttende ledd.

Grensene skal fastsettes for både spot-måneden og øvrige måneder. Dette innebærer at det normalt skal fastsettes to grenser pr. kontrakt.

4.4.3 Rapportering av derivatposisjoner

4.4.3.1 Gjeldende rett

Det er ikke plikt til å rapportere posisjoner i varederivater i norsk rett i dag.

4.4.3.2 Forventet EØS-rett

Det innføres plikt for handelsplasser, medlemmer på handelsplasser og verdipapirforetak som handler med varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende å rapportere posisjoner i slike instrumenter. Rapporteringsplikten omfatter flere instrumenter enn det reglene om posisjonsgrenser gjør, ettersom også utslippskvoter og derivater med slike som underliggende er omfattet. Plikten er fastsatt i MiFID II artikkel 58, og bestemmelsen omfatter plikt til både ukentlig og daglig rapportering.

Ukentlig rapportering

Etter artikkel 58 nr. 1 bokstav a) skal handelsplasser publisere ukentlige rapporter på sin nettside over aggregerte posisjoner som holdes av ulike kategorier foretak. Disse rapportene omtales også som «Commitment of Trade-reports» eller «CoT». Kategoriene fremkommer av artikkel 58 nr. 4, og omfatter blant annet verdipapirforetak og kredittinstitusjoner som én gruppe, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, andre finansinstitusjoner, herunder forsikringsselskaper, og handelsforetak [«commercial undertakings»] som andre kategorier.

De ukentlige aggregerte rapportene skal omfatte antall lange og korte posisjoner, endringer i posisjonene siden forrige rapportering, prosentandel av den samlede åpne balanse («open interest») for hver kategori og antall foretak som er i hver kategori. I tillegg til å publisere rapportene, skal markedsplassene også sende rapportene til ESMA og til nasjonale myndigheter. Rapportene skal skille mellom risikoreduserende posisjoner og øvrige posisjoner, jf. artikkel 58 nr. 4 tredje avsnitt. Rapporteringsplikten vil bli nærmere utdypet i kommisjonsforordning (implementing technical standard, ITS), med hjemmel i MiFID II artikkel 58 nr. 5 og 7.

Plikten etter artikkel 58 nr. 1 bokstav a om ukentlige aggregerte rapporter gjelder etter direktivet artikkel 58 nr. 1 siste avsnitt kun dersom antall personer i den enkelte kategori og deres åpne posisjoner («open positions») overstiger nærmere bestemte terskelverdier. Kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 83 nr. 1 fastsetter to kumulative terskelverdier for at publisering skal gjøres: Det må være minst 20 personer som innehar åpne posisjoner, og det absolutte volumet av åpen balanse («open interest»)] uttrykt i antall lot av den relevante underliggende varen, skal overgå fire ganger tilgjengelig mengde av den samme underliggende varen (også utrykt i antall lot). Rapporteringen til handelsplassene fra medlemmene etter artikkel 58 nr. 3 av daglige posisjoner (se nedenfor) skal gjøres uavhengig av disse terskelverdiene.

Daglig rapportering

Handelsplassene skal i tillegg sende daglige rapporter til nasjonale tilsynsmyndigheter, jf. artikkel 58 nr. 1 bokstav b). Disse rapportene skal gi fullstendig oversikt over posisjoner som holdes av enhver, det vil si både fysiske og juridiske personer, på markedsplassen, herunder medlemmer på handelsplassen og deres kunder.

For å kunne ivareta håndhevelsen av posisjonsgrensene som er fastsatt etter artikkel 57 nr. 1, skal medlemmer på handelsplassene gi handelsplassene daglige rapporter over egne posisjoner, sine kunders posisjoner og deres kunders posisjoner igjen helt til sluttkundes posisjoner fremkommer, jf. artikkel 58 nr. 3.

For å få en fullstendig oversikt over alle posisjoner som tas i varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende, må det også utarbeides rapporter over kontrakter som handles utenfor handelsplassene. Verdipapirforetak som handler varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende utenfor handelsplasser, skal derfor daglig gi tilsynsmyndigheten fullstendig oversikt over alle posisjoner de har i nevnte instrumenter som handles på handelsplass, og økonomisk likeverdige OTC-kontrakter, jf. MiFID II artikkel 58 nr. 2. Verdipapirforetakene skal rapportere til tilsynsmyndigheten til den markedsplass der kontraktene handles, eller til sentral tilsynsmyndighet dersom kontraktene handles i betydelig grad på flere handelsplasser. Rapportene skal omfatte kunders posisjoner og kunder av kunders posisjoner helt til sluttkundes posisjon fremkommer, tilsvarende som gjelder for TRS-rapporteringen etter MiFIR artikkel 26. I rapportene skal det skilles mellom risikoreduserende posisjoner og andre

posisjoner, jf. artikkel 58 nr. 4 tredje avsnitt. Rapporteringsplikten vil bli utdypet i en kommisjonsforordning (implementing technical standard, ITS), som er den samme som gjelder for artikkel 58 nr. 1 bokstav a). Etter forordningen skal posisjonene ikke nettes før rapportering.

4.4.3.3 Utvalgets vurderinger

Det nye posisjonsregimet som innføres med MiFID II innebærer omfattende rapporteringsforpliktelser for aktørene i markedet. Forpliktelsene til å rapportere legges på handelsplassene, deres medlemmer og verdipapirforetakene, og skal gjøres helt ned på sluttkundenivå.

Utvalget foreslår å gjennomføre rapporteringsforpliktelsene i MiFID II artikkel 58 i utkast til ny verdipapirhandellov § 15-3.

Utkastet § 15-3 første ledd gjennomfører rapporteringspliktene for verdipapirforetak og operatører av handelsplasser der det omsettes varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende etter artikkel 58 nr. 1 bokstav a) og b). Når det gjelder rapporteringen etter bokstav a) (ukentlig rapportering), er det fastsatt utfyllende bestemmelser på nivå 2 om dette som gjennomføres i verdipapirforskriften. Plikten til å offentliggjøre posisjoner for de ulike kategoriene gjelder bare dersom antall personer i kategorien og deres åpne posisjoner overstiger nærmere bestemte terskelverdier. Grunnen til dette er at offentliggjøring kan identifisere parter i slike kontrakter dersom det er for få i kategorien som har posisjoner. Dette er sensitiv informasjon for partene som ikke skal ut i markedet.

Utvalget bemerker at rapporteringen etter bokstav b), det vil si de daglige rapportene, må antas å følge samme eller lignende format som rapporteringen etter bokstav a). Dette ble lagt til grunn av ESMA i forbindelse med høringene av den ventede kommisjonsforordningen (ITSen)[15], der handelsplassene oppfordres til å benytte samme format for å lette rapporteringen. Det er ikke hjemmel til å fastsette utfyllende regler for rapporteringen i artikkel 58 nr. 1 bokstav b).

Verdipapirforetakenes daglige rapportering etter MiFID II artikkel 57 nr. 2 foreslås gjennomført i utkastet § 15-3 annet ledd.

Etter MiFID II artikkel 58 nr. 3 skal medlemmer på regulert marked og MHF og kunder av OHF rapportere egne posisjoner og posisjoner som innehas gjennom kontrakter som omsettes på markedsplassen, ned på sluttkundenivå. I direktivbestemmelsen er det presisert at rapporteringsplikten pålegges for å kunne overvåke at posisjonsgrensene som fastsettes i medhold av MiFID II artikkel 57 overholdes. Utvalget antar at det ikke er nødvendig å ta begrunnelsen inn i den norske gjennomføringsbestemmelsen, og bemerker for øvrig at rapporteringsplikten gjelder varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende selv om det kun fastsettes posisjonsgrenser for varederivater etter MiFID II artikkel 57 nr. 1. Plikten foreslås gjennomført i utkastet § 15-3 tredje ledd.

4.4.4 Nasjonale myndigheters håndheving og kontroll av posisjonsgrenser

4.4.4.1 Gjeldende rett

Det finnes ikke regler om håndheving av posisjonsgrenser i gjeldende verdipapirhandellov.

4.4.4.2 Forventet EØS-rett

Det følger av MiFID II artikkel 69 nr. 1 at tilsynsmyndigheten skal gis den myndighet som er nødvendig for å kunne utføre oppgaver som følger av direktivet og av MiFIR. I artikkel 69 nr. 2 er det listet opp minimumsbeføyelser tilsynsmyndigheten skal ha. Utøvelsen av myndighet skal skje innenfor rammene fastsatt i nasjonal lovgivning, jf. artikkel 72, og det oppstilles alternativer for hvordan myndighetens kompetanse skal kunne utøves. Enkelte av beføyelsene er kun knyttet til varederivater og behandles i dette kapittelet. For øvrige beføyelser vises det til omtale i kapittel 9.

Etter MiFID II artikkel 57 nr. 11 skal tilsynsmyndigheten håndheve posisjonsgrensene som følger av artikkel 57 nr. 1 etter reglene i MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav p). Denne bestemmelsen slår fast at tilsynsmyndigheten skal ha myndighet til å begrense en persons mulighet til å inngå varederivatkontrakter, ved blant annet å kunne innføre begrensninger på størrelsen på posisjonene som en person til enhver tid kan ha etter artikkel 57 nr. 1.

Det følger videre av MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav o) at nasjonale tilsynsmyndigheter skal kunne kreve («request») at enhver person som innehar en posisjon eller eksponering treffer tiltak for å redusere størrelsen på posisjonen eller eksponeringen. Bestemmelsen er generelt utformet og er ikke begrenset til posisjoner i varederivater.

Dersom et krav om å redusere posisjonen eller eksponeringen etter MiFID II artikkel 69 nr. 2

[15] Draft implementing technical standards under MiFID II (ESMA/2015/1858) side 22 (Final report)

bokstav o) ikke etterkommes, vil dette være å anse som et brudd på direktivet etter MiFID II artikkel 70 nr. 5 som skal kunne sanksjoneres. En liste over hvilke sanksjoner tilsynsmyndigheten minst skal ha tilgjengelig for overtredelser som omfattet av artikkel 70 nr. 5, fremkommer av artikkel 70 nr. 6. Når det gjelder manglende etterlevelse av anmodninger etter MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav o), må det antas at det mest praktiske vil være administrative gebyrer etter bokstav f), g) og h). Det følger av 70 nr. 3 at overtredelse av posisjonsgrenser etter 57 nr. 1, 2, 8 og 10 skal kunne sanksjoneres. Sanksjoner er nærmere omtalt i kapittel 10.

Nasjonale tilsynsmyndigheter skal også ha adgang til å innhente informasjon fra enhver person vedrørende størrelse og formål med en posisjon eller eksponering gjort gjennom en varederivatkontrakt og om eventuelle eiendeler eller forpliktelser i det underliggende markedet. Dette følger av MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav j).

Ifølge MiFID II artikkel 57 nr. 14 skal nasjonal tilsynsmyndighet kunne ilegge sanksjoner for overtredelse av posisjonsgrenser som er satt i samsvar med artikkel 57. Dette gjelder posisjoner som holdes av fysiske eller juridiske personer som er etablert eller har virksomhet i territoriet eller utenlands og som overtrer posisjonsgrenser som den nasjonale tilsynsmyndigheten har satt for kontrakter som handles på handelsplasser som er etablert i, eller har virksomhet i, territoriet eller økonomisk likeverdige OTC-kontrakter. Videre skal de kunne sanksjonere fysiske eller juridiske personer som er etablert eller har virksomhet i territoriet som overtrer posisjonsgrenser satt av tilsynsmyndigheter i andre EØS-stater.

4.4.4.3 Utvalgets vurderinger

Tilsynsmyndigheten har behov for håndhevingsmidler for å kunne utføre sine tilsynsoppgaver i samsvar med lovgivningen. Håndhevningsmidlene må være effektive og bidra til at sakene blir tilstrekkelig opplyst før det treffes beslutninger. Håndhevingsmidlene bør imidlertid ikke gå lenger enn det behovet tilsier og reglene må utformes slik at hensynet til rettssikkerhet ivaretas. Slik utvalget ser det, gir MiFID II betydelig frihet når det gjelder fastsettelse av rammene for tilsynsmyndighetens kompetanse.

Når det gjelder reguleringen av markedet for varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende som omhandlet i kapittelet her, skal dette regelverket også håndheves overfor personer og foretak som ikke er underlagt Finanstilsynets tilsyn for øvrig.

Overtredelse av bestemmelsene som pålegger markedsaktørene plikter til å følge fastsatte posisjonsgrenser, er foreslått inntatt som en del av bestemmelsene om overtredelsesgebyr i lovens kapittel 19. Se nærmere omtale av disse bestemmelsene i kapittel 10.

Når det gjelder de spesifikke håndhevingmidlene knyttet til posisjonsregimet, foreslår utvalget å innta disse i samme kapittel som de øvrige bestemmelsene om posisjonsregimet. Det vises til utkast til verdipapirhandellov § 15-4.

I første ledd foreslås MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav j) gjennomført. Bestemmelsen fastsetter at enhver har plikt til å gi Finanstilsynet de opplysninger, herunder dokumentasjon, som tilsynet måtte kreve om størrelse og formål om varederivatposisjoner, og om eiendeler og forpliktelser i det underliggende markedet.

Utvalget foreslår videre å gjennomføre MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav o) i utkastet § 15-4 annet ledd. Artikkel 69 nr. 2 bokstav o) er ikke bare knyttet til posisjoner i varederivater, men gir adgang til å kreve at enhver reduserer størrelsen på posisjoner eller eksponering generelt. ESMA, eller EFTAs overvåkningsorgan overfor EFTA-statene, har nærmest tilsvarende hjemmel etter MiFIR artikkel 45, men denne er knyttet til posisjoner og eksponeringer gjennom derivater, se ordlyden i hjemmelen til å gi nivå 2-regler i MiFIR artikkel 45 nr. 10 bokstav b). Utvalget antar at dette kan tilsi at det samme i praksis også vil gjelde for tilsynsmyndighetene, men dette er ikke klart. Utvalget foreslår å gjøre ordlyden i den norske bestemmelsen tilsvarende generell som MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav o) med hensyn til hvilke finansielle instrumenter som dekkes av hjemmelen. Utvalget anser imidlertid at det må gis rammer for bruken av en slik hjemmel. Det foreslås derfor at slikt pålegg/krav kan gjøres enten dersom vedkommende opptrer i strid med bestemmelsene i kapittel 15 med forskrifter eller dersom det er nødvendig av hensyn til å ivareta de overordnede formålene med posisjonsgrenser som fremkommer av MiFID II artikkel 57 nr. 1 bokstav a) og b).

Utvalget foreslår videre å gjennomføre MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav p) i utkastet til verdipapirhandellov § 15-4 tredje ledd. Bestemmelsen gir hjemmel til å begrense enhver persons adgang til å inngå nye varederivatkontrakter, herunder ved å etablere grenser for hvor store posisjoner som kan holdes til enhver tid etter artikkel 57. Det fremkommer ikke klart av direktivet i hvilke situa-

sjoner tilsynsmyndigheten kan benytte sine hjemler etter artikkel 69 nr. 2 bokstav p). Utvalget forstår bestemmelsen slik at den fastsetter at nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha hjemmel til å begrense en persons adgang til å inngå varederivatkontrakter for å ivareta de overordnede formålene med posisjonsgrenser som fremkommer i artikkel 57 nr. 1 bokstav a) og b), og at dette gjelder uavhengig av de generelle posisjonsgrensene som er fastsatt og eventuelle brudd på disse. Ettersom det i slike tilfeller ikke nødvendigvis foreligger brudd på bestemmelsene i kapittel 15, er det i utkastet § 15-4 tredje ledd ikke satt som vilkår at det må foreligge slikt brudd.

4.4.5 Handelsplassenes kontroll av posisjonshåndteringen

4.4.5.1 Gjeldende rett

Norske handelsplasser har ikke særskilte hjemler knyttet til posisjoner i derivater etter gjeldende rett.

4.4.5.2 Forventet EØS-rett

MiFID II artikkel 57 nr. 8 stiller krav om at handelsplasser der det handles varederivater, skal etablere kontroller med posisjonshåndteringen for personer som handler slike instrumenter på markedsplassen. Ifølge denne bestemmelsen skal markedsplassen i det minste ha myndighet til å

a) overvåke åpne posisjoner,
b) få tilgang til informasjon, herunder all relevant dokumentasjon om størrelse og formål med en posisjon eller eksponering, informasjon om reelle eller underliggende eiere, enhver avtale om samarbeid («concert arrangement») og eiendeler og forpliktelser i det underliggende markedet,
c) kreve at en person stenger eller reduserer en posisjon, på midlertidig eller permanent basis og til ensidig å gjøre hensiktsmessige tiltak for å sikre at posisjonen blir stengt eller redusert dersom vedkommende ikke følger pålegget,
d) kreve at en person tilbakefører likviditet til markedet til avtalt pris og volum på midlertidig basis for å redusere effekten av å inneha en stor eller dominerende posisjon.

Hjemlene som gis til handelsplassene i artikkel 57 nr. 8 knyttet til fastsettelse av posisjonsgrenser og utøvelse av myndighet som nevnt ovenfor, skal forstås slik at disse skal utøves parallelt med («in tandem with») posisjonsgrensene fastsatt av nasjonale myndigheter. Det er forutsatt at handelsplassene kan fastsette egne posisjonsgrenser, men disse må være tilsvarende eller lavere enn dem som er fastsatt av nasjonale myndigheter etter artikkel 57 nr. 1.

De posisjonsgrensene og -kontrollene som etableres av handelsplassen skal være transparente og ikke-diskriminerende, og det skal spesifiseres hvordan de skal anvendes. Det skal tas hensyn til markedsdeltakernes art og sammensetning og deres bruk av kontraktene som er tatt opp til handel på markedsplassen, jf. artikkel 57 nr. 9.

Handelsplassen skal informere nasjonale myndigheter om sine etablerte kontrollmekanismer, jf. artikkel 57 nr. 10. Nasjonale myndigheter skal videreformidle denne informasjonen til ESMA, sammen med fastsatte posisjonsgrenser. Det er ikke gitt hjemler til å gi utfyllende regler på nivå 2 knyttet til handelsplassens kontroll med varederivatposisjoner.

4.4.5.3 Utvalgets vurderinger

Et ledd i det nye regimet for varederivater er at handelsplassene får forpliktelser til å føre kontroll med posisjonshåndteringen for personer som handler slike instrumenter på markedsplassen og plikt til å håndtere situasjonen dersom personer skulle inneha for store posisjoner.

Utvalget foreslår å gjennomføre MiFID II artikkel 57 nr. 8 i en egen bestemmelse, og viser til utkast til ny verdipapirhandellov § 15-2. Utvalget anser dette som den mest hensiktsmessige gjennomføringen, ettersom artikkel 57 nr. 8 kun gjelder for handelsplassene. Selve lovbestemmelsen foreslås for øvrig utformet i tråd med direktivet

I første ledd foreslås det inntatt en plikt for handelsplassen til å foreta kontroll av posisjonshåndteringen på handelsplassen. Som ledd i denne kontrollen, skal handelsplassen sørge for å ha myndighet til å overvåke enhver persons åpne posisjoner, få tilgang til opplysninger, kreve at enhver person midlertidig eller varig avslutter eller reduserer en posisjon, og ensidig kunne treffe egnede tiltak for å sikre at posisjonen avsluttes eller reduseres dersom personen ikke etterkommer kravet, og kreve at en person midlertidig tilbakefører likviditet til markedet til avtalt pris og i avtalt omfang for å redusere virkningen av en stor og dominerende posisjon. Handelsplassene må sørge for at de i sine regler, forretningsvilkår og kundeavtaler pålegger de nødvendige plikter og får myndighet til å gjennomføre posisjonshåndteringskontrollen.

Handelsplassens kontroller er ment å virke sammen med tilsynsmyndighetens kontroll, og handelsplassene som handler varederivater må etablere kontrollmekanismer for å ivareta sine forpliktelser. I annet ledd foreslås MiFID II artikkel 57 nr. 9 gjennomført, mens artikkel 57 nr. 10, som pålegger handelsplassen å gi tilsynsmyndigheten opplysninger om sine kontroller med posisjonshåndteringen, foreslås gjennomført i utkastet § 15-2 tredje ledd.

4.4.6 EFTAs overvåkningsorgans håndheving av posisjonsregimet

4.4.6.1 Gjeldende rett

Det er ikke bestemmelser som gir EFTAs overvåkningsorgan eller ESMA hjemler knyttet til derivatposisjoner etter gjeldede lovgivning.

4.4.6.2 Forventet EØS-rett

ESMA er gitt særskilt myndighet etter MiFIR artikkel 45 knyttet til posisjonsregimet. Vedtakskompetansen skal utøves i samsvar med prosedyren i ESMA-forordningen artikkel 9 nr. 5. Dette er i stor grad tilsvarende myndighet som nasjonale myndigheter er gitt i MiFID II artikkel 69.

Etter MiFIR artikkel 45 nr. 1 har ESMA myndighet til:

«a) request from any person all relevant information regarding the size and purpose of a position or exposure entered into via a derivative;
b) after analyzing the information obtained in accordance with point (a), require any such person to reduce the size of or to eliminate the position or exposure in accordance the delegated act referred to in paragraph 10(b);
c) as a last resort, limit the ability of a person from entering into a commodity derivative.»

ESMA kan kun benytte seg av sin myndighet dersom følgende kumulative vilkår er oppfylt, jf. artikkel 45 nr. 2:

«a) the measures listed in paragraph 1 address a threat to the orderly functioning and integrity of financial markets, including commodity derivative markets in accordance with the objectives listed in Article 57(1) of Directive 2014/65/EU and including in relation to delivery arrangements for physical commodities, or to the stability of the whole or part of the financial system in the Union;
b) a competent authority or competent authorities have not taken measure to address the threat or the measures taken do not sufficiently address the threat;»

ESMAs myndighet skal følgelig kun benyttes der det er helt nødvendig av hensyn til markedet og der nasjonale myndigheter ikke følger opp slik det er forutsatt.

Det stilles nærmere krav til ESMAs beslutninger i artikkel 45 nr. 3. Dersom det treffer en beslutning som nevnt i første ledd, skal det sikre at tiltaket i betydelig grad håndterer trusselen mot et velfungerende marked og dets integritet, herunder varederivatmarkedet og hensynene som fremkommer av bestemmelsen om posisjonsgrenser i MiFID II artikkel 57 nr. 1 og vilkårene for fysisk levering, eller mot stabiliteten i hele eller deler av finansmarkedet, eller betraktelig forbedrer nasjonale tilsynsmyndigheters mulighet til å overvåke trusselen mot markedet. Beslutningen må heller ikke skape risiko for regelverksarbitrasje eller ha negativ innvirkning på finansmarkedet som ikke står i forhold til fordelene ved tiltaket. Ulemper som nevnes her er reduksjon av likviditeten i markedene, begrensninger i forutsetningene for å redusere de risikoene som er direkte forbundet med en ikke-finansiell motparts kommersielle virksomhet, eller å skape usikkerhet for markedsdeltakerne.

ESMAs myndighet under MiFID artikkel 45 nr. 1 bokstav b) er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 2860 artikkel 22. Bestemmelsen gir utfyllende bestemmelser til både første, annet og tredje ledd i artikkel 45, og er relativt detaljert.

I forbindelse med innlemmelsen av forordningen i EØS-avtalen, er det utarbeidet utkast til EØS-tilpasninger som trolig vil innebære at de deler av ESMAs kompetansen etter MiFIR artikkel 45 som omfatter bindende vedtak, er lagt til EFTAs overvåkningsorgan når det gjelder EFTA-landene.

4.4.6.3 Utvalgets vurdering

Kompetansen etter MiFIR artikkel 45 skal benyttes i to situasjoner; dersom nasjonale myndigheter ikke følger opp sine forpliktelser til å gripe inn i det nasjonale markedet, kan EFTAs overvåkningsorgan fatte nødvendige vedtak, eller dersom nasjonale myndigheters kompetanse ikke er tilstrekkelig til å adressere problemet. Dette kan tenkes dersom det er et grenseoverskridende pro-

blem som en medlemsstats tilsynsmyndighet ikke alene kan håndtere.

Det er verdt å merke seg at ESMAs og EFTAs overvåkningsorgans kompetanse etter artikkel 45 nr. 1 bokstav a) og b) gjelder for derivater generelt og ikke begrenset til varederivater, og at vilkåret for bruk av kompetansen i artikkel 45 nr. 2 bokstav a) heller ikke er begrenset til trussel mot varederivatmarkedet, men til finansmarkedet generelt.

ESMAs og EFTAs overvåkningsorgans kompetanse er hjemlet i MiFIR, som inkorporeres i norsk lov gjennom en enkelt bestemmelse i verdipapirhandelloven, se utkastet § 8-1. MiFIR artikkel 45 anses som norsk lov etter inkorporasjonen, og skal ikke gjennomføres ved egen bestemmelse i verdipapirhandelloven.

Kapittel 5
Tillatelse og vilkår for verdipapirforetak

5.1 Tillatelse, søknad og tilbakekall

5.1.1 Krav om og omfang av tillatelse

5.1.1.1 Gjeldende rett

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd at investeringstjenester som ytes på forretningsmessig basis, bare kan ytes av foretak som har tillatelse til dette fra departementet. I tillatelsen skal det angis hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester verdipapirforetaket kan yte. Verdipapirforetaket skal søke Finanstilsynet om godkjenning før det tilbyr tilknyttede tjenester ut over det som fremgår av tillatelsen, jf. § 9-1 første ledd siste punktum.

I henhold til verdipapirhandelloven § 9-1 annet ledd, skal tillatelse etter første ledd bare gis der konsesjonsmyndigheten anser vilkårene for å yte investeringstjenester i §§ 9-8 til 9-21 oppfylt, og der organiseringen av foretaket og forholdet til nære forbindelser er av en slik art at det kan gjennomføres et effektivt og betryggende tilsyn med verdipapirforetaket. Med «nære forbindelser» menes en situasjon som definert i finanstilsynsloven § 3a annet ledd med tilhørende forskriftsbestemmelser.

I verdipapirhandelloven § 9-2 angis hvilke virksomheter som er unntatt fra krav om tillatelse. Bestemmelsen er nærmere omtalt under kapittel 2.6.

Det fremgår av verdipapirhandelloven § 9-7 at Finanstilsynet skal påse at det føres et offentlig register over foretak med adgang til å yte investeringstjenester i Norge. Dette gjelder også foretak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge direkte fra forretningssted eller gjennom filial, og foretak med hovedsete utenfor EØS som er gitt tillatelse til å yte investeringstjenester i Norge. Registeret skal inneholde opplysninger om hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester foretakene kan yte. Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 5 nr. 3.

I henhold til verdipapirhandelloven § 9-8 kan tillatelse til å yte investeringstjenester gis til kredittinstitusjon, aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Loven åpner altså ikke for at tillatelse kan gis til fysiske personer eller juridiske personer med andre selskapsformer enn de som er nevnt i bestemmelsen. Departementet kan i forskrift gjøre unntak fra kravet til foretaksform. Hjemmelen er ikke benyttet. Det vises for øvrig til kapittel 2.7 hva gjelder selskapsform.

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-8 annet ledd at dersom tillatelse gis til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap, gjelder visse særregler, herunder blant annet at selskapet skal ha forretningskontor og hovedkontor i Norge. Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 5 nr. 4.

5.1.1.2 Forventet EØS-rett

Det følger av MiFID II artikkel 5 nr. 1 at medlemsstatene skal kreve at ytelse av investeringstjenester og utøvelse av investeringsvirksomhet innenfor ordinær næring eller virksomhet («as a regular occupation or business on professional basis») skal være underlagt forhåndstillatelse. Slik forhåndstillatelse skal gis av utpekt kompetent myndighet. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I artikkel 5 nr. 1.

Videre fremgår det av MiFID II artikkel 5 nr. 3 at medlemsstatene skal føre register over alle verdipapirforetak. Registeret skal være offentlig tilgjengelig og inneholde opplysninger om hvilke tjenester eller hvilken virksomhet verdipapirforetakets tillatelse gjelder for. Registeret skal ajourføres regelmessig. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I artikkel 5 nr. 3. MiFID II innfører i tillegg et krav til nasjonale myndigheter om at alle tillatelser skal meldes til ESMA. ESMA skal føre en liste over alle verdipapirforetak i EØS og offentliggjøre og ajourføre denne listen på sine nettsider, jf. MiFID II artikkel 5 nr. 3. Når nasjonal tilsynsmyndighet har kalt tilbake en tillatelse i samsvar med MiFID II artikkel 8 bokstav b) til d), skal tilbakekallet vises på denne listen i fem år.

Det fremgår av MiFID II artikkel 5 nr. 4 at medlemsstatene skal kreve at verdipapirforetak

som er en juridisk person, har sitt hovedkontor i samme medlemsstat som det har sitt forretningskontor. Hva gjelder verdipapirforetak som ikke er en juridisk person, eller verdipapirforetak som er en juridisk person, men som i henhold til nasjonal lovgivning ikke har noe forretningskontor, skal medlemsstatene kreve at disse har sitt hovedkontor i den medlemsstaten der det faktisk driver sin virksomhet. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I artikkel 5 nr. 4.

Omfang av tillatelse til å yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet fremgår av MiFID II artikkel 6. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I artikkel 6. I henhold til MiFID II artikkel 6 nr. 1, skal foretakets hjemstat sikre at det i tillatelsen angis hvilke investeringstjenester eller hvilken investeringsvirksomhet verdipapirforetaket har tillatelse til å yte. Tillatelsen kan omfatte en eller flere tilleggstjenester. Det skal ikke gis tillatelse til å yte bare tilleggstjenester. Et verdipapirforetak som ønsker tillatelse til å utvide sin virksomhet med ytterligere investeringstjenester eller -virksomhet eller tilleggstjenester, skal søke om dette, jf. MiFID II artikkel 6 nr. 2.

Det følger av MiFID II artikkel 6 nr. 3 at tillatelsen til et verdipapirforetak skal være gyldig i hele EØS og gjøre det mulig å yte de tjenester eller utøve den virksomhet som foretaket har fått tillatelse til i hele EØS, enten gjennom etableringsretten (herunder gjennom filial) eller gjennom adgangen til å yte tjenester grensekryssende direkte fra forretningssted. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I artikkel 6 nr. 3.

5.1.1.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II artikkel 5 nr. 1 innebærer ingen endringer i gjeldende EØS-rett hva gjelder medlemsstatenes plikt til å kreve forhåndstillatelse for å kunne yte tjenester og virksomheter som er omfattet av direktivet. Utvalget foreslår derfor å videreføre gjeldende krav om tillatelse i utkast til verdipapirhandellov § 9-1 første ledd første punktum. Ordlyden i bestemmelsen foreslås imidlertid endret i forhold til gjeldende lovbestemmelse i tråd med endringer i definisjonen av «verdipapirforetak» og «investeringstjenester». Det vises til nærmere omtale i kapittel 2.

I henhold til gjeldende verdipapirhandellov § 9-1 er departementet konsesjonsmyndighet for verdipapirforetak. Myndigheten har siden lovens ikrafttredelse imidlertid vært delegert til Finanstilsynet[1]. I utkast til ny verdipapirhandellov foreslås at kredittinstitusjoner ikke lenger skal søke tillatelse etter verdipapirhandelloven, men etter lov om finansforetak, jf. kapittel 2.8.

Konsesjonsmyndighet for kredittinstitusjoner er departementet. Deler av denne kompetansen er delegert til Finanstilsynet. Etter utvalgets vurdering er det imidlertid mer nærliggende å sammenligne verdipapirforetakene med forvaltningsselskap for verdipapirfond hva gjelder konsesjonsmyndighet. Konsesjonsmyndighet for forvaltningsselskaper for verdipapirfond er Finanstilsynet. Etter en samlet vurdering mener utvalget det ut fra dagens forhold vil være mest hensiktsmessig og effektivt at konsesjonsmyndighet for verdipapirforetakene legges til Finanstilsynet.

MiFID II artikkel 6 nr. 1 og 2 viderefører gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 6 nr. 1 og 2, som i dag er gjennomført i norsk rett i verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd annet og tredje punktum. Utvalget foreslår at bestemmelsene videreføres i utkast til verdipapirhandellov § 9-1 første ledd annet og tredje punktum. Ordlyden foreslås imidlertid endret i tråd med endringer i definisjonen av «investeringstjenester», jf. kapittel 2.

Gjeldende bestemmelse i verdipapirhandelloven § 9-1 annet ledd gjennomfører MiFID I artikkel 7 nr. 1, artikkel 10 nr. 1 tredje ledd og artikkel 10 nr. 2. MiFID II innebærer ikke endringer i disse EØS-reglene. Utvalget foreslår derfor å videreføre bestemmelsen uten materielle endringer. Henvisninger til relevante lovbestemmelser må imidlertid oppdateres. Hva gjelder forholdet til «nære forbindelser» vises også til kapittel 5.2.2.

I gjeldende rett er myndighetenes plikt til å føre et offentlig konsesjonsregister lovfestet i verdipapirhandelloven § 9-7. Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 5 nr. 3, og det er ikke gjort endringer i gjeldende EØS-rett på dette punktet. Bestemmelsen ble inntatt i verdipapirhandelloven § 9-7 uten at det fremgår av forarbeidene om det ble gjort noen vurdering av hvorvidt det var nødvendig å gjennomføre MiFID I artikkel 5 nr. 3 i lov. MiFID-reguleringen har en rekke bestemmelser som kun retter seg mot ulike nasjonale myndigheter. Disse reglene trenger ingen gjennomføringsbestemmelse i norsk lov for å kunne overholdes, og slike påbud til myndighetene har av denne grunn historisk sett ikke vært uttrykkelig gjennomført i norsk lov. Utvalget mener at denne praksisen bør videreføres, jf. kapittel 1.2.2.3. Utvalget kan ikke se at regelen om at nasjonale myndigheter skal føre et konsesjonsregister skiller seg fra andre plikter som retter seg mot nasjonale myndigheter i MiFID-reguleringen, og finner ikke grunn til å behandle denne bestem-

[1] Jf. delegasjonsvedtak av 3. oktober 2007

melsen på annen måte enn slike øvrige regler. Etter utvalgets vurdering bør MiFID II artikkel 5 nr. 3 således ikke gjennomføres i norsk lov. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å oppheve gjeldende verdipapirhandellov § 9-7.

Krav til lokalisering av virksomhetens hovedkontor følger av MiFID II artikkel 5 nr. 4. Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 5 nr. 4. MiFID II artikkel 5 nr. 4 bokstav b) gjelder krav til lokalisering av hovedkontor når tillatelse gis til fysisk person eller til juridisk person som etter nasjonal rett ikke har registrert forretningsadresse. Utvalget foreslår at tillatelse kun kan gis til aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper, jf. kapittel 2.7 og utkast til verdipapirhandellov § 9-9 første ledd. For aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper gjelder krav til forretningskontor. MiFID II artikkel 5 nr. 4 bokstav b) trenger således ikke gjennomføres i norsk rett. MiFID II artikkel 5 nr. 4 bokstav a) er i dag gjennomført i verdipapirhandelloven § 9-8 annet ledd nr. 1. Utvalget foreslår å videreføre bestemmelsen i utkast til verdipapirhandellov § 9-9 annet ledd.

Det følger av gjeldende verdipapirhandellov § 9-8 annet ledd nr. 2 og 3 at tillatelse kan nektes dersom et medlem av selskapets styre ikke oppfyller kravene i § 9-9 første ledd eller dersom aksjeeier med betydelig eierandel i selskapet ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Tilsvarende fremgår av utvalgets utkast til verdipapirhandellov henholdvis § 9-10 ellevte ledd og § 9-12 annet ledd. Etter utvalgets vurdering følger dette også av utkast til § 9-1 annet ledd første punktum. Utvalget foreslår derfor ikke å videreføre dagens § 9-8 annet ledd nr. 2 og 3.

5.1.2 Søknadsprosedyrer

5.1.2.1 Gjeldende rett

Regler om prosedyrer ved søknad om tillatelse til å yte investeringstjenester finnes i dag i verdipapirhandelloven § 9-3. I henhold til første ledd, skal det i søknad om tillatelse opplyses om hvilke investeringstjenester foretaket skal yte, samt andre opplysninger av betydning for vurderingen av om tillatelse skal gis. Søknaden skal inneholde opplysninger som viser at de lovbestemte kravene i kapittel 9 og 10 er oppfylt. Det følger videre av annet ledd at foretakets vedtekter, driftsplan og interne rutiner for organisering skal være vedlagt. Bestemmelsene gjennomfører MiFID I artikkel 7 nr. 2. Konsesjonsmyndighetene kan be om ytterligere opplysninger, jf. § 9-3 første ledd siste punktum.

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-3 fjerde ledd at vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder de opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt. Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 7 nr. 3. I henhold til § 9-3 femte ledd, kan verdipapirforetak starte sin virksomhet umiddelbart etter at tillatelse er gitt.

5.1.2.2 Forventet EØS-rett

Regler om prosedyrer for søknad om tillatelse til å yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet, følger av MiFID II artikkel 7. I henhold til MiFID II artikkel 7 nr. 1, skal nasjonal tilsynsmyndighet ikke gi tillatelse før den er overbevist om at søkeren oppfyller alle krav i bestemmelsene vedtatt i henhold til MiFID II. Bestemmelsen viderefører gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 7 nr. 1.

Det følger videre av MiFID II artikkel 7 nr. 2 at foretak som søker tillatelse skal framlegge alle opplysninger som er nødvendige for å overbevise nasjonal tilsynsmyndighet om at foretaket oppfyller alle vilkårene for tillatelse. Foretaket skal framlegge en virksomhetsplan der det blant annet angis hvilken type virksomhet som er planlagt, samt organisasjonsstruktur. Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 6 nr. 2. Utfyllende regler om hvilken informasjon og dokumentasjon som skal gis til myndighetene ved søknad om tillatelse er gitt i kommisjonsforordning C (2016) 4417[2]. I henhold til disse bestemmelsene, skal det blant annet gis informasjon og dokumentasjon om kapitalforhold, foretakets eiere, foretakets ledelse, finansielle forhold og organisering av virksomheten.

I henhold til MiFID II artikkel 6 nr. 3, skal søkeren innen seks måneder etter at en fullstendig søknad er innlevert, underrettes om hvorvidt tillatelse er gitt. Bestemmelsen viderefører gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 6 nr. 3.

---

[2] Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on information and requirements for the authorisation of investment firms

5.1.2.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II artikkel 7 nr. 1 til 3 er en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 7. MiFID I artikkel 7 nr. 1 er i dag gjennomført i verdipapirhandelloven § 9-1 annet ledd, første del av første punktum. Utvalget foreslår at regelen videreføres uten endringer i utkast til verdipapirhandellov § 9-1 annet ledd første del av første punktum.

Verdipapirhandelloven § 9-3 første, annet og fjerde ledd gjennomfører MiFID I artikkel 7 nr. 2 og 3, som er videreført i MiFID II artikkel 7 nr. 2 og 3. Utvalget foreslår at bestemmelsene videreføres uten materielle endringer i utkast til verdipapirhandellov § 9-6. I tråd med endringer i definisjonen av «investeringstjenester» i utkast til § 2-1, foreslås inntatt ordlyden «og virksomhetene» i første ledd første punktum. Det foreslås inntatt en forskriftshjemmel i bestemmelsens siste ledd, for gjennomføring av nivå-2 regler om søknadsprosedyrer som beskrevet ovenfor.

5.1.3 Endring og tilbakekall av tillatelse

5.1.3.1 Gjeldende rett

Regler om endring og tilbakekall av tillatelse finnes i dag i verdipapirhandelloven § 9-4. Det fremgår av først ledd at Finantilsynet helt eller delvis kan endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester i tilfellene listet opp i første ledd nr. 1 til 6.

For det første kan tillatelsen endres eller tilbakekalles dersom foretaket ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen, eller har opphørt å yte investeringstjenester i mer enn seks måneder. Videre kan Finanstilsynet tilbakekalle eller endre tillatelsen dersom foretaket har fått tillatelse ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter eller ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital. Finanstilsynet kan også endre eller tilbakekalle tillatelsen dersom foretaket foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov eller gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser. Til slutt kan Finanstilsynet endre eller tilbakekalle tillatelsen dersom foretaket ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av verdipapirhandelloven § 15-7 (pålegg om retting, forbud mot å drive virksomhet, pålegg om å oppfylle opplysnings- og meldeplikt mv.).

5.1.3.2 Forventet EØS-rett

Regler om tilbakekall av tillatelse er gitt i MiFID II artikkel 8. Det følger av artikkel 8 nr. 1 at nasjonal tilsynsmyndighet kan tilbakekalle tillatelse i situasjonene som angitt i bokstav a) til e).

I henhold til bokstav a) kan nasjonal tilsynsmyndighet tilbakekalle tillatelsen dersom foretaket ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet i mer enn seks måneder, med mindre den berørte medlemsstaten har fastsatt at tillatelsen i slike tilfeller bortfaller. Det følger videre av bokstav b) at tillatelsen kan tilbakekalles dersom foretaket har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter. Videre kan nasjonal tilsynsmyndighet tilbakekalle tillatelsen dersom foretaket ikke lenger oppfyller vilkårene tillatelsen ble gitt på, for eksempel overholdelse av kapitalkravene i CRR, jf. bokstav c). Det fremgår videre av bokstav d) at tillatelsen kan tilbakekalles dersom foretaket har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske overtredelser av virksomhetsreglene i MiFID II eller MiFIR. Til slutt kan tillatelsen tilbakekalles dersom foretaket kommer inn under et av de tilfeller der det i nasjonal rett, med hensyn til forhold som ikke faller inn under virkeområdet for MiFID II, er fastsatt at tillatelsen kan tilbakekalles.

Oppregningen i MiFID II artikkel 8 bokstav a) til e) er i det vesentlige en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 8. Henvisningen til tidligere kapitalkravsregler i bokstav c) er imidlertid endret til gjeldende kapitalkravsregler i CRR, og det er i bokstav d) i tillegg inntatt en henvisning til MiFIR.

Det fremgår videre av MiFID II artikkel 8 siste ledd, at alle tilbakekall skal meldes til ESMA. Denne bestemmelsen er ny med MiFID II.

5.1.3.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II artikkel 8 er i det vesentlige en videreføring av MiFID I artikkel 8.

MiFID II artikkel 8 bokstav e) gir, i likhet med MiFID I artikkel 8 bokstav e), adgang til å innføre flere grunner for tilbakekall i nasjonal rett enn det som følger av direktivet. Verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd nr. 5 og 6 ble på denne bakgrunn inntatt i gjeldende bestemmelse ved gjennomføring av MiFID I. Det vises til nærmere omtale i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 6.3.5. Utvalget er ikke kjent med forhold som tilsier at det er be-

hov for endringer i gjeldende rett på dette punktet.

MiFID II artikkel 8 gjelder, i likhet med MiFID I artikkel 8, kun tilbakekall av tillatelse, ikke endring. Ved gjennomføringen av MiFID I, uttalte departementet at det må anses åpenbart at MiFID I ikke er til hinder for at Finanstilsynet kan sette nye eller endrede vilkår for tillatelsen i de tilfeller hvor de lovbestemte vilkår om tilbakekall er oppfylt, jf. Ot.prp. nr. 34 kapittel 6.3.5. Utvalget legger til grunn at det samme må gjelde ved gjennomføring av tilsvarende bestemmelse i MiFID II artikkel 8.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at gjeldende bestemmelse om endring og tilbakekall av tillatelse i verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd videreføres i utkast til verdipapirhandellov § 9-7 første ledd. Ordlyden må imidlertid justeres i tråd med endring i definisjonen av «investeringstjeneste», jf. kapittel 2 ovenfor. Ordlyden i utkastet § 9-7 første ledd nr. 4 er også foreslått endret. Endringen er omtalt i kapittel 10.4.4.

5.2 Vilkår for tillatelse

5.2.1 Verdipapirforetaks ledelse

5.2.1.1 Gjeldende rett

Kravene til verdipapirforetaks ledelse finnes i dag først og fremst i verdipapirhandelloven § 9-9, som gjennomfører MIFID I artikkel 9. I henhold til bestemmelsens første ledd skal styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av et verdipapirforetak, ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, ha ført en hederlig vandel og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig adferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte. Nevnte personer skal fremlegge ordinær politiattest etter politiregisterloven § 40.

Den faktiske ledelsen av et verdipapirforetak skal i henhold til bestemmelsens annet ledd forestås av minst to personer. Finanstilsynet kan ved forskrift eller enkelvedtak gjøre unntak fra dette kravet. Verdipapirforetak skal gi melding til Finanstilsynet om endringer i sammensetningen av foretakets styre og ledelse, herunder gi opplysninger som er relevante for å vurdere om den aktuelle personen oppfyller kravene som beskrevet ovenfor. Foretak som også har tillatelse som kredittinstitusjon har ikke meldeplikt om endringer i foretakets styre etter verdipapirhandelloven § 9-9, jf. bestemmelsens tredje ledd annet punktum. Disse foretakene har imidlertid meldeplikt om endringer etter finansforetaksloven § 8-9. Departementet kan fastsette nærmere regler om krav til personer som leder verdipapirforetak, jf. verdipapirhandelloven § 9-9 fjerde ledd. Dette er ikke gjort.

5.2.1.2 Forventet EØS-rett

Krav til verdipapirforetaks ledelsesorgan («management body») er regulert i MiFID II artikkel 9. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I artikkel 9, men innfører en rekke nye krav til foretakets ledelse i forhold til MiFID I.

Personkretsen som er omfattet av kravene er endret fra «persons who effectively direct the business» i MiFID I til verdipapirforetakets ledelsesorgan («management body») i MiFID II. Ledelsesorgan er definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (36) som

> «the body or bodies of an investment firm […] which are appointed in accordance with national law, which are empowered to set the entity's strategy, objectives and overall direction, and which oversee and monitor management decision-making and include persons who effectively direct the business of the entity.»

Det fremgår av samme bestemmelse at når det i MiFID II vises til «ledelsesorganet», og der ledelsesorganets ledelses- og tilsynsfunksjoner i henhold til nasjonal lovgivning overdras til forskjellige organer eller forskjellige medlemmer innenfor ett organ, skal medlemsstatene identifisere de ansvarlige organene eller de ansvarlige medlemmene av ledelsesorganet i samsvar med sin nasjonale lovgivning, med mindre annet er fastsatt i direktivet.

I henhold til MiFID II artikkel 9 nr. 1 skal verdipapirforetak oppfylle artikkel 88 og 91 i direktiv 2013/36/EU (CRD IV).

CRD IV artikkel 88 oppstiller krav til verdipapirforetakenes styringsordninger («governance arrangements»). Det følger av bestemmelsens første ledd at foretakets ledelsesorgan skal være ansvarlig for å definere, føre tilsyn med og gjennomføre styringsordninger som sikrer en effektiv og fornuftig ledelse av verdipapirforetaket, herunder fordeling av plikter i foretaket og forebygging av interessekonflikter. Styringsordningen skal være i samsvar med nærmere angitte prinsipper for styring og kontroll av foretaket, jf. artikkel 88 nr. 1. I tillegg skal styringsordningene sikre at ledelsesorganet definerer, godkjenner og fører til-

syn med verdipapirforetakets organisering hva gjelder ytelsen av investeringstjenester, investeringsvirksomhet og tilknyttede tjenester, foretakets strategi hva gjelder tjenestene mv., samt verdipapirforetakets godtgjørelsesordninger.

Ledelsesorganet skal i henhold til MiFID II artikkel 9 nr. 3 overvåke og regelmessig vurdere hensiktsmessigheten og gjennomføringen av foretakets strategiske målsetninger i forbindelse med ytelsen av investeringstjenester, investeringsvirksomhet og ytelsen av tilknyttede tjenester, effektiviteten av verdipapirforetakets styringsordninger og hensiktsmessigheten av foretakets strategi («policies») relatert til ytelse av tjenester til kunder, samt treffe egnede tiltak for å avhjelpe eventuelle mangler. Medlemmene i ledelsesorganet skal ha tilstrekkelig tilgang til informasjon og dokumenter som er nødvendig for å overvåke og kontrollere de beslutninger som tas i foretaket.

Det innføres krav om etablering av nominasjonskomité for foretak som i kraft av sin størrelse, interne organsiering og arten, omfanget og kompleksiteten av virksomheten er vesentlige («significant»), jf. MiFID II artikkel 9 nr 1 jf. CRD IV artikkel 88 nr. 2. Bestemmelsen angir detaljerte regler om nominasjonskomiteens oppgaver. Dersom ledelsesorganet i henhold til nasjonal rett ikke har kompetanse til selv å velge sine medlemmer, kommer krav om nominasjonskomité ikke til anvendelse og må således ikke gjennomføres i nasjonal rett.

CRD IV artikkel 91 oppstiller krav til verdipapirforetakets ledelsesorgan («management body»). Kravene etter gjeldende rett om at foretakets ledere skal ha hederlig vandel («good repute») og tilstrekkelig erfaring videreføres i MiFID II artikkel 9 nr. 1 jf. CRD IV artikkel 91 nr. 1. I denne bestemmelsen innføres i tillegg krav om at medlemmene av foretakets ledelsesorgan må ha tilstrekkelig kunnskap («knowledge») og kompetanse («skills») til å utføre sine oppgaver. Videre innføres krav om at sammensetningen av foretakets ledelsesorgan skal reflektere en tilstrekkelig bredde av erfaringer.

I CRD IV artikkel 91 nr. 2 oppstilles krav om at samtlige medlemmer av ledelsesorganet skal sette av tilstrekkelig tid til å utføre sine oppgaver i foretaket. Det følger videre av CRD IV artikkel 91 nr. 3 at medlemmene av ledelsesorganet skal ta hensyn til egne forutsetninger og arten, omfanget og kompleksiteten av verdipapirforetakets virksomhet, ved vurderingen av hvor mange verv og stillinger vedkommende kan ha i tillegg til vervet/stillingen i verdipapirforetaket. For vesentlige verdipapirforetak angir direktivet særlige begrensninger når det gjelder antall verv/stillinger medlemmene av ledelsesorganet i disse verdipapirforetakene kan besitte samtidig. Nasjonal tilsynsmyndighet kan tillate at medlemmer av ledelsesorganet i vesentlige verdipapirforetak innehar ytterligere ett verv i tillegg til de angitte begrensningene. Nasjonal tilsynsmyndighet skal rapportere slike tillatelser til ESMA.

Videre følger det av CRD IV artikkel 91 nr. 7 at ledelsesorganet samlet sett skal inneha tilstrekkelige kvalifikasjoner og erfaringer til å være i stand til å forstå foretakets virksomhet, herunder de største risikoene ved virksomheten. I henhold til CRD IV artikkel 91 nr. 8 skal hvert medlem av ledelsesorganet utvise ærlighet, integritet og selvstendighet, for effektivt å kunne vurdere – og om nødvendig stille spørsmålstegn ved – den daglige ledelse og for effektivt å kunne overvåke og følge med på ledelsens beslutningstakning.

I henhold til CRD IV artikkel 91 nr. 9 skal foretakene avsette tilstrekkelig menneskelige og økonomiske ressurser til opplæring av medlemmer av ledelsesorganet.

Etter CRD IV artikkel 91 nr. 10 skal foretakene ved rekruttering av medlemmer til ledelsesorganet, ta i betraktning et bredt spekter av kvaliteter og ferdigheter («competences») samt utarbeide en strategi som fremmer mangfold («diversity») i ledelsesorganet. Det fremgår av fortalen til MiFID II punkt (53) at man her taler om mangfold hva gjelder alder, kjønn, geografisk opprinnelse («geographic provenance») og utdannings- og yrkesbakgrunn, og at formålet med kravet er å hindre gruppetenkning og fremme selvstendige meninger og kritiske innvendinger. Nasjonal tilsynsmyndighet pålegges i CRD IV artikkel 91 nr. 11 en plikt til å innhente opplysninger om verdipapirforetakets strategi vedrørende mangfold i ledelsesorganet, og bruke disse opplysningene til å benchmarke praksis for mangfold. Denne benchmarkingen skal videreformidles til EBA, som skal anvende opplysningene til å benchmarke praksisen på EU-nivå.

ESMA og EBA skal i henhold til CRD IV artikkel 91 nr. 12 og MiFID II artikkel 9 nr. 2, sammen utarbeide retningslinjer/anbefalinger («guidelines») for å presisere en rekke av kravene til ledelsesorganet som følger av CRD IV artikkel 91.

Nasjonal tilsynsmyndighet skal nekte å gi tillatelse dersom medlemmene av foretakets ledelsesorgan ikke oppfyller kravene til vandel, kunnskap, kompetanse og erfaring eller ikke setter av tilstrekkelig tid til å utføre sine stillinger/verv, jf. MiFID II artikkel 9 nr. 4. Av bestemmelsen følger det videre at tillatelse skal nektes dersom det fore-

ligger objektive og påviselige grunner til å tro at foretakets ledelsesorgan kan være til skade for en sunn og forsvarlig ledelse av foretaket og være til hinder for at det tas tilstrekkelig hensyn til kundenes interesser og markedets integritet.

Etter MiFID II artikkel 9 nr. 5 har foretakene meldeplikt til nasjonal tilsynsmyndighet om endringer i ledelsesorganet. Meldingen skal inneholde informasjon som gjør nasjonal tilsynsmyndighet i stand til å vurdere hvorvidt kravene til ledelsesorganet er oppfylte. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I artikkel 9 nr. 2.

Det følger av MiFID II artikkel 9 nr. 6 at den faktiske ledelsen av et verdipapirforetak skal forestås av minst to personer som oppfyller krav til hederlig vandel og tilstrekkelige kvalifikasjoner og erfaring, samt til å sette av tilstrekkelig tid til å utføre sine oppgaver. Nasjonal tilsynsmyndighet kan tillate at et foretak har kun én person i den faktiske ledelsen. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I artikkel 9 nr. 4, men er noe endret hva gjelder angivelsen av ledelsen av foretaket og angivelsen av de krav som skal stilles dersom nasjonal tilsynsmyndighet gir tillatelse til å fravike kravet. Etter MiFID I var kravet at «management of investment firms is undertaken by» minst to personer. Dette er nå endret til et krav om at det skal være minst to personer som «effectively directs the business» av verdipapirforetaket. Etter MiFID I skal det, dersom nasjonal tilsynsmyndighet gjør unntak fra kravet, stilles krav om alternative ordninger som sikrer en sunn og fornuftig ledelse av slike verdipapirforetak. MiFID II innfører i tillegg krav om at de alternative ordningene skal ta tilstrekkelig hensyn til kundenes interesser og markedets integritet.

5.2.1.3 Utvalgets vurderinger

Reglene om krav til verdipapirforetaks ledelse er betydelig utvidet i omfang med MiFID II artikkel 9. Av fortalen til MiFID II punkt (53) fremgår det at man med MiFID II ønsker å styrke den rollen ledelsesorganer i verdipapirforetakene spiller når det gjelder å sikre en sunn og fornuftig ledelse av foretakene og å fremme markedets integritet og investorenes interesser.

Som beskrevet ovenfor, fremgår det av MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (36) at når det i MiFID II vises til «ledelsesorganet» («management body»), og der ledelsesorganets forvaltnings- og tilsynsfunksjoner i henhold til nasjonal lovgivning overdras til forskjellige organer eller forskjellige medlemmer innenfor ett organ, skal medlemsstatene identifisere de ansvarlige organene eller de ansvarlige medlemmene av ledelsesorganet i samsvar med sin nasjonale lovgivning, med mindre annet er fastsatt i direktivet.

I fortalen til MiFID II punkt (55) heter det følgende om forholdet til nasjonal selskapsrett:

> «Different governance structures are used across Member States. In most cases a unitary or a dual board structure is used. The definitions used in this Directive are intended to embrace all existing structures without advocating any particular structure. They are purely functional for the purpose of setting out rules aiming to achieve a particular outcome irrespective of the national company law applicable to an institution in each Member State. The definitions should therefore not interfere with the general allocation of competences in accordance with national company law.»

Utvalget legger følgelig til grunn at det for hver enkelt bestemmelse i MiFID II artikkel 9 må angis hvilket organ eller person i et verdipapirforetak det enkelte krav retter seg mot. Utvalget legger til grunn at begrepet «ledelsesorgan» («management body») etter norsk rett må forstås enten som «styret» eller «styret og daglig leder» eller «styret, daglig leder og faktisk ledelse».

I henhold til MiFID II artikkel 9 nr. 1 skal verdipapirforetak oppfylle kravene i CRD IV artikkel 88 og 91. CRD IV artikkel 88 gjelder krav til styringsordninger («governance arrangements»), mens artikkel 91 gjelder krav til ledelsesorganet («management body»).

Hva gjelder krav til ledelsesorganet, suppleres kravene som følger av CRD IV artikkel 91 med MiFID II artikkel 9 nr. 2, 4, 5 og 6. Utvalget foreslår at lovbestemmelser som gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 1, jf. CRD IV artikkel 91 og MiFID II artikkel 9 nr. 2, 4, 5 og 6, inntas i utkast til verdipapirhandellov § 9-10.

MiFID II viderefører et stykke på vei gjeldende krav til de aktuelle personenes kvalifikasjoner etc. i § 9-9 første ledd. Utvalget foreslår imidlertid her enkelte endringer, dels med det formål å sikre en mer direktivnær gjennomføring av MiFID II, og dels som følge av endringer i gjeldende EØS-rett.

For det første foreslås å innta en presisering av at kravet skal gjelde «til enhver tid». Dette fulgte ikke eksplisitt av MiFID I artikkel 9, men følger nå av MiFID II artikkel 9 nr. 1 jf. CRD IV artikkel 91 nr. 1. Etter gjeldende norsk rett skal alle vilkår for tillatelse være oppfylt til enhver tid, herunder kravene til foretakets ledelse. Det samme vil

gjelde etter gjennomføringen av MiFID II. Etter utvalgets vurdering er det imidlertid hensiktsmessig å presisere dette særlig hva gjelder kravene til ledelsen. Presiseringen vil også innebære en mer direktivnær gjennomføring av EØS-reglene på dette punkt. Den foreslåtte endringen er ikke ment å innebære noen endring i gjeldende rett.

I MiFID I artikkel 9 heter det at de aktuelle personene skal være «sufficiently experienced». I henhold til MiFID II artikkel 9, skal de aktuelle personene ha «sufficient knowledge, skills and experience». Utvalget foreslår på denne bakgrunn at krav om «relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring» i gjeldende verdipapirhandellov § 9-9 erstattes med krav til tilstrekkelige kvalifikasjoner og erfaring.

Med MiFID II artikkel 9 nr. 1 jf. CRD IV artikkel 91 nr. 1 annet punktum innføres et nytt krav om at foretakets styre skal være erfaringsmessig bredt sammensatt. Regelen er foreslått gjennomført i utkast til verdipapirhandellov § 9-10 første ledd annet punktum.

I gjeldende verdipapirhandellov § 9-9 første ledd tredje punktum er det inntatt et krav om at de aktuelle personene skal fremlegge politiattest. Tredje punktum ble inntatt for å tilpasses ny politiregisterlov, jf. Prop. 107 L (2011–2012), men var ikke ment å innebære noen endring i gjeldende rett. Politiattest kan kreves både på tidspunkt for søknad om konsesjon, ved senere tiltredelse og ellers. Bestemmelsen gjelder også for innhenting av politiattest for leder av filial, jf.verdipapirhandelloven § 9-22. Utvalget foreslår at bestemmelsen videreføres i utkast til verdipapirhandellov § 9-10 første ledd siste punktum.

MiFID II artikkel 9 nr. 5 viderefører langt på vei gjeldende EØS-rett om meldeplikt ved endringer i ledelsen i MiFID I artikkel 9 nr. 2. Bestemmelsen foreslås gjennomført i utkast til verdipapirhandellov § 9-10 tolvte ledd. For å sikre en mer direktivnær gjennomføring foreslår utvalget visse endringer i ordlyden i forhold til gjeldende § 9-9 tredje ledd. Det foreslås for det første at de aktuelle personene som foretakene skal melde om skifte av, endres fra «ledere» som nevnt i første ledd til «personer» som nevnt i første ledd. Endringen er ikke ment å innebære noen realitetsendring i gjeldende rett. For det andre foreslår utvalget at gjeldende ordlyd endres fra at foretakene skal gi de opplysninger som er «relevante» for å vurdere om foretaket oppfyller de aktuelle kravene, til at foretaket skal gi de opplysninger som er «nødvendige» for å oppnå dette formålet. Den foreslåtte ordlyden er etter utvalgets vurdering nærmere ordlyden «needed» i MiFID II artikkel 9 nr. 5.

MiFID II artikkel 9 nr. 6 viderefører hovedsakelig gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 9 nr. 4, som i dag er gjennomført i verdipapirhandelloven § 9-9 annet ledd. Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 9-9 annet ledd videreføres uten endringer i utkast til § 9-10 trettende ledd.

MiFID II artikkel 9 nr. 1 jf. CRD IV artikkel 88 nr. 1, inneholder bestemmelser om styringsordninger («governance arrangements»). Kravene i CRD IV artikkel 88 nr. 1 suppleres med ytterligere krav i MiFID II artikkel 9 nr. 3. Utvalget foreslår at lovbestemmelser som gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 3 jf. nr. 1 jf. CRD IV artikkel 88 nr. 1 inntas i utkast til verdipapirhandellov § 9-11.

Krav om nominasjonskomitè i MiFID II artikkel 9 nr. 1 jf. CRD IV artikkel 88 nr. 2, kommer ikke til anvendelse dersom ledelsesorganet i henhold til nasjonal rett ikke har kompetanse til å velge egne medlemmer. Utvalget legger her til grunn at «ledelsesorgan» i denne bestemmelsen må forstås som styret. Verdipapirforetak må være organisert som aksjeselskap eller allmennaksjeselskap, jf. utkast til verdipapirhandellov § 9-9. Utvalget legger til grunn at styrer i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper ikke har slik kompetanse etter norsk rett, og bestemmelsene om nominasjonskomité må således etter utvalgets vurdering ikke gjennomføres i norsk rett. Utvalget foreslår at det inntas en hjemmel i utkast til verdipapirhandellov § 9-11 sjette ledd for departementet til å fastsette forskrift om nominasjonskomité.

5.2.2 Eierforhold mv.

5.2.2.1 Gjeldende rett

Krav til verdipapirforetaks aksjeeiere, tilsynsmessig vurdering av hvorvidt disse kravene er oppfylt og meldeplikt ved endringer i aksjeeierstrukturen finnes i dag i verdipapirhandelloven § 9-10. Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 10 nr. 1 til 4.

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-10 første ledd at eier av betydelig eierandel i verdipapirforetak skal være egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Med «betydelig eierandel» menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen med selskapet, jf. verdipapirhandelloven § 2-4 femte ledd. Like med vedkommende aksjeeiers egne aksjer regnes i denne sammen-

heng aksjer som eies av aksjeeierens «nærstående» som definert i § 2-5.

Erverv av betydelig eierandel i verdipapirforetak kan bare gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Finanstilsynet av erververen, jf. verdipapirhandelloven § 9-10 annet ledd. Meldeplikten etter denne bestemmelsen gjelder ikke foretak som også har tillatelse som kredittinstitusjon. Erverv av eierandeler i kredittinstitusjoner skal i stedet meldes etter finansforetaksloven § 6-1. Melding til Finanstilsynet skal også sendes før økning av eierandel som medfører at vedkommendes andel av aksjekapitalen eller stemmene når opp til eller overstiger 20 prosent, 33 prosent eller 50 prosent, jf. verdipapirhandelloven § 9-10 tredje ledd. Finanstilsynet skal i henhold til bestemmelsens fjerde ledd innen tre måneder fra den dag melding om erverv av betydelig eierandel eller økning av eierandel over nevnte terskler er mottatt, nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

Dersom erververen av betydelig eierandel er verdipapirforetak, kredittinstitusjon, forsikringsselskap eller forvaltningsselskap for verdipapirfond fra annet EØS-land, og verdipapirforetaket som følge av ervervet vil bli vedkommendes datterforetak, kan tillatelse til ervervet bare gis etter samråd med tilsynsmyndighetene i vedkommende EØS-land, jf. bestemmelsens femte ledd. Det samme gjelder erverv foretatt av personer som kontrollerer nevnte typer foretak. Fristen på tre måneder til å nekte erverv gjelder ikke i slike tilfeller.

Finanstilsynet kan, i henhold til verdipapirhandelloven § 9-10 sjette ledd, sette frister for gjennomføring av erverv av betydelig eierandel og økning av eierandeler over terskelverdiene som angitt ovenfor. Ved avhendelse av eierandeler som medfører at eierandelens størrelse kommer under terskelverdiene som beskrevet ovenfor, skal avhenderen gi melding til Finantilsynet, jf. bestemmelsens syvende ledd.

Finanstilsynet kan, i henhold til bestemmelsens åttende ledd, gi nærmere regler om meldeplikten. Dette er gjort i verdipapirforskriften §§ 9-3 til 9-6. Her er det blant annet gitt detaljerte bestemmelser om hvilke opplysninger meldingen skal inneholde. Videre er verdipapirforetaket pålagt å gi melding til Finanstilsynet dersom det blir kjent med at noen ved erverv eller avhendelse av eierandeler i foretaket overskrider eller går under de ovenfor angitte terskelverdiene og skal også årlig informere Finanstilsynet om aksjeeiere med betydelig eierandeler i foretaket, herunder størrelsen på eierandelene, jf. verdipapirforskriften § 9-6 syvende ledd. Sistnevnte bestemmelse gjennomfører MiFID I artikkel 10 nr. 5.

Det følger av verdipapirhandelloven § 15-7 fjerde ledd at dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet, ikke har gitt melding til Finanstilsynet som beskrevet ovenfor eller erverver aksjer i strid med Finanstilsynets vedtak om å nekte erverv, kan Finanstilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves eller at aksjene skal avhendes etter fremgangsmåten i børsloven § 35 fjerde ledd. Henvisningen til § 35 fjerde ledd er imidlertid ikke lenger korrekt. Ved endring i børsloven i 2014 ble gjeldende § 35 fjerde ledd videreført i § 36 første ledd, uten at henvisningen i verdipapirhandelloven samtidig ble endret. Verdipapirhandelloven § 15-7 fjerde ledd gjennomfører MiFID I artikkel 10 nr. 6.

I henhold til børsloven § 36 kan departementet fastsette en frist for å redusere eierandelen eller søke nødvendig tillatelse. Dersom fristen overskrides, kan departementet selge aksjene. Reglene om tvangssalg av omsettelige verdipapirer gjelder da så langt de passer. Bestemmelser om forholdet til bedre prioriterte rettighetshavere i tvangsfullbyrdelsesloven[3] § 10-6 jf. § 8-16 kommer ikke til anvendelse. Aksjeeieren skal varsles om at tvangssalg vil bli foretatt senest to uker før salget gjennomføres, jf. børsloven § 36 første ledd siste punktum. Inntil nedsalg eller tvangssalg har funnet sted, kan aksjeeieren for den del av aksjene som overstiger tillatt nivå, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, jf. børsloven § 36 annet ledd.

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-1 annet ledd første punktum at tillatelse til å yte investeringstjenester eller tilknyttede tjenester bare skal gis der konsesjonsmyndigheten anser at lovens vilkår for å yte investeringstjenester er oppfylt, og der organiseringen av foretaket og forholdet til nære forbindelser er av en slik art at det kan gjennomføres et effektivt og betryggende tilsyn med verdipapirforetaket. Tillegget som gjelder «nære forbindelser» ble inntatt i bestemmelsen ved endringslov til blant annet verdipapirhandelloven[4]. Bakgrunnen for endringen var at ESA hadde gitt uttrykk for at Norge ikke i tilstrekkelig grad hadde gjennomført enkelte av sine EØS-forpliktelser etter MiFID I. ESA anførte herunder at

[3] Lov 26. juni 1992 nr. 86
[4] Lov 22. juni 2012 nr. 35

bestemmelsene om «nære forbindelser» i MiFID I artikkel 4 nr. 1 punkt (31) eksplisitt måtte inntas i regelverket. Ved siden av tillegget til verdipapirhandelloven § 9-1 annet ledd første punkt, ble en definisjonen av «nære forbindelser» etter dette inntatt i § 9-1 annet ledd. Med «nære forbindelser» menes i henhold til denne bestemmelsen, en situasjon som definert i finanstilsynsloven § 3a annet ledd med tilhørende forskriftsbestemmelser. Bestemmelsen i finanstilsynsloven § 3a annet ledd søker å gjennomføre en definisjon av nære forbindelser som svarer til MiFID I artikkel 4 nr. 1 punkt (31), jf. Prop. 87 L (2013–2014) kapittel 10.5.

5.2.2.2 Forventet EØS-rett

Med direktiv 2007/44/EF om erverv og økning av eierandeler i finansiell sektor, ble det gjort betydelige endringer i reglene om kontroll av eierforhold i flere direktiver på finansområdet, blant annet i MiFID I. Direktivet ga regler om saksbehandling og kriterier for myndighetenes vurdering ved erverv av eierandeler i foretakene. Endringsdirektivet gjorde ikke endringer i reglene om vurdering av eierforhold ved konsesjonsbehandlingen. Bakgrunnen for endringene var et ønske om å fastsette klare kriterier for den tilsynsmessige vurderingen av eiere og deres forvaltning av foretaket, samt sikre forutberegnelige og klare saksbehandlingsregler for myndighetenes vurderinger. EØS-regler tilsvarende endringsdirektiv 2007/44/EF er for så vidt gjelder verdipapirforetak ikke gjennomført i norsk rett. Reglene er i sin helhet videreført i MiFID II artikkel 10 til 13. MiFID I, herunder de endringer som følger av endringsdirektiv 2007/44/EF, oppheves med MiFID II, jf. MiFID II artikkel 94.

Det følger av MiFID II artikkel 12 nr. 7 at medlemsstatene ikke kan pålegge strengere krav til underretning av myndigheten eller myndighetenes godkjenning av erverv enn det som følger av MiFID II.

Det følger av MiFID II artikkel 10 nr. 1 at tillatelse til å yte investeringstjenester eller utøve investeringstjenestevirksomhet som verdipapirforetak ikke skal gis før nasjonal tilsynsmyndighet har fått informasjon om identiteten til eiere med kvalifisert eierandel, samt informasjon om størrelsen på eierandelen. Tillatelse skal også nektes dersom eiere med kvalifisert eierandel ikke er egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket. Dette er en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 10 nr. 1 første og annet ledd. Direktiv 2007/44/EF medførte ingen endringer i MiFID I hva gjelder eierprøvingen ved konsesjonstildeling.

Videre heter det i MiFID II artikkel 10 nr. 1 siste ledd at dersom det finnes nære forbindelser («close links») mellom verdipapirforetaket og andre fysiske eller juridiske personer, skal det gis tillatelse kun dersom disse forbindelsene ikke hindrer myndighetene i å føre forsvarlig tilsyn av foretaket. Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 10 nr. 1. «Close links» er definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (35), som er en videreføring av MiFID I artikkel 4 nr. 1 punkt (31). Definisjonen i MiFID II er noe endret i forhold til definisjonen i MiFID I, ved at siste ledd av definisjonen i MiFID I er inntatt som ny bokstav c), samt at henvisningen i MiFID I til direktiv 83/349/EEC er endret til direktiv 2013/34/EC. Endringene innebærer imidlertid ingen realitetsendringer.

Videre følger det av MiFID II artikkel 10 nr. 2 at tillatelse skal nektes dersom tilsynsmyndighetene hindres i å utføre sine tilsynsoppgaver på en forsvarlig måte fordi en eller flere fysiske personer som foretaket har nære forbindelser til, er underlagt en tredjestats regulering, eller fordi det er vanskelig å håndheve disse lovene og forskriftene i tredjestaten. Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 10 nr. 2.

Av kommisjonsforordning C(2016) 4417 artikkel 10 fremgår nærmere bestemmelser om i hvilke tilfeller en gruppestruktur («group structure») som verdipapirforetaket skal operere innenfor skal anses for å være til hinder for at myndighetene kan føre forsvarlig tilsyn med foretaket i relasjon til MiFID II artikkel 10 nr. 1 og nr. 2.

MiFID II artikkel 10 nr. 3 stiller krav om egnede tiltak fra myndighetenes side der den innflytelse som utøves av eiere med kvalifisert eierandel kan tenkes å være til skade for en sunn og fornuftig forvaltning av foretaket. Slike tiltak kan i henhold til bestemmelsen omfatte anmodninger om rettsavgjørelser eller anvendelse av sanksjoner overfor ledelsen, eller suspensjon av de stemmerettene som er knyttet til vedkommende eiers eierandeler. Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende EØS-rett uten endringer.

«Kvalifisert eierandel» («qualifying holding») er definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (31), som en direkte eller indirekte eierandel i et verdipapirforetak som utgjør minst 10 % av kapitalen eller stemmerettene, eller som gjør det mulig å øve betydelig innflytelse på forvaltningen av verdipapirforetaket der eierandelen besittes. Ved beregningen skal det tas hensyn til de aksjer, rettighe-

ter til aksjer og stemmerettigheter som omfattes av direktiv 2004/109/EF (rapporteringsdirektivet) artiklene 9 og 10. Videre skal konsolideringsreglene i direktivets artikkel 12 nr. 4 og 5 legges til grunn.

Ved vurderingen av hvorvidt kriteriene for en kvalifisert eierandel er oppfylt, skal det ikke tas hensyn til stemmeretter eller aksjer som verdipapirforetak eller kredittinstitusjon innehar som følge av at de stiller fulltegningsgaranti for finansielle instrumenter og/eller plassering av finansielle intrumenter på grunnlag av bindende tilsagn, forutsatt at rettighetene ikke utøves eller på annen måte anvendes til å gripe inn i forvaltningen av utstederforetaket, og at de avhendes innen ett år etter ervervet, jf. MiFID II artikkel 11 nr. 1 siste avsnitt. Denne bestemmelsen ble inntatt i MiFID I med endringsdirektiv 2007/44/EF.

Dersom den innflytelse som utøves av eiere med kvalifisert eierandel kan tenkes å være til skade for en god og fornuftig forvaltning av foretaket, skal nasjonal tilsynsmyndighet treffe egnede tiltak for å bringe denne situasjonen til opphør, jf. MiFID II artikkel 10 nr. 3. Slike tiltak kan omfatte anmodninger om rettsavgjørelser eller anvendelse av sanksjoner, eller suspensjon av de stemmerettighetene som er knyttet til vedkommende aksjeeiers aksjer. Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 10 nr. 6 første og annet ledd og ble ikke endret med direktiv 2007/44/EF.

Bestemmelser om plikt til å underrette nasjonal tilsynsmyndighet før erverv av eierandeler i verdipapirforetak er gitt i MiFID II artikkel 11. Meldeplikt om endringer fulgte også av MiFID I før vedtakelsen av endringsdirektiv 2007/44/EF. Med endringsdirektivet ble det imidlertid gitt mer detaljerte regler om denne meldeplikten.

Meldeplikt om endringer inntrer etter MiFID II artikkel 11 nr. 1 både ved erverv av kvalifisert eierandel, økning av eierandel over gitte terskler, samt avhendelse av eierandel under de samme tersklene eller slik at vedkommende ikke lenger innehar kvalifisert eierandel i verdipapirforetaket. Det samme gjaldt etter MiFID I og endringsdirektivet gjorde ikke endringer på dette punkt.

Meldeplikten ble ved endringsdirektiv 2007/44/EF utvidet til å gjelde ikke bare fysiske og juridiske personer, men i tillegg også fysiske eller juridiske personer som opptrer samlet («acting in concert»). Videre ble tidspunktet for når meldeplikten inntrer endret fra det tidspunkt vedkommende har til hensikt å («proposes to») erverve, til det tidspunkt vedkommende har besluttet («taken a decition to») å erverve. Terskelen for meldeplikt ved endringer i eierandelen på 33 % ble endret til 30 %, dog slik at medlemsstatene på visse vilkår kan velge å anvende terskel på 1/3 i stedet. Hva vedkommende skal melde om er endret fra kun å angi størrelsen på eierandelen etter ervervet i MiFID I (før endringsdirektivet), til også å måtte oppgi nærmere angitte opplysninger.

I MiFID II artikkel 11 nr. 2 gis regler om samarbeid mellom myndigheter der den aktuelle erverver har roller i foretak i annen EØS-stat eller i en annen sektor enn den ervervet gjelder. Reglene må sees i sammenheng med MiFID II artikkel 79 til 87 om samarbeid mellom nasjonale tilsynsmyndigheter, jf. kapittel 9.7. Reglene i artikkel 11 nr. 2 er langt på vei en videreføring av tilsvarende bestemmelser i MiFID I, dog slik at saksbehandlingsfristene for myndighetene i slike tilfeller, til forskjell fra MiFID I, ikke suspenderes. ESMA skal utarbeide, og Kommisjonen vedta, forordninger som fastsetter standardskjemaer, maler og fremgangsmåter for samråd mellom berørte myndigheter, jf. artikkel 12 nr. 9.

Det følger av MiFID II artikkel 11 nr. 3 at verdipapirforetak som får kjennskap til erverv eller avhendelser av eierandeler som medfører at eierandelen overstiger eller faller inn under de angitte terskelverdiene, skal underrette myndighetene om dette. Verdipapirforetak skal også årlig oppgi navn på aksjeeiere til myndighetene. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I og ble ikke endret med direktiv 2007/44/EF.

Videre følger det av MiFID II artikkel 11 nr. 4 at det skal innføres tilsvarende tiltak som nevnt i artikkel 10 nr. 3 overfor personer som ikke overholder plikten til forutgående melding i forbindelse med erverv eller økning av eierandel. Dette kan altså omfatte anmodninger om rettsavgjørelser eller anvendelse av sanksjoner, eller suspensjon av de stemmerettighetene som er knyttet til vedkommende aksjeeiers aksjer. Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 10 nr. 6 siste avsnitt, og ble ikke endret med direktiv 2007/44/EF.

Bestemmelser om saksbehandlingsfrister ved myndighetenes behandling av meldinger om erverv av kvalifisert eierandel etc. i verdipapirforetak fremgår av MiFID II artikkel 12. MiFID I inneholdt opprinnelig bestemmelser om saksbehandlingsfrister i slike saker, men disse ble betydelig strammet inn med endringsdirektiv 2007/44/EF. Disse bestemmelsene, som ble inntatt som ny artikkel 10a i MiFID I med endringsdirektivet, er i sin helhet videreført uten endringer i MiFID II artikkel 12 nr. 1 til 7.

Det følger av MiFID II artikkel 12 nr. 1 at tilsynsmyndigheten umiddelbart, og i alle tilfeller innen to virkedager etter å ha mottatt melding om erverv, samt eventuelt etter å ha mottatt tilleggsopplysninger (etter en nærmere beskrevet prosedyre), skriftlig skal bekrefte mottaket overfor den aktuelle erververen. Tilsynsmyndigheten skal gjennomføre vurderingen innen 60 virkedager etter at slik skriftlig bekreftelse er sendt. Når myndighetene bekrefter mottak av melding og alle relevante opplysninger, skal de samtidig underrette den aktuelle erververen om når vurderingsperioden utløper.

I henhold til MiFID II artikkel 12 nr. 2, kan myndighetene i løpet av vurderingsperioden ved behov, men senest den 50. virkedagen i vurderingsperioden, skriftlig anmode om tilleggsopplysninger. Vurderingsperioden avbrytes i slike tilfeller. Avbruddet kan imidlertid ikke overstige 20 virkedager. Dersom den aktuelle erververen er etablert eller omfattet av lovgivning utenfor EØS, eller verken er underlagt tilsyn i henhold til MiFID II, UCITS IV[5], Solvens II[6] eller CRD IV[7], kan avbruddet i vurderingsperioden imidlertid forlenges med inntil 30 virkedager. Myndighetene kan fritt be om utfyllende og klargjørende opplysninger, men dette kan ikke føre til at vurderingsperioden avbrytes.

Dersom myndighetene beslutter å motsette seg det planlagte ervervet, skal myndighetene skriftlig underrette den aktuelle erververen og oppgi begrunnelsen for beslutningen, jf. MiFiD II artikkel 12 nr. 4. Det følger videre av bestemmelsen at en egnet erklæring med begrunnelsen for beslutningen kan offentliggjøres på anmodning fra den aktuelle erververen. Dette er imidlertid ikke til hinder for at en medlemsstat kan tillate offentliggjøring av en slik begrunnelse uten at den aktuelle erververen har anmodet om dette.

Dersom tilsynsmyndigheten ikke skriftlig motsetter seg det planlagte ervervet i løpet av vurderingsperioden, skal det anses som godkjent, jf. MiFID II artikkel 12 nr. 5. Tilsynsmyndigheten kan fastsette en frist for gjennomføring av det planlagte ervervet og forlenge fristen ved behov, jf. artikkel 12 nr. 6.

MiFID II artikkel 13 gir nærmere regler om den skjønnsmessige vurderingen som myndighetene skal foreta ved vurdering av meldinger om erverv av betydelig eierandel etc. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I artikkel 10b, som ble inntatt i MiFID I med endringsdirektiv 2007/44/EF. Det følger av MiFID II artikkel 13 nr. 1 at myndighetene skal vurdere både den aktuelle erververens egnethet («suitability») og det planlagte erverets økonomiske soliditet («financial soundness») på grunnlag av bestemte kriterier, angitt i bestemmelsens bokstav a) til e). Ved vurderingen skal det tas hensyn til den aktuelle erververs sannsynlige innflytelse på verdipapirforetaket. Kommisjonen kan vedta delegerte rettsakter som tilpasser kriteriene a) til e).

Det følger av MiFID artikkel 13 nr. 2 at myndighetene kan motsette seg det planlagte erverv dersom det på grunnlag av de nevnte kriteriene er rimelige grunner («reasonable grounds») til dette, eller dersom de opplysningene som gis av erververen er ufullstendige. Medlemsstatene skal verken innføre forhåndsvilkår med hensyn til størrelsen på den eierandel som skal erverves, eller tillate at nasjonal tilsynsmyndighet undersøker det planlagte erverv ut fra markedets økonomiske behov («economic needs of the market»), jf. MiFID II artikkel 13 nr. 3.

I henhold til MiFID II artikkel 13 nr. 4, skal medlemsstatene offentliggjøre en liste over de opplysninger som skal sendes til myndighetene ved meldinger om erverv. Hvilke opplysninger som kreves, skal stå i forhold til og være tilpasset den aktuelle erververs og det planlagte ervervs art. Medlemsstatene skal ikke kreve opplysninger som ikke er relevante for en tilsynsvurdering. ESMA skal utarbeide utkast, og Kommisjonen vedta, forordninger for å fastsette en uttømmende liste over opplysninger som skal inngå i en melding fra erverver, jf. artikkel 12 nr. 8.

Dersom myndighetene mottar melding om to eller flere planlagte erverv eller økninger av kvalifiserte eierandeler i samme verdipapirforetak, skal de aktuelle erververne ikke forskjellsbehandles, jf. MiFID II artikkel nr. 5.

5.2.2.3 Utvalgets vurderinger

Bestemmelsene om eierkontroll mv. ved konsesjonsbehandlingen i MiFID II artikkel 10 nr. 1 og 2 er en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 10 nr. 1, som dels er gjennomført i verdipapirhandelloven § 9-10 første ledd og dels i § 9-1 annet ledd.

Utvalget foreslår at gjeldende § 9-10 første ledd videreføres uendret i utkast til verdipapirhandellov § 9-12 første ledd første punktum. Den generelle definisjonen av kvalifisert eierandel suppleres med beregningsregler som kun gjelder reglene i kapittel 9. Utvalget foreslår at dette presi-

5 Direktiv 2009/65/EF
6 Direktiv 2009/138/EF
7 Direktiv 2013/36/EU

seres ved at det inntas en henvisning til disse bestemmelsene i utkast til § 9-12 første ledd annet punktum. Det foreslås at departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen, jf. utkastet § 9-12 annet ledd.

MiFID II artikkel 10 nr. 1 tredje ledd og nr. 2, samt definisjonen av «nære forbindelser» («close links») i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (35), er i dag gjennomført i verdipapirhandelloven § 9-1 annet ledd jf. finanstilsynsloven § 3a annet ledd. Det gjøres ikke endringer i gjeldende EØS-rett på dette punkt. Utvalget foreslår at gjeldende bestemmelse i verdipapirhandelloven § 9-1 annet ledd videreføres uten endringer i utkast til verdipapirhandellov § 9-1 annet ledd.

Utvalget foreslår å anvende begrepet «kvalifisert» eierandel i stedet for dagens «betydelig» eierandel. «Kvalifisert» eierandel er brukt i blant annet finansforetaksloven og øvrig lovgivning på finansområdet ved gjennomføring av endringdirektiv 2007/44/EF og ved gjennomføring av tilsvarende definisjon i CRD IV i finansforetaksloven. Endringen vil etter utvalgets vurdering også være nærmere ordlyden «qualifying holding» i MiFID II.

I gjeldende verdipapirhandellov er «betydelig eierandel» definert under del 2 Generelle bestemmelser, i § 2-4 femte ledd. Begrepet «kvalifisert eierandel» er definert i MiFID II artikkel 4 punkt (31), og benyttes i MiFID II i flere bestemmelser i direktivet enn i reglene om eierforhold i verdipapirforetak. Reglene om beregning av kvalifisert eierandel er noe utdypet i artikkel 11 nr. 1 fjerde ledd, som kun gjelder bestemmelsene om eierforhold i artikkel 10 og 11. Etter utvalgets vurdering vil det være mest hensiktsmessig å opprettholde dagens system med en generell definisjon av «kvalifisert eierandel» innledningsvis i loven, jf. utkast til verdipapirhandellov § 2-9 fjerde ledd. Hva gjelder reglene om eierforhold i kapittel 9, vil supplerende regler om beregning av kvalifisert eierandel således følge av utkastet § 9-13 femte ledd.

I gjeldende bestemmelser om eierforhold i verdipapirforetak, anvendes ordlyden «eier» og «aksjeeier» synonymt. Det samme gjelder «eierandeler» og «aksjer». Reglene om beregning av eierandel er nå betydelig utvidet i direktivene, blant annet til også å gjelde eierandeler som vedkommende ikke eier, men har rett til å erverve på eget initiativ eller har rett til å utøve stemmerett for. Begrepet «aksjeeier» og «aksjer» er således ikke lenger dekkende. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å anvende begrepene «eier» og «eierandel» konsekvent i lovbestemmelsene.

Med MiFID II artikkel 11 gis det noe mer detaljerte regler om meldeplikt ved erverv etc. av kvalifisert eierandel i verdipapirforetak enn hva som følger av gjeldende rett. Utvalget foreslår å innta reglene om melding i en egen bestemmelse i loven, jf. utkast til verdipapirhandellov § 9-13. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 11 nr. 1 og nr. 3. Artikkel 11 nr. 2 pålegger nasjonal tilsynsmyndighet å samarbeide med hverandre ved egnethetsvurderingen i gitte situasjoner. Forpliktelsene retter seg mot myndighetene, og foreslås ikke gjennomført i verdipapirhandelloven, jf. kapittel 1.2.2.3.

Utvalget foreslår at reglene om frister for myndighetenes behandling av meldinger om erverv av kvalifisert eierandel etc. i verdipapirforetak i MiFID II artikkel 12, gjennomføres i utkast til verdipapirhandellov § 9-14.

Lovbestemmelse som gjelder tema og kriterier for myndighetenes vurdering av meldinger om erverv av betydelig eierandel etc. foreslås inntatt i utkast til § 9-15. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 13.

MiFID II artikkel 10 nr. 3 og artikkel 11 nr. 4 om tilsyn og sanksjoner er en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 10 nr. 6. Reglene er i dag gjennomført i verdipapirhandelloven § 15-7 fjerde ledd. Utvalget foreslår at bestemmelsen videreføres uten materielle endringer i utkast til verdipapirhandellov § 19-7 fjerde ledd. Henvisninger til relevante lovbestemmelser i verdipapirhandelloven må imidlertid oppdateres. Det bemerkes at henvisningen til børsloven § 35 fjerde ledd i gjeldende bestemmelse ikke er oppdatert etter endring i børsloven i 2014[8]. Bestemmelsen ble ved denne lovendringen videreført i gjeldende § 36 første ledd. Gjeldende børslov § 36 første ledd foreslås videreført i utkast til § 13-4. Videre foreslås «aksjeeier» erstattet med «eier», og «betydelig» eierandel erstattet med «kvalifisert» eierandel i utkast til § 19-7 fjerde ledd, jf. ovenfor.

5.2.3 Organisering av virksomheten

5.2.3.1 Gjeldende rett

De overordnede krav til organisering av virksomheten i et verdipapirforetak følger i dag av verdipapirhandelloven § 9-11, som er supplert med detaljerte regler i verdipapirforskriften §§ 9-7 til 9-28. Bestemmelsene gjennomfører MiFID I artikkel 13, samt utfyllende bestemmelser om organisering i gjennomføringsdirektivet til MiFID I ar-

[8] Lov av 20. juni 2014 nr. 29

tikkel 5 til 25. I gjennomføringsforordning 1287/2006/EF, som er gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 15-1, er det videre gitt nærmere regler om dokumentasjon av kundeordre og transaksjoner.

Verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd pålegger verdipapirforetak å innrette sin virksomhet slik at foretaket oppfyller nærmere angitte krav i nr. 1 til 9. Det fremgår av verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 1 at verdipapirforetak skal ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrifter.

Videre følger det av verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 2, at foretaket skal være oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum, jf. verdipapirhandelloven § 10-10. I verdipapirforskriften § 9-23 er det gitt nærmere regler om identifisering av interessekonflikter (§ 9-23), retningslinjer for interessekonflikter (§ 9-24), informasjon til kunder om mulige interessekonflikter (§ 9-25), dokumentasjon av tjenester og virksomheter som gir opphav til skadelige interessekonflikter (§ 9-26) og særlige regler om investeringsanalyse (§§ 9-27 og 9-28).

I henhold til verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 3, skal verdipapirforetak treffe rimelige tiltak som skal sikre kontinuitet og regelmessighet i investeringstjenestevirksomheten, herunder ha nødvendige systemer, ressurser og prosedyrer.

Videre følger det av § 9-11 første ledd nr. 4 at foretaket skal treffe betryggende tiltak slik at operasjonell risiko begrenses til et minimum når det benytter seg av en tredjepart til utføring av operasjonelle funksjoner. Nærmere regler om verdipapirforetaks utkontraktering er gitt i verdipapirhandelloven § 9-11 annet ledd. Her heter det at verdipapirforetak som utkontrakterer funksjoner, ikke kan overlate viktige operasjonelle funksjoner til en tredjepart dersom dette fører til at foretakets internkontroll og evne til å påse etterlevelsen av dets forliktelser blir merkbart forringet, eller Finanstilsynets mulighet for å føre tilsyn med virksomheten merkbart forringes eller vanskeliggjøres. I verdipapirforskriften oppstilles nærmere generelle vilkår for utkontraktering (§ 9-14), samt tilleggsvilkår for utkontraktering når oppdragstaker er lokalisert i tredjeland (§ 9-15).

Etter verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 5, skal foretaket ha effektive informasjonsbehandlingssystemer, gode administrasjons- og regnskapsrutiner, kontroll- og sikkerhetsordninger, samt stillingsinstrukser som særskilt regulerer ansvarsfordelingen mellom daglig leder og andre ledere av virksomheten.

Det fremgår videre av verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 6 at foretaket skal ha tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som blant annet omfatter regler for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ledere, ansatte og tilknyttede agenter.

Videre følger det av verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 7 at foretaket skal sørge for at det blir ført lister over alle investeringstjenester, herunder alle utførte transaksjoner, som skal være minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler Finanstilsynet har ansvar for, er overholdt. Slike lister skal oppbevares i minst fem år. Finanstilsynet skal ha tilgang til og føre tilsyn med lister ført av norske filialer av utenlandske verdipapirforetak, jf. verdipapirhandelloven §§ 9-24 og 9-25. I verdipapirforskriften §§ 9-21 og 9-22 gis nærmere regler om krav til oppbevaringstid og medium for oppbevaring av opplysninger. Bestemmelsene gjennomfører MiFID I artikkel 13 nr. 6 og gjennomføringsdirektivet til MiFID I artikkel 51. I gjennomføringsforordning 1287/2006/EF jf. verdipapirforskriften § 15-1, er det gitt nærmere regler om dokumentasjon av kundeordre og beslutninger om å handle (artikkel 7) og dokumentasjon av transaksjoner (artikkel 8). Verdipapirhandelloven § 9-11 nr. 7 gjennomfører også MiFID I artikkel 25 nr. 2, jf. omtale i kapittel 3.9.

Krav til dokumentasjon i form av lydopptak følger i dag av verdipapirhandelloven § 10-17. Det fremgår av denne bestemmelsen at verdipapirforetak etter nærmere regler fastsatt av departementet plikter å foreta lydopptak i tilknytning til yting av investeringstjenester og tilknyttede tjenester, samt oppbevare lydopptak og annen type dokumentasjon i tilknytning til slike tjenester. Krav til lydopptak etc. er nærmere regulert i verdipapirforskriften kapittel VIII. Her er det gitt regler om plikt til å foreta lydopptak og rutiner for dokumentasjon av kommunikasjon gjennom andre kommunikasjonskanaler (§ 10-31), gjenfinning av dokumentasjon (§ 10-32), oppbevaring av dokumentasjon (§ 10-33), informasjonsplikt overfor kunder (§ 10-34) og innsynsrett (§ 10-35).

Det fremgår av verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 8 at verdipapirforetak skal ha interne instrukser for ansattes adgang til å være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap eller å ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd i selskaper. Slike instrukser

skal også omfatte styremedlemmer som har slik innflytelse i verdipapirforetaket som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd. Tilsvarende instrukser skal utarbeides for tilfeller der det er gitt dispensasjon etter verdipapirhandelloven § 10-3 annet ledd.

Til slutt følger det av verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 9 at verdipapirforetak skal ha interne rutiner for krav til beregning av sikkerhet ved formidling og inngåelse av avtaler etter verdipapirhandelloven § 10-5 første og annet ledd (lån av finansielle instrumenter) og § 10-6 (handel med derivater) og ved kredittgivning etter § 9-6.

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-11 tredje ledd at verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundens finansielle instrumenter holdes adskilt fra foretakets finansielle instrumenter. Verdipapirforetak kan i henhold til bestemmelsens annet punktum bare benytte kundens finansielle instrumenter for egen regning dersom kunden uttrykkelig har gitt samtykke til dette. Det fremgår videre av verdipapirhandelloven § 9-11 fjerde ledd at verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundemidler holdes adskilt fra foretakets midler. Verdipapirforetak, som ikke er kredittinstitusjon, kan ikke benytte kundemidler for egen regning. I verdipapirforskriften er det gitt nærmere regler om tiltak for beskyttelse av kunders aktiva, herunder bestemmelser om beskyttelse av kunders finansielle instrumenter og midler (§ 9-16), oppbevaring av kunders finansielle instrumenter og midler (§§ 9-17 og 9-18), anvendelse av kundens finansielle instrumenter (§ 9-19) og krav om årlig erklæring fra ekstern revisor (§ 9-20).

I henhold til verdipapirhandelloven § 9-11 femte ledd, skal styret og daglig leder utarbeide interne retningslinjer og instrukser i samsvar med bestemmelsens første ledd.

Departementet er i verdipapirhandelloven § 9-11 sjette ledd gitt hjemmel til å fastsette nærmere regler om organisering av verdipapirforetak. Slike regler er gitt i verdipapirforskriften §§ 9-7 til 9-28. Foruten nærmere regler om utkontraktering, tiltak for beskyttelse av kunders aktiva, oppbevaring av dokumentasjon og interessekonflikter, som beskrevet ovenfor, er det i verdipapirforskriften §§ 9-7 til § 9-13 gitt nærmere bestemmelser om alminnelige krav til organisering av verdipapirforetak. Her fremgår regler om generelle organisatoriske krav (§ 9-7), kontroll av etterlevelse (compliance) (§ 9-8), risikostyring (§ 9-9), internrevisjon (§ 9-10), tilpasning og unntak fra de organisatoriske kravene av hensyn til virksomhetenes art, omfang og kompleksitet (§ 9-11), ledelsens ansvar (§ 9-12) og klagebehandling (§ 9-13).

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-11 syvende ledd at verdipapirforetak skal ha retningslinjer og rutiner for beregning og utbetaling av resultatavhengig godtgjørelse. Departementet kan ved forskrift fastsette nærmere regler om godtgjørelsesordninger i verdipapirforetak som ikke er finansinstitusjon. Slike bestemmelser er i dag gitt i forskrift om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner mv.[9] Det følger av verdipapirhandelloven § 9-11 syvende ledd siste punktum at bestemmelsene i finanseringsvirksomhetsloven §§ 2-18 til 2-22 gjelder tilsvarende. Verdipapirhandelloven § 9-11 syvende ledd og forskrift om godtgjørelsesordninger gjennomfører bestemmelser i CRD IV om dette. Finansieringsvirksomhetsloven er opphevet med finansforetaksloven, men bestemmelsene er videreført i finansforetaksloven §§ 15-1 til 15-5, jf. Prop. 125 L (2013-2014) kapittel 13.15.

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-22 første ledd at verdipapirforetak skal gi melding til Finanstilsynet før det oppretter filial i Norge. Filialen skal ha en leder som oppfyller kravene i verdipapirhandelloven § 9-9 første ledd.

5.2.3.2 Forventet EØS-rett

Organisatoriske krav til verdipapirforetak fremgår av MiFID II artikkel 16. Det er gitt utfyllende regler i kommisjonsforordning C(2016) 2398[10] artikkel 21 til 43 og i kommisjonsdirektiv C(2016) 2031[11] artikkel 2 til 10.

Det følger av MiFID II artikkel 16 nr. 1 at hjemstaten skal kreve at verdipapirforetak overholder de organisatoriske krav som er fastsatt i nr. 2 til 10 i artikkel 16, og i artikkel 17. Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 13 nr. 1. Det er gitt utfyllende regler om generelle organisatoriske krav til verdipapirforetak i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 21.

---

9 Forskrift av 1. desember 2010 nr. 1507.

10 Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive

11 Commission Delegated Directive (EU) .../... of 7.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to safeguarding of financial instruments and funds belonging to clients, product governance obligations and the rules applicable to the provision or reception of fees, commissions or any monetary or non-monetary benefits

I henhold til MiFID II artikkel 16 nr. 2, skal verdipapirforetak fastsette de retningslinjer og rutiner som måtte være nødvendige for å sikre at foretaket oppfyller sine forpliktelser i henhold til MiFID II, samt etablere egnede regler for ledere, ansatte og tilknyttede agenters personlige transaksjoner.

Utfyllende regler til MiFID II artikkel 16 nr. 2 hva gjelder krav til kontrollfunksjonen (compliancefunksjonen) i verdipapirforetak følger av kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 22. Reglene om krav til compliancefunksjonen i kommisjonsforordningen er noe utbygget i forhold til gjeldende EØS-rett på nivå 2, blant annet ved at det er inntatt mer detaljerte krav til compliancefunksjonens rapportering til ledelsesorganet («management body»), krav til overvåkning av foretakets klagebehandling og krav til en risikobasert compliancekontroll. De nye kravene bygger på ESMAs retningslinjer om compliancefunksjonen[12].

Av kommisjonsforordning C(2016) 2398 fremgår også utfyllende regler til MiFID II artikkel 16 nr. 2 om risikohåndtering (artikkel 23), internrevisjon (artikkel 24), ledelsens ansvar (artikkel 25), håndtering av klager (artikkel 26), godtgjørelsesordninger (artikkel 27) og personlige transaksjoner (artikkel 28 og 29).

MiFID II artikkel 16 nr. 3 første ledd pålegger verdipapirforetak å opprettholde og anvende effektive organisatoriske og administrative ordninger med sikte på å treffe alle rimelige tiltak for å hindre at interessekonflikter skader kundenes interesser. Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 13 nr. 3. I kommisjonsforordning C(2016) 2398 er det gitt utfyllende regler om identifisering av interessekonflikter (artikkel 33), krav til retningslinjer for interessekonflikter (artikkel 34) og registrering av tjenester eller virksomheter som fører til skadelige interessekonflikter (artikkel 35). I tillegg er det gitt særregler om interessekonflikter som kun gjelder investeringsanalyser (artikkel 36 og 37) og særregler som kun gjelder fulltegningsgaranti og plassering (artikkel 38 til 43).

I MiFID II artikkel 16 nr. 3 annet til syvende ledd innføres krav til produktgodkjenning/produktkontroll («product governance») for finansielle instrumenter. Tilsvarende krav finnes ikke i MiFID I.

Det følger av MiFID II artikkel 16 nr. 3 annet ledd at verdipapirforetak som produserer («manufactures») finansielle instrumenter med sikte på salg til kunder, skal ha en prosess for godkjenning av hvert finansielle instrument og vesentlige tilpasninger av eksisterende finansielle instrumenter, før de markedsføres eller distribueres til kunder. Produktgodkjenningsprosessen skal angi en identifisert målgruppe («target market») av sluttkunder i den relevante kundekategorien for hvert finansielle instrument. Verdipapirforetaket skal sikre at alle relevante risikoer for et gitt identifisert målgruppe vurderes, samt at foretakets planlagte distribusjonsstrategi er i samsvar med den identifiserte målgruppen. Videre fremgår det av bestemmelsens tredje ledd at verdipapirforetak regelmessig skal gjennomgå de finansielle instrumentene det tilbyr eller markedsfører. Ved slik gjennomgang skal verdipapirforetaket ta hensyn til hendelser som kan få vesentlig innvirkning på den potensielle risikoen for den identifiserte målgruppe, og som et minimum vurdere om det finansielle instrumentet fortsatt dekker den identifiserte målgruppens behov og om den planlagte distribusjonsstrategien fortsatt er hensiktsmessig.

Et verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter, skal overfor enhver distributør («distributor») gjøre tilgjengelig alle relevante opplysninger om det finansielle instrumentet og produktgodkjenningsprosessen, herunder den identifiserte målgruppen for det finansielle instrumentet, jf. bestemmelsens femte ledd. Det følger av MiFID II artikkel 16 nr. 3 sjette ledd, at dersom et verdipapirforetak tilbyr eller anbefaler finansielle instrumenter som det ikke selv produserer, skal det ha innført egnede ordninger («adequate arrangements») for å innhente opplysningene nevnt i bestemmelsens femte ledd, samt forstå egenskapene ved og den identifiserte målgruppen for hvert finansielt instrument. Retningslinjene og rutinene for produktgodkjenningsprosessen skal ta tilbørlig hensyn til («be without prejudice to») andre krav som følger av MiFiD II og MiFIR, herunder krav som gjelder offentliggjøring, egnethet eller hensiktsmessighet, identifisering og håndtering av interessekonflikter, og vederlag fra andre enn kunden («inducements»). I kommisjonsdirektiv C(2016) 2031 er det gitt utfyllende bestemmelser om krav til produktgodkjenning for henholdsvis produsent (artikkel 9) og distributør (artikkel 10) av finansielle instrumenter.

I kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 27 er det videre gitt utfyllende regler om interessekonflikter i form av krav om at verdipapirforetak skal ha en godtgjørelsesordning. Av bestem-

[12] «Guidelines on certain aspects of the MiFID compliance function requirements» datert 6. juli 2012 (ESMA 2012/388)

melsen følger også overordnede krav til blant annet omfang og fastsettelse av, samt innhold i, en slik godtgjørelsesordning.

Det følger av MiFID II artikkel 16 nr. 4 at et verdipapirforetak skal treffe rimelige tiltak for å sikre kontinuitet og regelmessighet i ytingen av investeringstjenester og utøvelsen av investeringsvirksomhet. For dette formål skal verdipapirforetaket anvende egnede og riktig avpassede systemer, ressurser og rutiner.

MiFID II artikkel 16 nr. 5 første ledd pålegger verdipapirforetak å sikre at det, når det benytter en tredjemann til å utføre driftsfunksjoner («operational functions») som er avgjørende for å kunne yte tjenester og utøve investeringsvirksomhet på et kontinuerlig og tilfredsstillende grunnlag, treffer rimelige tiltak («reasonable steps») for å unngå unødig ytterligere driftsrisiko. Utkontraktering av viktige driftsfunksjoner skal ikke skje på en slik måte at det vesentlig forringer kvaliteten på foretakets internkontroll og tilsynsmyndighetens mulighet til å kontrollere at foretaket oppfyller alle sine forpliktelser. Utfyllende regler om utkontraktering følger av kommisjonsforordning C(2016) 2398, herunder bestemmelser om hva som skal anses som kritiske og viktige driftsfunksjoner i relasjon til MiFID II artikkel 16 nr. 5 første ledd (artikkel 30), vilkår for utkontraktering (artikkel 31) og nærmere bestemmelser om utkontraktering til en oppdragstaker i en tredjestat (artikkel 32).

Videre heter det i MiFID II artikkel 16 nr. 5 annet ledd at et verdipapirforetak skal ha god forvaltnings- og regnskapspraksis, internkontrollordninger, effektive fremgangsmåter for risikovurdering og effektive kontroll- og sikkerhetsordninger for databehandlingssystemer. Disse reglene tilsvarer gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 13 nr. 5.

I MiFID II artikkel 16 nr. 5 tredje ledd heter det at et verdipapirforetak skal ha pålitelige sikkerhetssystemer («sound security mechanisms») som er utformet for å garantere sikkerhet og autentisering ved informasjonsoverføringen, redusere risikoen for dataforfalskning og ulovlig tilgang, samt forebygge informasjonslekkasje. Systemene skal også sikre at opplysningene til enhver tid behandles fortrolig. Kravet berører ikke tilsynsmyndighetens mulighet til å kreve tilgang til kommunikasjon i samsvar med MiFID II og MiFIR. Bestemmelsen er ny i forhold til gjeldende EØS-rett.

MiFID II artikkel 16 nr. 6 pålegger verdipapirforetak å dokumentere samtlige tjenester, virksomheter og transaksjoner. Dokumentasjonen skal være tilstrekkelig til at tilsynsmyndighetene kan utføre sine tilsynsoppgaver og treffe de håndhevingstiltakene som er fastsatt i MiFID II, MiFIR, direktiv 2014/57/EU (MAD) og MAR, samt sette tilsynsmyndighetene i stand til å forsikre seg om at verdipapirforetaket oppfyller alle sine forpliktelser. Bestemmelsen er i det vesentlige en videreføring av MiFID I artikkel 13 nr. 6. Utfyllende bestemmelser om dokumentasjon fremgår av kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 72 til 75. Dette gjelder krav til oppbevaring av opplysninger (artikkel 72), dokumentasjon av rettigheter og plikter for verdipapirforetaket og for kunden (artikkel 73), dokumentasjon av kundeordre og beslutninger om å handle (artikkel 74) og dokumentasjon av transaksjoner og behandling av ordre (artikkel 75).

MiFID II artikkel 16 nr. 7 pålegger minimumskrav til opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon. Det følger av bestemmelsens første ledd at dokumentasjonen skal omfatte opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon som i det minste gjelder transaksjoner gjennomført for egen regning og yting av tjenester i forbindelse med mottak, formidling og utførelse av kundeordrer. Dette skal også omfatte telefonsamtaler og elektronisk kommunkasjon som er ment å føre til at det inngås transaksjoner for egen regning eller til yting av tjenester i forbindelse med mottak, formidling og utførelse av kundeordrer, selv om disse samtalene eller denne kommunikasjonen ikke fører til slike transaksjoner eller yting av tjenester i forbindelse med kundeordrer, jf. MiFID II artikkel 16 nr. 7 annet ledd.

Et verdipapirforetak skal treffe alle rimelige tiltak for å ta opp relevante telefonsamtaler og lagre relevant elektronisk kommunikasjon som foretas med, sendes fra eller mottas av utstyr som verdipapirforetaket gjør tilgjengelig for en ansatt eller underleverandør, eller som verdipapirforetaket godtar eller tillater at en ansatt eller underleverandør bruker, jf. MiFID II artikkel 16 nr. 7 tredje ledd.

Det følger av MiFID II artikkel 16 nr. 7 fjerde ledd, at verdipapirforetak skal underrette nye og eksisterende kunder om at telefonkommunikasjon eller -samtaler mellom verdipapirforetaket og dets kunder som fører til eller kan føre til transaksjoner, vil bli tatt opp. Slik underretning kan gis én gang før investeringstjenester ytes til nye og eksisterende kunder, jf. MiFID II artikkel 16 nr. 7 femte ledd. Det fremgår av MiFID II artikkel 16 nr. 7 sjette ledd, at et verdipapirforetak ikke per telefon skal yte investeringstjenester til eller utøve investeringsvirksomhet for kunder som ikke på

forhånd har blitt underrettet om opptaket av deres telefonkommunikasjon eller -samtaler, når slike investeringstjenester og slik investeringsvirksomhet gjelder mottak, formidling og utførelse av kundeordrer.

I henhold til MiFID II artikkel 16 nr. 7 syvende ledd, kan ordre plasseres av kunder gjennom andre kanaler enn telefon eller elektronisk kommunikasjon. I så fall skal kommunikasjonen skje gjennom et varig medium, for eksempel brev, telefaks, e-post eller dokumentasjon av kundeordrer gitt i møter. Særlig kan innholdet i relevante samtaler fra personlige møter med kunden registreres i skriftlige protokoller eller notater. Slike ordrer skal anses å tilsvare ordre som mottas per telefon.

MiFID II artikkel 16 nr. 7 åttede ledd pålegger verdipapirforetak å treffe alle rimelige tiltak for å hindre at en ansatt eller en underleverandør foretar, sender eller mottar relevante telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon på privateid utstyr som verdipapirforetaket ikke kan dokumentere eller kopiere.

Dokumentasjonen som oppbevares i samsvar med MiFID II artikkel 16 nr. 7, skal på anmodning gjøres tilgjengelig for den berørte kunden og oppbevares i fem år og, dersom nasjonal tilsynsmyndighet anmoder om det, i inntil syv år, jf. niende ledd.

Utfyllende regler om opptak av telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon, følger av kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 76. Bestemmelsen gir regler om blant annet interne rutiner, opplæring av ansatte, overvåkning og kontroll av opptak, informasjon til kunder om opptak, dokumentasjon av personlige møter og medium for oppbevaring av opptak.

I MiFID II artikkel 16 nr. 8, 9 og 10 fremgår regler om beskyttelse av kunders finansielle instrumenter og midler. Det følger av MiFID II artikkel 16 nr. 8 at et verdipapirforetak skal, når det oppbevarer finansielle instrumenter som tilhører kunder, treffe egnede tiltak for å sikre kundenes rettigheter til de finansielle instrumentene. Tiltakene skal særlig sikre kundens finansielle instrumenter ved verdipapirforetakets insolvens, og hindre at en kundes finansielle instrumenter brukes for foretakets egen regning, med mindre kunden har gitt sitt uttrykkelige samtykke til slik bruk. Bestemmelsen viderefører gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 13 nr. 7.

Videre følger det av MiFID II artikkel 16 nr. 9 at et verdipapirforetak skal, når det oppbevarer kundemidler, treffe egnede tiltak for å verne kundenes rettigheter til kundemidlene og, unntatt når det gjelder kredittinstitusjoner, hindre at kundemidler brukes for foretakets egen regning. Bestemmelsen viderefører gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 13 nr. 8.

Med MiFID II artikkel 16 nr. 10 innføres et forbud mot at verdipapirforetak inngår avtaler om finansiell sikkerhetsstillelse i form av overdragelse av eiendomsrett («title transfer financial collateral arrangements») med ikke-profesjonelle kunder. Bestemmelsen er ny med MiFID II. I henhold til fortalen til MiFID II, punkt 52, er innføring av et slikt forbud begrunnet i et ønske om å begrense den muligheten verdipapirforetak i henhold til gjeldende EØS-rett har til å overdra eiendomsrett til kundens midler eller finansielle instrumenter, fordi denne muligheten kan skape usikkerhet og utgjøre en fare for effektiviteten av kravene som gjelder beskyttelse av kunders eiendeler.

Det er gitt utfyllende bestemmelser om beskyttelse av kunders eiendeler i kommisjonsdirektiv C(2016) 2031 kapittel II. Her finnes generelle regler om vern av kunders finansielle instrumenter og midler (artikkel 2), særlige regler om deponering av kunders finansielle instrumenter (artikkel 3) og kunders midler (artikkel 4), bruk av kunders finansielle instrumenter (artikkel 5), bruk av finansiell sikkerhetsstillelse i form av overdragelse av eiendomsrett («title transfer financial collateral arrangements») (artikkel 6), krav til styringsordninger («governance arrangements») for beskyttelse av kunders eiendeler (artikkel 7) og krav om årlig rapport fra ekstern revisor (artikkel 8).

Det følger av MiFID II artikkel 16 nr. 11 første ledd at nasjonal tilsynsmyndighet i vertsstaten skal håndheve kravene i nr. 6 og 7 med hensyn til transaksjoner gjennomført av filial av verdipapirforetak. Dette skal imidlertid ikke berøre den muligheten nasjonal tilsynsmyndighet i verdipapirforetakets hjemstat har til å få direkte tilgang til denne dokumentasjonen. Bestemmelsen viderefører gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 13 nr. 9.

I henhold til MiFID II artikkel 16 nr. 11 annet til sjette ledd, kan medlemsstatene pålegge verdipapirforetak ytterligere krav til beskyttelse av kunders aktiva utover kravene som følger av artikkel 16 nr. 8 til 10 og respektive delegerte rettsakter, når det foreligger særlige omstendigheter («exeptional circumstanses»). Medlemsstatene skal underrette Kommisjonen om krav de har til hensikt å pålegge i samsvar med denne bestemmelsen, uten unødig opphold og minst to måneder før det fastsatte tidspunkt for ikrafttredelse av kravet. Meldingen skal inneholde en begrunnelse for vedkommende krav. Eventuelle tilleggskrav skal ikke begrense eller på annen måte påvirke verdi-

papirforetaks rettigheter i henhold til artikkel 34 (grensekryssende virksomhet direkte fra forretningssted) og 35 (grensekryssende virksomhet ved etablering av filial). Kommisjonen skal innen to måneder etter slik melding, avgi en uttalelse om hvorvidt tilleggskravene er forholdsmessige og berettigede. Kommisjonen skal oversende til medlemsstatene og offentliggjøre på sitt nettsted de tilleggskravene som er pålagt i samsvar med MiFID II artikkel 16 nr. 11. Medlemsstatene kan beholde eksisterende tilleggskrav, forutsatt at disse ble meldt til Kommisjonen i samsvar med gjennomføringsdirektivet til MiFID I artikkel 4 før 2. juli 2014, og at vilkårene i MiFID I artikkel 4 er oppfylt.

I henhold til MiFID II artikkel 16 nr. 12 skal det fastsettes nærmere nivå 2-regler om organisering av verdipapirforetak og av filialer av foretak fra tredjeland som er autorisert i henhold til MiFID II artikkel 41. Kommisjonen har vedtatt omfattende bestemmelser om dette i både kommisjonsdirektiv C(2016) 2031 og kommisjonsforordning C(2016) 2398, jf. nærmere omtaler ovenfor.

5.2.3.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II artikkel 16 og tilhørende nivå 2-regler viderefører et stykke på vei gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 13 og tilhørende nivå 2-regler. Utvalget foreslår å videreføre dagens struktur i gjeldende verdipapirhandellov § 9-11 hva gjelder generelle krav til organisering av virksomheten i verdipapirforetak. Det vises til Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 6.8.

Utvalget foreslår å videreføre verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 1, dog slik at ordlyden endres noe for gjøre ordlyden mer direktivnær. Bestemmelsen gjennomfører gjeldende EØS-rett i MiFID i artikkel 13 nr. 2 første del, som er videreført i MiFID II artikkel 16 nr. 2 første del.

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende bestemmelse i verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 2 om interessekonflikter i utkast til verdipapirhandellov § 9-16 første ledd nr. 2. Utvalget foreslår ingen endringer i gjeldende verdipapirhandellov § 9-11 første ledd nr. 3 og 4. MiFID II innebærer ikke endringer i EØS-reglene som er gjennomført i verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 5 og 6. Disse reglene foreslås derfor videreført i utkast til verdipapirhandellov § 9-16 første ledd nr. 5 og 6, med visse språklige endringer for å gjøre disse mer direktivnære i sin utforming.

I MiFID II artikkel 16 nr. 5 tredje ledd innføres et nytt krav om pålitelige sikkerhetssystemer for informasjonshåndtering. Kravet foreslås inntatt i utkast til verdipapirhandellov § 9-16 første ledd nr. 7.

Gjeldende verdipapirhandellov § 9-11 første ledd nr. 7 gjennomfører MiFID I artikkel 13 nr. 6 og artikkel 25 nr. 2. MiFID I artikkel 13 nr. 6 videreføres i MiFID II artikkel 16 nr. 6, mens MiFID I artikkel 25 nr. 2 er videreført i MiFIR artikkel 25, jf. omtale i kapittel 3.9. MiFIR artikkel 25 gjennomføres ved inkorporasjon i loven, jf. kapittel 1.3.2.2. For å gjennomføre MiFID II artikkel 13 nr. 6, foreslår utvalget å videreføre gjeldende bestemmelse i § 9-11 første ledd nr. 7 i utkast til verdipapirhandellov § 9-16 første ledd nr. 8. Det foreslås visse språklige endringer for å oppnå en mer direktivnær ordlyd. Utvalget foreslår blant annet å erstatte krav om at foretaket sørger for at det «blir ført lister», med krav om at foretaket sørger for «dokumentasjon». Ordlyden er etter utvalgets vurdering mer i tråd med ordlyden «records to be kept» i MiFID II (og MiFID I). I tråd med foreslåtte endringer i definisjonen av «investeringstjenester», jf. kapittel 2.2 ovenfor, foreslår utvalget å presisere at dokumentasjonskravet også gjelder «investeringvirksomhet». Endringene er ikke ment å innebære noen realitetsendring i forhold til gjeldende rett.

MiFID II art. 16 nr. 7 angir minstekrav til hvilke investeringstjenester og hvilken investeringsvirksomhet som skal dokumenteres i form av opptak av telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon. I henhold til denne bestemmelsen, skal slik dokumentasjon som et minimum kreves ved transaksjoner gjennomført for egen regning og yting av tjenester i forbindelse med kundeordrer som gjelder mottak, formidling og utførelse av kundeordrer. Gjeldende norske regler om lydopptak i verdipapirhandelloven § 10-17 og tilhørende forskriftsbestemmelser går lenger enn dette minstekravet, ved at det etter gjeldende norsk rett skal gjøres opptak av alle telefonsamtaler i tilknytning til ytelse av alle investeringstjenester (med unntak av investeringstjenesten drift av multilateral handelsfasilitet), jf. verdipapirforskriften § 10-31. Utvalget anser gjeldende krav om at det skal gjøres opptak av telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon i tilknytning til alle investeringstjenester hensiktsmessig, og foreslår at kravet videreføres.

Lovbestemmelsen om krav til lydopptak er i dag plassert i verdipapirhandelloven kapittel 10 om virksomhetskrav. Etter utvalgets vurdering er det mer naturlig å innta slike regler under krav til organisering av virksomheten. Dette er også i tråd med plasseringen av reglene i MiFID II artikkel 16. Utvalget foreslår derfor å innta en bestem-

melse om krav til opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon i utkast til ny § 9-17. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 7 og innbærer tilsynelatende ikke noen vesentlig endring i gjeldende rett hva gjelder plikten til å foreta lydopptak.

Gjeldende verdipapirhandellov § 9-11 første ledd nr. 8 (interne instrukser om ansattes adgang til å være medlem av styre mv.) og 9 (interne rutiner for krav til beregning av sikkerhet mv.) er ikke MiFID-bestemmelser, men ble videreført fra tidligere verdipapirhandellov, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 6.8.5. Gjeldende § 9-11 første ledd nr. 9 oppstiller krav om interne rutiner i forbindelse med avtaler etter verdipapirhandelloven § 9-6, § 10-5 og § 10-6. Disse bestemmelsene foreslås opphevet, jf. henholdvis kapittel 2.3, 3.13.2 og 3.13.3, og interne rutiner i relasjon til disse bestemmelsene foreslås følgelig også opphevet. Utvalget foreslår å videreføre gjeldende verdipapirhandellov § 9-11 første ledd nr. 8 i utkast til verdipapirhandellov § 9-16 første ledd nr. 9 uten materielle endringer.

I MiFID II artikkel 16 nr. 3 annet til syvende ledd innføres nye krav til produkthåndtering ved produksjon av finansielle instrumenter. I kommisjonsdirektiv C(2016) 2031 artikkel 9 og 10 er det gitt utfyllende regler om de krav som stilles til henholdvis produsent og distributør av finansielle instrumenter i denne sammenheng. Utvalget foreslår at kravene som følger av MiFID II artikkel 16 nr. 3 inntas i ny § 9-19. De utfyllende reglene i dette kommisjonsdirektivet vil bli gjennomført i forskrift, jf. kapittel 1.3.2.2 ovenfor.

Gjeldende regel om utkontraktering i verdipapirhandelloven § 9-11 annet ledd gjennomfører MiFID I artikkel 13 nr. 5, som er videreført i MiFID II artikkel 16 nr. 5 første og annet ledd. Utvalget foreslår at gjeldende regler videreføres i utkast til verdipapirhandellov § 9-16 annet ledd uten endringer.

Ved gjennomføringen av MiFID I i norsk rett, var det gitt anledning for medlemsstatene til å innføre tilleggskrav for beskyttelse av kunders aktiva ut over de minimumskrav som fulgte av direktivet. Dette handlingsrommet ble ikke brukt. I henhold til MiFID II artikkel 16 nr. 3, kan medlemsstatene også ved gjennomføringen av MiFID II innføre nye tilleggskrav på nærmere vilkår, herunder at det må foreligge særlige omstendigheter («exceptional circumstanses»), jf. ovenfor. Utvalget har ikke funnet holdepunkter for at det foreligger særlige omstendigheter som tilsier at det bør innføres tilleggskrav for beskyttelse av kunders aktiva i norsk rett ut over de krav som følger av MiFID II og kommisjonsdirektiv C(2016) 2031. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å videreføre gjeldende bestemmelser om beskyttelse av kunders finansielle instrumenter og midler i utkast til verdipapirhandellov § 9-18. I tråd med utvalgets forslag til endringer hva gjelder verdipapirhandellovens anvendelse for kredittinstitusjoner, jf. kapittel 2.8, må ordlyden «som ikke er kredittinstitusjon» i gjeldende bestemmelse tas bort. Endringen er ikke ment å innebære noen endring i gjeldende rett på dette punktet. Utvalget foreslår at det inntas hjemmel for departementet til å fastsette ytterligere krav til sikring av kundens finansielle instrumenter og kundemidler.

Med MiFID II innføres et forbud for verdipapirforetak mot å inngå avtaler om finansiell sikkerhetsstillelse i form av overdragelse av eiendomsrett («title transfer financial collateral arrangements») med ikke-profesjonelle kunder. Denne typen avtaler er regulert i lov om finansiell sikkerhetsstillelse, som gjennomfører EØS-regler om dette[13]. Det vises til Ot.prp. nr. 22 (2003–2004) om lov om finansiell sikkerhetsstillelse. Utvalget foreslår at forbudet inntas i utkast til verdipapirhandellov § 9-18 tredje ledd.

Utvalget foreslår å videreføre regelen i gjeldende verdipapirhandellov § 9-11 femte ledd i utkast til verdipapirhandellov § 9-16 tredje ledd.

Bestemmelsene i kommisjonsforordning C(2016) 2398, herunder artikkel 27 om godtgjørelsesordninger, vil bli gjennomført i norsk rett ved inkorporasjon, jf. kapittel 1.3.2.2 ovenfor. Gjeldende bestemmelse i verdipapirhandelloven § 9-11 syvende ledd gjennomfører bestemmelser om godtgjørelsesordninger i CRD IV, jf. Prop. 96 L (2012–2013). Reglene i CRD IV gjelder parallelt med reglene i MiFID II for de verdipapirforetak som er omfattet av CRD IV-reglene. Utvalget foreslår på denne bakgrunn ingen materielle endringer i gjeldende verdipapirhandellov § 9-11 syvende ledd. Som følge av at finansieringsvirksomhetsloven er opphevet og relevante bestemmelser videreført i ny finansforetakslov §§ 15-1 til 15-5[14], foreslår utvalget å endre lovhenvisningene tilsvarende i utkast til verdipapirhandellov § 9-16 første ledd nr. 10.

Det foreslås inntatt en forskriftshjemmel i bestemmelsens fjerde ledd, for blant annet gjennomføring av utfyllende nivå 2-regler om organisering av virksomheten.

MiFID II innebærer ingen endring i gjeldende EØS-rett hva gjelder plikten for verdipapirforetak

---

[13] Lov av 26. juni 2004 nr. 17

[14] Prop. 125 L (2013–2014) kapittel 13.15.

til å inngi melding ved etablering av filial i verdipapirforetakets hjemstat eller krav til egnethet for ledere av slik filial. Utvalget finner at dagens bestemmelse i verdipapirhandelloven § 9-22 om plikt til å inngi melding til Finanstilsynet ved etablering av filial i Norge, samt krav til egnethet for leder av slik filial, bør videreføres. Bestemmelsen er plassert under kapittel om grensekryssende virksomhet i gjeldende verdipapirhandellov, men utvalget legger til grunn at bestemmelsen også gjelder ved etablering av filial internt i en stat, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) side 434, og foreslår å videreføre bestemmelsen i utkast til verdipapirhandellov § 9-21. Det foreslås at departementet kan gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen.

5.2.4 Verdipapirforetakenes sikringsfond

5.2.4.1 Gjeldende rett

Gjeldende regler om verdipapirforetaks medlemskap i en godkjent sikringsordning for investorer følger i dag av verdipapirhandelloven § 9-12. Bestemmelsen er en videreføring av tilsvarende bestemmelse i tidligere verdipapirhandellov av 1997, som ble endret ved lov av 4. mars 2005 nr. 11. Bakgrunnen for endringen og innholdet i bestemmelsen er nærmere omtalt i Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) kapittel 18. Verdipapirhandelloven § 9-12 gjennomfører MiFID I artikkel 11 i norsk rett.

I henhold til verdipapirhandelloven § 9-12 første ledd skal verdipapirforetak være medlem av Verdipapirforetakenes sikringsfond. Det følger av bestemmelsens annet ledd at fondets formål er å gi dekning for krav som skyldes medlemmenes behandling av kunders midler og finansielle instrumenter ved manglende økonomisk evne hos medlemmene. Fondets forpliktelser finansieres av medlemmene slik at deres ansvar er prinsipalt proratarisk, subsidiært solidarisk, jf. tredje ledd. I henhold til bestemmelsens fjerde ledd, kan fondet ikke gjøre gjeldende andre innsigelser overfor skadelidte enn de innsigelser verdipapirforetaket selv har i forhold til skadelidte. Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om fondet og reglenes anvendelsesområde, jf. femte og sjette ledd. Slike forskriftsbestemmelser er gitt i verdipapirforskriften §§ 9-29 til 9-44. Forskriftsbestemmelsene regulerer blant annet hvem som skal være medlemmer i fondet, organisering av fondet, fondets størrelse, medlemsavgift og dekning av krav.

5.2.4.2 Forventet EØS-rett

Det fremgår av MiFID II artikkel 14 første ledd at nasjonal tilsynsmyndighet skal kontrollere at foretak som søker tillatelse til å utøve virksomhet som verdipapirforetak oppfyller sine forpliktelser i henhold til direktiv 97/9/EF om investorgarantiordninger (Investor Compensation Scheme Directive) på det tidspunkt tillatelsen gis. Bestemmelsen tilsvarer MiFID I artikkel 11 og er videreført uten endringer.

I henhold til MiFID II artikkel 14 annet ledd skal forpliktelsen fastsatt i første ledd anses oppfylt for strukturerte innskudd dersom det strukturerte innskuddet utstedes av en kredittinstitusjon som er medlem i en innskuddsgarantiordning som er anerkjent i henhold til direktiv 2014/49/EU (Innskuddsgarantidirektivet).

5.2.4.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II gjør ikke endringer i de nærmere reglene om sikringsordninger for verdipapirforetak som følger av direktiv 97/9/EF. Utvalget foreslår følgelig å videreføre gjeldende bestemmelse om verdipapirforetakenes sikringsfond i verdipapirhandelloven § 9-22. Det vises for øvrig til omtalen av bestemmelsen i Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) kapittel 18.

I forlengelsen av nye regler for strukturerte innskudd, jf. kapittel 2.5 ovenfor, er det i MiFID II artikkel 14 inntatt en presisering i annet ledd, som gjelder krav til medlemskap i en garantiordning for verdipapirforetak som utelukkende selger eller rådgir klienter om strukturerte innskudd. Dersom det strukturerte innskuddet utstedes av en kredittinstitusjon som er medlem i en innskuddsgarantiordning som er anerkjent i henhold til direktiv 2014/49/EU, er det således ikke krav om at verdipapirforetaket i tillegg er medlem av en investorgarantiordning i henhold til direktiv 97/9/EF. Utvalget foreslår at presiseringen inntas i nytt femte ledd i utkast til verdipapirhandellov § 9-22.

5.2.5 Krav til startkapital mv.

5.2.5.1 Gjeldende rett

Krav til startkapital for et verdipapirforetak fremgår i dag av verdipapirhandelloven § 9-13. Det følger av bestemmelsens første ledd at verdipapirforetak, som ikke er kredittinstitusjon, skal ha en startkapital på et beløp i norske kroner som minst svarer til 730 000 euro. For foretak som bare skal yte enkelte investeringstjenester, kan Finanstilsy-

net gi tillatelse til en lavere startkapital, men ikke lavere enn et beløp i norske kroner som svarer til 125 000 euro. Departementet har i medhold av bestemmelsens annet ledd fastsatt regler om startkapital i verdipapirforskriften §§ 9-47 og 9-48. Forskriftsbestemmelsene gjelder henholdsvis unntak fra lovens krav til startkapital og hva som skal regnes som startkapital. Verdipapirhandelloven § 9-13 gjennomfører MiFID I artikkel 12.

5.2.5.2 Forventet EØS-rett

Det følger av MiFID II artikkel 15 at medlemsstatene skal sikre at nasjonal tilsynsmyndighet ikke gir tillatelse med mindre verdipapirforetaket har tilstrekkelig startkapital («initial capital») i samsvar med kravene i forordning (EU) 575/2013 (CRR), idet det tas hensyn til type investeringstjeneste eller -virksomhet. Bestemmelsen er en videreføring av tilsvarende bestemmelse i MiFID I. Som følge av revisjon av kapitaldekningsregelverket i EU etter vedtakelsen av MiFID I, er henvisningen til kapitaldekningsregelverket i MiFID-reguleringen endret i tråd med gjeldende EU-regler om krav til startkapital.

5.2.5.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II gjør ikke endringer i reglene om startkapital for verdipapirforetak som følger av forordning 575/2013 (CRR). Utvalget foreslår følgelig å videreføre gjeldende bestemmelse om startkapital i verdipapirhandelloven § 9-13 uten endringer i utkast til verdipapirhandellov § 9-23.

5.2.6 Ansattes egenhandel

5.2.6.1 Gjeldende rett

Med ansattes egenhandel menes i denne forbindelse erverv og avhendelse av finansielle instrumenter som ansatte og enkelte andre personer med tilknytning til verdipapirforetak foretar for egen regning.

Verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 6 fastsetter at verdipapirforetak skal ha tilfredsstillende interne kontrollmetoder. Dette innebærer blant annet at foretaket må ha interne regler for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ledere, ansatte og tilknyttede agenter. Regelen innebærer gjennomføring av MiFID I.

Verdipapirhandelloven kapittel 8 inneholder i tillegg regler om ansattes egenhandel som i stor grad bygger på verdipapirhandelloven før gjennomføringen av MiFID I i norsk rett. Det er gitt utfyllende regler om ansattes egenhandel i verdipapirforskriften kapittel 8.

De norske egenhandelsreglene gjelder etter verdipapirhandelloven § 8-1 første ledd for ansatte i flere foretak enn verdipapirforetakene og deres tilknyttede agenter. Reglene er også gitt anvendelse for ansatte i forvaltningsselskap for verdipapirfond, finansinstitusjoner, foretak som inngår i finanskonsern med unntak av eiendomsmeglingsselskaper og inkassoselskaper, og pensjonskasser. Dette beror på at det kan oppstå lignende interessekonflikter knyttet til ansattes egenhandel i slike foretak. I tillegg er enkelte statlige institusjoner omfattet. Etter verdipapirhandelloven § 8-1 første ledd nr. 6 er dette Innovasjon Norge, Statens nærings- og distriktsutviklingsfond, Husbanken, Folketrygdfondet og Norges Bank.

Egenhandelsreglene kommer bare til anvendelse for ansatte og tillitsmenn som normalt arbeider med eller har innsyn i investeringstjenester eller forvaltning av finansielle instrumenter for foretaket eller foretakets kunders regning. Reglene kommer ikke til anvendelse for ansatte i filialer av utenlandske verdipapirforetak i Norge, men gjelder for ansatte i filialer av norske verdipapirforetak i utlandet.

Egenhandelsbestemmelsene kommer også til anvendelse der den ansatte eller tillitsmenn foretar kjøp, salg eller tegning for regning av nærstående, eller der den nærstående for egen regning handler gjennom verdipapirforetaket hvor den ansatte arbeider.

Det følger av verdipapirhandelloven § 8-2 første ledd at ansatte (og tillitsmenn) i verdipapirforetak som hovedregel ikke kan utstede eller handle for egen regning i derivater etter verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd nr. 4, eller rettigheter til omsettelige verdipapirer etter verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd nr. 3, herunder tegningsretter. Det er også gitt regler om bindingstid, slik at ansatte med unntak for verdipapirfondsandeler tidligst kan avhende finansielle instrumenter 12 måneder etter ervervet, jf. § 8-2 første ledd.

Ansatte har heller ikke anledning til å lånefinansiere egenhandel med sikkerhet i egne finansielle instrumenter eller selge finansielle instrumenter de n ansatte ikke eier (shortsalg) jf. § 8-2 annet ledd.

Departementet kan etter § 8-2 tredje ledd gjøre unntak fra kravene i første og annet ledd, det vil si både fra handleforbudet og fra bindingstiden. Kompetansen til å gi unntak er delegert til Finanstilsynet. Forarbeidene til bestemmelsen fastslår at unntak kan gis i særlige tilfeller, og dispen-

sasjonspraksis er derfor streng. I tillegg er det fastsatt enkelte unntaksbestemmelser i verdipapirforskriften kapittel 8.

Etter verdipapirhandelloven § 8-3 første ledd kan ikke personer som er omfattet av egenhandelsregelverket, med unntak av ansatte i verdipapirforetak, benytte verdipapirforetak som regelmessig yter investeringstjenester av vesentlig omfang overfor arbeidsgiver når de handler finansielle instrumenter for egen regning. Det er også gitt hjemmel til å dispensere fra dette forbudet. Kompetansen er lagt til Finanstilsynet.

Ansatte som arbeider med eller har kjennskap til innholdet i en analyse eller rapport som ikke er offentliggjort, kan ikke handle finansielle instrumenter utstedt av foretaket analysen eller rapporten gjelder, dersom analysen eller rapporten kan få innvirkning på kursen til instrumentet ved offentliggjøringen, jf. verdipapirhandelloven § 8-3 annet ledd. Dette forbudet inntrer fire uker forut for offentliggjøringen. Videre følger det av § 8-3 tredje ledd at ansatte ikke kan handle direkte med foretakets kunder.

Bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 8-4 har krav til habilitet for ansatte i verdipapirforetak. Ansatte kan etter denne bestemmelsen ikke delta i beslutninger i arbeidsgiverforetaket om handel i finansielle instrumenter utstedt av selskap som den ansatte leder eller har ledende stilling i, eller hvor vedkommende er medlem av styret eller bedriftsforsamlingen. Det er gitt enkelte særregler for ansatte i Folketrygdfondet.

Ansatte skal umiddelbart gi melding til foretaket om enhver handel for egen regning med finansielle instrumenter, jf. § 8-5. Det samme gjelder for handel den ansatte har foretatt for regning av nærstående. Rapporteringen skal være tilgjengelig for Finanstilsynet og den skal oppbevares i minst tre år.

Arbeidsgiverforetakene, det vil si foretakene som er nevnt i § 8-1 første ledd, er pliktige til å føre lister over ansatte, styremedlemmer, varamedlemmer og observatører som omfattes av egenhandelsreglene etter verdipapirhandelloven § 8-7. Disse foretakene skal også ha interne regler som sikrer at foretaket fører en effektiv kontroll med at egenhandelsregelverket overholdes. Det skal også føres lister over hvilke verdipapirforetak som yter investeringstjenester av et slikt omfang at ansatte ikke kan handle gjennom dem etter § 8-3 første ledd.

5.2.6.2 Forventet EØS-rett

Det fremgår av MiFID II artikkel 16 nr. 2 at verdipapirforetak skal utarbeide hensiktsmessige retningslinjer for ledere, ansatte og tilknyttede agenters personlige transaksjoner. Denne bestemmelsen må ses i sammenheng med MiFID IIs krav til håndtering av interessekonflikter. Det er fastsatt utfyllende regler om ansattes egenhandel i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 28 og 29. Disse reglene er i hovedsak en videreføring av egenhandelsreglene i MiFID I og gjennomføringsdirektivet til MiFID I.

Artikkel 28 i kommisjonsforordning C(2016) 2398 definerer egenhandel (personal transactions) som en handel i et finansielt instrument som gjennomføres av eller på vegne av en aktuell person «relevant person». I forordningens artikkel 2 er en aktuell person definert som:

«(a) a director, partner or equivalent, manager or tied agent of the firm;
(b) a director, partner or equivalent, or manager of any tied agent of the firm;
(c) an employee of the firm or of a tied agent of the firm, as well as any other natural person whose services are placed at the disposal and under the control of the firm or a tied agent of the firm and who is involved in the provision by the firm of investment services and activities;
(d) a natural person who is directly involved in the provision of services to the investment firm or to its tied agent under an outsourcing arrangement for the purpose of the provision by the firm of investment services and activities;»

Egenhandel omfatter også handler som gjennomføres for regning av en person som den aktuelle personen har familiemessige eller tette forbindelser til, samt for regning av en person der den aktuelle personen har en direkte eller indirekte vesentlig interesse i transaksjonens resultat, jf. artikkel 28.

Det følger av kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 29 at verdipapirforetak til enhver tid skal ha adekvate ordninger for å hindre ulovlig egenhandel for enhver person som er involvert i aktiviteter som kan foranledige en interessekonflikt, eller som har tilgang til innsideinformasjon eller annen konfidensiell informasjon vedrørende kunder eller transaksjoner, som følge av en aktivitet den aktuelle person utfører på foretakets vegne.

Verdipapirforetakene skal sikre at aktuelle personer ikke handler for egen regning dersom

de er underlagt forbud mot å inngå en transaksjon i henhold til markedsmisbruksforordningen, transaksjonen innebærer misbruk eller urettmessig videreformidling av konfidensiell informasjon, eller slik handel er eller kan være i strid med en forpliktelse verdipapirforetaket har etter MiFID II.

Videre skal foretakene sikre at aktuelle personer ikke gir råd til eller oppfordrer andre personer til å handle finansielle instrumenter, dersom en tilsvarende handel for den aktuelle persons egen regning ville ha vært brudd på visse bestemmelser om god forretningsskikk eller visse bestemmelser om håndtering av kundeordre, eller markedsmisbruk.

De tiltak og ordninger som kreves skal utformes på en slik måte at det sikres at:

- Alle ansatte er kjent med begrensingene for egenhandel, samt de tiltak verdipapirforetaket har gjennomført for egenhandel og videreformidling av opplysninger.
- At verdipapirforetaket omgående underrettes om enhver transaksjon en ansatt inngår, eller at foretaket gjennom andre prosedyrer er i stand til å identifisere ansattes egenhandel.
- Det føres oversikt over ansattes egenhandel som foretaket er blitt underrettet om eller har identifisert, herunder tillatelser eller forbud vedrørende slike transaksjoner.

Ved utkontraktering skal verdipapirforetaket påse at det foretaket aktiviteten utkontrakteres til, fører oversikter over ansattes egenhandel, og på forespørsel omgående kan videreformidle de aktuelle opplysningene til foretaket.

Egenhandelsreglene kommer ikke til anvendelse på transaksjoner som gjennomføres som ledd i aktiv forvaltning, eller personlige transaksjoner i innretninger for kollektiv investering i omsettelige verdipapirer (UCITS) eller AIF'er som er underlagt tilsyn og der den relevante personen ikke er involvert i ledelsen av foretaket.

I kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 37 nr. 2 er det fastsatt bestemmelser om at verdipapirforetak som utarbeider investeringsanalyser skal ha ordninger som sikrer at finansanalytikere og andre aktuelle personer som har kunnskap om forventet tidsplan eller forventet innhold av en investeringsanalyse som ikke er offentlig tilgjengelig, først utfører personlige transaksjoner når mottakere av investeringsanalysen har hatt mulighet til å reagere på analysen. Dette gjelder for finansielle instrumenter som investeringsanalysen omhandler og relaterte finansielle instrumenter.

Etter MiFID II artikkel 16 nr. 11, femte avsnitt, kan medlemsstatene beholde tilleggskrav forutsatt at de ble meldt til Kommisjonen i henhold til artikkel 4 i gjennomføringsdirektivet til MiFID I før 2. juli 2014, samt at vilkårene i sistnevnte direktiv artikkel 4 er oppfylt. Direktivet er foreløpig ikke tatt inn i EØS-avtalen. Fristen som skal gjelde for Norge vil avklares i forbindelse med innlemmelsen av MiFID II i EØS-avtalen.

5.2.6.3 Utvalgets vurderinger

Hensynet bak egenhandelsbestemmelsene, både i Norge og i resten av EØS-området, er å sikre tilliten til verdipapirmarkedet ved å hindre ansatte i å utnytte sin posisjon til å oppnå særlige fordeler når de handler i finansielle instrumenter. Bestemmelsene skal hindre ansatte i å utnytte informasjon de mottar i sin stilling til egen fordel gjennom handel i finansielle instrumenter, og de skal motvirke at ansatte foretar egenhandel som må antas å være i strid med foretakets eller dets kunders interesser. I norsk lovgivning er det også inntatt bestemmelser som har til formål å forhindre at ansatte innlater seg på egenhandel av spekulativ karakter eller basert på finansieringsformer som kan innebære en trussel mot deres økonomi og integritet for øvrig (forbud mot shortsalg og kjøp av finansielle instrumenter på kreditt).

Utgangspunktet etter MiFID II er at medlemsstatene kan beholde strengere regler enn det som følger av direktivet dersom medlemsstaten hadde strengere regelverk under MiFID I, og dette er meldt til Kommisjonen før 2. juli 2014, jf. MiFID II artikkel 16 nr. 11 femte avsnitt. Meldingen må være sendt i henhold til gjennomføringsdirektivet til MiFID I artikkel 4 og tilfredsstille kravene i bestemmelsen. For Norges vedkommende skal slike meldinger sendes EFTAs overvåkningsorgan. Slik melding ble sendt av norske myndigheter i 2008.

Gjennomføringsdirektivet til MiFID I artikkel 4 gir i utgangspunktet anvisning på en totalharmonisering av blant annet reglene om ansattes egenhandel. Etter artikkel 4 kan likevel nasjonale bestemmelser i særlige tilfeller gå lenger enn gjennomføringsdirektivets bestemmelser, forutsatt at nærmere vilkår er oppfylt. Det kan bl.a. opprettholdes «objectively justified and proportionate» nasjonale regler som skal ivareta risiko knyttet til investorbeskyttelse eller tilliten til markedets funksjonsmåte, og som ikke er tilstrekkelig adressert i direktivet. I tillegg må de nasjonale reglene ivareta en risiko som er av særlig betydning for markedsstrukturen i det aktuelle landet.

Ettersom egenhandelsreglene er meldt til ESA i henhold til MiFID I, kan regelverket beholdes dersom det tilfredsstiller kravene i nevnte artikkel 4. Utvalget anser at bestemmelsen innebærer at det må kunne påvises konkrete behov i det norske markedet, ut over de som foreligger generelt i de øvrige europeiske markedene, for å ha et strengere regelverk for egenhandel enn det som følger av MiFID II.

De norske egenhandelsreglene ble vesentlig skjerpet i 1999 som følge av enkelte uheldige saker knyttet til egenhandel for ansatte i verdipapirforetak. De senere årene har det vært økt fokus og oppmerksomhet rundt egenhandel og de interessekonflikter slike transaksjoner kan skape. Det generelle regelverket for verdipapirforetak, herunder kravene til å minimere og håndtere interessekonflikter og ivareta kundens beste interesser, er også blitt strengere. Det har så vidt utvalget er kjent med, ikke være brudd på egenhandelsregelverket eller andre forhold i det norske markedet de seneste årene som tilsier at det er behov for andre, eller mer omfattende regler enn det som gjelder generelt for det europeiske markedet. Utvalget kan derfor vanskelig se at det er adgang til å opprettholde gjeldende regelverk for ansattes egenhandel etter MiFID II.

Generelt legger MiFID II opp til at det er foretakene selv som må fastsette interne regler for ansattes egenhandel, mens det norske regelverket har en større grad av lovfesting. Bestemmelsene i kommisjonsforordning C(2016) 2398 dekker flere av de kravene som ligger inne i det gjeldende norske regelverket for ansattes egenhandel, som rapporteringsplikter og reglene for analytikere i forbindelse med publisering av analyser. Videre er personkretsen som dekkes av regelverkene lik, og nærstående er dekket av begge regelverk. Den mest sentrale forskjellen er handleforbudet og bindingstiden etter norsk rett, som ikke har noe motstykke i EØS-reguleringen.

Utvalget anser regelverket for ansattes egenhandel som en sentral del av reguleringen av verdipapirforetakene. Regelverket er begrunnet i viktige hensyn som tillit til verdipapirmarkedet og håndtering av interessekonflikter. Investorene må ha tillit til at ansatte i verdipapirforetak ikke handler i strid med sine kunders interesser og at de ikke eksponerer seg på en slik måte i verdipapirmarkedet at det kan innebære en trussel mot deres økonomi og integritet. Et strengt egenhandelsregelverk gjør at det i mindre grad kan stilles spørsmål ved om den ansatte handler i finansielle instrumenter som er i strid med foretakets eller dets kunders interesser.

På den andre side anser utvalget det lite hensiktsmessig å ha nasjonale regler på dette området som innebærer en betydelig avvikende regulering fra det de øvrige EØS-landene har. MiFID II krever på flere områder økt harmonisering av regelverket, og avvikende regelverk for egenhandel vil kunne være en konkurranseulempe ved rekrutteringen til norske foretak. Oppfølging av de nasjonale reglene krever også mer ressurser for foretakene i form av dispensasjoner og andre henvendelser. På den annen side kan det anføres at lovfestede egenhandelsregler som støtter opp om kravene til ansattes integritet og uavhengighet kan gi et kvalitetsstempel til norske foretak, og slik sett være en konkurransefordel. Utvalget viser imidlertid til at en stadig større del av handelen på norske handelsplasser gjøres grensekryssende, slik at de utenlandske foretakenes hjemlandsregler i økende grad påvirker det norske markedets integritet og tillit.

Utvalget foreslår etter en samlet vurdering å oppheve verdipapirhandellovens bestemmelser om ansattes egenhandel. Utvalget viser til at det er vanskelig å se at det er forhold i det norske markedet som tilsier at det er behov for andre regler enn det som gjelder generelt for det europeiske markedet og utvalget mener derfor at det neppe er adgang til å opprettholde gjeldende regler. Forslaget innebærer at de spesifikke lovkravene for egenhandel i nåværende verdipapirhandellov kapittel 8 erstattes av nytt regelverk der verdipapirforetakene selv skal fastsette interne regler for ansattes handel i finansielle instrumenter, innenfor de rammene som fastsettes i kravene til organisering av virksomheten.

Utvalget legger til grunn at de ansatte i de fleste norske verdipapirforetak antagelig vil bli underlagt noe lempeligere egenhandelsregler enn etter gjeldende rett. På den annen side medfører forslaget at det vil bli stilt strengere krav til foretakenes rutineverk, oppfølgingsrutiner og årvåkenhet. Utvalget legger til grunn at verdipapirforetakene må utforme sine interne rutiner og retningslinjer for dette på en slik måte at tilliten til markedets integritet ivaretas og slik at det ikke kan stilles spørsmål ved om foretaket ivaretar kundens interesser. Utvalget forutsetter at verdipapirforetakene har stor bevissthet rundt ansattes egenhandel og at foretakene fortløpende vurderer om det interne regelverket er tilstrekkelig til å ivareta verdipapirhandellovens krav, herunder kravene om å minimere og håndtere interessekonflikter. Med disse forutsetningene anser utvalget at kravene som følger av MiFID II er tilstrekkelige til å

ivareta hensynene bak egenhandelsbestemmelsene.

En opphevelse av hele kapittel 8 i verdipapirhandelloven vil også få virkninger for ansatte i de øvrige foretakene som er nevnt i verdipapirhandelloven § 8-1 første ledd. Utvalget viser til at også foretakene som er nevnt i første ledd nr. 1 til 5 er underlagt en regulering som i noen utstrekning inneholder krav til håndtering av interessekonflikter og ivaretakelse av kundens interesser, og at foretakene også uten konkret lovregulering av ansattes egenhandel vil måtte ha rutiner og retningslinjer for dette. Disse foretakene er også underlagt tilsyn av Finanstilsynet. Utvalget anser det ikke naturlig at disse foretakene beholder de eldre reglene om egenhandel når de oppheves for verdipapirforetakene. Slik utvalget ser det, bør regler om ansattes egenhandel følge av sektorreguleringen slik at hensynene som gjelder i de ulike sektorene kan ivaretas.

Disse hensynene gjør seg derimot ikke gjeldende for institusjonene som er nevnt i § 8-1 første ledd nr. 6. Utvalget anser likevel at egenhandelsregelverket i verdipapirhandelloven kapittel 8 også bør oppheves for disse, ettersom det oppheves for øvrige foretak. Det antas at disse institusjonene selv fastsetter egnede regler for ansattes egenhandel i finansielle instrumenter, og at egenhandel eventuelt kan reguleres på annen måte dersom slik selvregulering ikke anses tilstrekkelig.

Ved oppheving av verdipapirhandelloven kapittel 8, må det vurderes om det oppstår et behov for å fastsette egenhandelsregler for forvaltningsselskaper for verdipapirfond. Etter UCITS-direktivet artikkel 12 nr. 1 (a) skal hvert enkelt forvaltningsselskap fastsette regler om ansattes personlige transaksjoner. Bestemmelsen utfylles av regler i Kommisjonsdirektiv 2010/43 artikkel 13, hvor de nærmere krav til ansattes personlige transaksjoner fremgår.

UCITS artikkel 12 nr. 1 (a) er gjennomført i verdipapirfondloven § 2-11 første ledd nr. 2, hvor det kreves at forvaltningsselskapene har tilfredsstillende interne kontrollmetoder, som blant annet omfatter regler for personlige transaksjoner for selskapets ansatte. Etter utvalgets mening er det ikke behov for ytterligere lovbestemmelser for gjennomføring av denne bestemmelsen. Bestemmelsene i kommisjonsdirektiv 2010/43 artikkel 13 kan etter utvalgets oppfatning gjennomføres på forskriftsnivå. Etter verdipapirfondloven § 2-11 femte ledd kan departementet i forskrift gi utfyllende regler om organisering av forvaltningsselskapets virksomhet. Etter utvalgets syn gir denne bestemmelsen tilstrekkelig hjemmel til å fastsette nødvendige forskriftsbestemmelser i tråd med direktivet. Utkast til konkrete forskriftsbestemmelser er ikke utarbeidet. Løsningen er også i samsvar med reguleringen av forvaltere av alternative investeringsfond.

Kapittel 6
Virksomhetskrav til verdipapirforetak

DEL I Generelle bestemmelser

6.1 Løpende overensstemmelse med vilkår for tillatelse

6.1.1 Gjeldende rett

Det følger av verdipapirhandelloven § 10-1 at verdipapirforetak plikter å innrette sin virksomhet slik at den til enhver tid er i overensstemmelse med reglene i kapittel 9 og de vilkår som er satt for tillatelsen, samt å opplyse Finanstilsynet om vesentlige endringer i forutsetningene som lå til grunn for tillatelsen.

6.1.2 Forventet EØS-rett

Etter MiFID II artikkel 21 nr. 1 skal medlemstatene kreve at verdipapirforetak til enhver tid etterlever de kravene som gjelder for tillatelse etter direktivets kapittel 1.

6.1.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår å videreføre § 10-1 i gjeldende verdipapirhandellov i ny § 10-1. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 21 nr. 1 og nr. 2 annet punktum.

6.2 Interessekonflikter

6.2.1 Gjeldende rett

Verdipapirforetak plikter å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å identifisere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom, jf. verdipapirhandelloven § 10-10 første ledd.

Verdipapirforetak skal innrette sin virksomhet slik at foretaket er oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum, jf. verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 2. Det følger av § 10-10 annet ledd at dersom disse tiltakene ikke er tilstrekkelig til å sikre kundens interesser på en betryggende måte, skal foretaket opplyse kunden om mulige interessekonflikter. Verdipapirforetaket kan ikke gjennomføre forretninger for kundens regning før kunden har fått slike opplysninger.

Det vises til kapittel 5.2.3.1 hvor reglene for håndtering av interessekonflikter i tilknytning til foretakenes organisering er nærmere beskrevet.

6.2.2 Forventet EØS-rett

Det generelle utgangspunktet for verdipapirforetakenes håndtering av interessekonflikter følger av MiFID II artikkel 23, samt artikkel 16 nr. 3 (organisatoriske krav). Artikkel 23 er i stor grad en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 18, men innebærer også enkelte skjerpede krav. Herunder skal verdipapirforetakene ta alle «appropriate steps» for å identifisere interessekonflikter, mens det etter MiFID I var krav om å ta alle «reasonable steps».

Dersom tiltakene etter artikkel 16 nr. 3 for å hindre at interessekonflikter skader kundens interesser ikke med rimelig sikkerhet er tilstrekkelige til å hindre risikoen for å skade kundens interesser, skal foretaket tydelig opplyse kunden om mulige interessekonflikter og om de tiltakene som er truffet for å redusere denne risikoen.

Et nytt krav i forhold til MiFID I er at opplysningene som skal gis til kunden der de tiltak som er iverksatt for å hindre at interessekonflikter skader kundens interesser ikke er tilstrekkelige, skal tilstrekkelig detaljerte opplysninger om dette gis til kunden på et varig medium. Det skal tas hensyn til «the nature of the client», slik at kunden kan ta en velbegrunnet beslutning med hensyn til den tjenesten interessekonflikten gjelder, jf. MiFID II artikkel 23 nr. 3 bokstav b).

I kommisjonsforordning C(2016) 2398[1] er det gitt utfyllende regler for interessekonflikter som utfyller artikkel 16 nr. 3 og artikkel 23. Det vises

til kapittel 5.2.3.2 hvor reglene på nivå 2 er nærmere beskrevet.

6.2.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II artikkel 23 må gjennomføres i norsk rett. Utvalget foreslår at § 10-10 i gjeldende verdipapirhandellov videreføres i ny § 10-2, med de endringer som følger av MiFID II. Det følger av første ledd at verdipapirforetaket plikter å treffe alle *egnede tiltak* med hensyn til å identifisere interessekonflikter, og det er i tråd med direktivet presisert at foretakene skal vurdere konflikter som følge av vederlag fra andre enn kunden eller av verdipapirforetakets godtgjørelses- eller insentivordninger.

Annet ledd foreslås endret i samsvar med MiFID II slik at plikten til å opplyse kunden om mulige interessekonflikter gjelder dersom tiltakene for å hindre at interessekonflikter skader kundens interesser, ikke med rimelig sikkerhet er tilstrekkelige til å hindre risikoen for å skade kundens interesser. Kunden skal både opplyses om mulige interessekonflikter og om de tiltakene som er truffet for å redusere denne risikoen.

6.3 Adgang til å drive annen næringsvirksomhet

6.3.1 Gjeldende rett

Regler om foretakets adgang til å drive annen næringsvirksomhet og ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet finnes i henholdsvis verdipapirhandelloven §§ 10-2 og 10-3.

Det følger av § 10-2 at verdipapirforetak utover det som følger av § 9-1, § 9-6 eller tillatelse til å drive finansieringsvirksomhet, ikke kan drive annen næringsvirksomhet uten at dette har naturlig sammenheng med utøvelsen av investeringstjenestevirksomheten. Finanstilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra denne begrensningen. Videre kan ikke verdipapirforetaket ha ubegrenset ansvar i annet foretak, ha eiendeler i og delta i driften av annen næringsvirksomhet, eller ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd, dersom dette svekker verdipapirforetakets uavhengige stilling.

Når det gjelder ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet følger det av § 10-3 første ledd første punktum at ansatte i verdipapirforetak som normalt har innsyn i, eller arbeider med foretakets investeringstjenester, ikke må være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap i foretak med finansielle instrumenter som er gjenstand for organisert omsetning eller forvaltningsselskap for verdipapirfond. Vedkommende må heller ikke ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd i slikt selskap, jf. § 10-3 første ledd annet punktum. Finanstilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra første ledd første punktum. Finanstilsynet har lagt til grunn en restriktiv praksis ved søknader om dispensasjon etter denne bestemmelsen.

6.3.2 Forventet EØS-rett

Tilsvarende som etter MiFID I inneholder MiFID II ikke regler om verdipapirforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet og ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet.

6.3.3 Utvalgets vurderinger

6.3.3.1 Foretakets adgang til å drive annen næringsvirksomhet

Formålet med § 10-2 i gjeldende verdipapirhandellov er å sikre verdipapirforetakets uavhengighet, samt å hindre at verdipapirforetaket pådrar seg økonomisk risiko som ikke har naturlig sammenheng med investeringstjenestevirksomheten. Bestemmelsen er en videreføring av tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandelloven av 1985.

Det er utvalgets vurdering at det er hensiktsmessig å opprettholde en slik regulering av foretakenes adgang til å drive annen næringsvirksomhet, både av hensyn til verdipapirforetakenes uavhengighet og for å hindre at foretakene pådras økonomisk risiko som ikke har naturlig sammenheng med investeringstjenestevirksomheten. Ettersom dette er et forhold som ikke er regulert av MiFID II og det ikke er endringer på dette området fra MiFID I, legger utvalget til grunn at direktivet ikke er til hinder for en slik bestemmelse. Utvalget foreslår at bestemmelsen videreføres i ny § 10-3.

[1] Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive

6.3.3.2 *Ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet*

Hovedhensynet bak forbudet i verdipapirhandelloven § 10-3 første ledd er å bidra til å ivareta markedets tillit til at verdipapirforetakene og deres ansatte opptrer uavhengig. Ved å begrense ansattes adgang til å inneha enkelte posisjoner, skal bestemmelsen hindre potensielle interessekonflikter og redusere muligheten for utilbørlig informasjonshåndtering.

Finanstilsynet har som nevnt lagt til grunn en restriktiv praksis ved søknader om dispensasjon etter denne bestemmelsen. For at det skal kunne gis dispensasjon har Finanstilsynet lagt til grunn at det må foreligge omstendigheter som medfører at *vedkommende ikke kan nyttiggjøre seg den informasjonen han får tilgang til* som styremedlem i børsnoterte foretak og forvaltningsselskap for verdipapirfond. Dersom det ikke kan utelukkes at vedkommende kan nyttiggjøre seg av slik informasjon, har det ikke blitt innvilget dispensasjon. Det er i slike tilfeller lagt vekt på at det kan stilles spørsmål ved uavhengigheten til vedkommende og foretaket ved utøvelse av investeringstjenestevirksomheten.

Bestemmelsen er en særnorsk regel. Etter utvalgets kjennskap har ikke Sverige bestemmelser som regulerer ansattes adgang til å inneha slike roller, og det er dermed opp til verdipapirforetakene å vurdere hvert enkelt tilfelle opp mot reglene om håndtering av interessekonflikter. I dansk rett er det inntatt en bestemmelse som innebærer at ledelsen i en «finansiel virksomhed» ikke kan «eje eller drive selvstændig erhvervsvirksomhed eller som bestyrelsesmedlem, funktionær eller på anden måde deltage i ledelsen eller driften af anden erhvervsvirksomhed end den finansielle virksomhed» uten samtykke fra styret. Tilsvarende begrensing gjelder for andre ansatte «hvilke der er en væsentlig risiko for konflikter mellem egne og den finansielle virksomheds interesser».

Verdipapirhandelloven § 10-3 medfører at ansatte som arbeider i norske verdipapirforetak er underlagt strengere begrensinger enn ansatte i verdipapirforetak hjemmehørende i Sverige og Danmark. I konkurransen om attraktiv arbeidskraft kan dette være en ulempe for norske verdipapirforetak. Hensynet til like regler i Norden tilsier at bestemmelsen ikke bør videreføres.

Hensynene som bestemmelsen skal ivareta er imidlertid meget sentrale. Verdipapirforetakene er betrodde mellommenn hvor kravene til uavhengighet er helt avgjørende. Dette tilsier at ansattes adgang til å være styremedlem/storinvestor i børsnoterte foretak og forvaltningsselskap fortsatt bør reguleres.

Etter en samlet vurdering har utvalget kommet frem til at forbudet i § 10-3 foreslås videreført, men at kompetansen til å innvilge dispensasjon tillegges verdipapirforetaket. Det foreslås at styret i særlige tilfeller kan gi dispensasjon til daglig leder, og at daglig leder i særlige tilfeller kan gi dispensasjon til øvrige ansatte som omfattes av virkeområdet for bestemmelsen. Daglig leder skal orientere styret om de dispensasjoner som innvilges.

I vurderingen må foretaket legge særlig vekt på om rollen innebærer interessekonflikter, den ansattes mulighet til å nyttiggjøre seg informasjonen vedkommende vil tilegne seg, verdipapirforetakets uavhengighet og hensynet til forsvarlig informasjonshåndtering. Dersom det er tale om å inneha verv i et børsnotert selskap i et land hvor verdipapirforetaket ikke driver virksomhet, vil det eksempelvis kunne være aktuelt å gi dispensasjon, etter en konkret vurdering. Utvalget vurderer at det kan være grunnlag for å gi dispensasjon selv om det ikke kan *utelukkes* at forutsetningene for å gi dispensasjon kan endre seg på sikt, for eksempel at verdipapirforetaket kan starte opp virksomhet i det aktuelle landet hvor den ansatte sitter i styret i et børsnotert selskap på et senere tidspunkt. Foretakene må imidlertid ha rutiner for å fange opp situasjoner hvor forutsetningene for å gi dispensasjon kan endre seg.

Etter gjeldende rett er det kun hjemmel til å gi dispensasjon fra første ledd første punktum, og ikke annet punktum. Etter utvalgets vurdering bør det også være adgang til å dispensere fra forbudet mot å ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd i slikt selskap.

Utvalget legger til grunn at foretaket må dokumentere daglig leders og styrets vurderinger og føre lister over de dispensasjonene som innvilges, slik at det kan føres tilsyn med foretakenes praksis etter bestemmelsen.

Det foreslås at § 10-3 første ledd i gjeldende verdipapirhandellov videreføres i ny § 10-4. I annet ledd er det foreslått at styret kan gjøre unntak fra første ledd.

6.4 Taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte

6.4.1 Gjeldende rett

Ansatte, tillitsmenn og personer med bestemmende innflytelse i verdipapirforetak har taus-

hetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold, med mindre annet er bestemt i lov eller forskrifter gitt med hjemmel i lov, jf. verdipapirhandelloven § 10-9. Bestemmelsen gjelder tilsvarende for enhver som utfører arbeid for verdipapirforetaket, selv om vedkommende ikke er ansatt i foretaket.

6.4.2 Forventet EØS-rett

MiFID II inneholder ikke eksplisitte regler om taushetsplikt. Det følger forutsetningsvis av kommisjonsforordning C(2016)2398 artikkel 21 nr. 2 at verdipapirforetaket skal «establish, implement and maintain systems and procedures that are adequate to safeguard the security, integrity and confidentiality of information, taking into account the nature of the information in question».

6.4.3 Utvalgets vurderinger

Etter utvalgets vurdering er det hensiktsmessig å fortsatt ha en eksplisitt bestemmelse om verdipapirforetakenes taushetsplikt. Utvalget foreslår at bestemmelsen videreføres i ny § 10-5. Ettersom slike forhold ikke er direkte regulert i MiFID II, legger utvalget til grunn at direktivet ikke er til hinder for å videreføre en slik bestemmelse i norsk rett.

DEL II Klassifisering av kunder

6.5 Klassifisering av kunder

6.5.1 Gjeldende rett

Verdipapirforetakene skal klassifisere sine kunder som ikke-profesjonelle, profesjonelle og kvalifiserte motparter. Reglene for kundeklassifisering følger av verdipapirforskriften §§ 10-1 til 10-7, som er gitt med hjemmel i verdipapirhandelloven § 10-11 om god forretningsskikk. Bestemmelsene gjennomfører deler av MiFID I vedlegg II og gjennomføringsdirektivet til MiFID I (kommisjonsdirektiv 2006/73/EF) artikkel 28 og 50.

Bakgrunnen for reglene er at behovet for investorbeskyttelse varierer ut i fra kundens kunnskap og erfaring, og det er lagt opp til at graden av investorbeskyttelse skal tilpasses de tre ulike kategoriene av kunder basert på kundens profesjonalitet.

6.5.2 Forventet EØS-rett

Definisjonen av profesjonelle kunder er inntatt i MiFID II vedlegg II og er en videreføring av tilsvarende vedlegg i MiFID I.

MiFID II vedlegg II del I angir hvilke kategorier av kunder som regnes som profesjonelle etter direktivet (kredittinstitusjoner, verdipapirforetak, forsikringsselskaper mv.). Ikke-profesjonelle kunder er negativt definert. Dette innebærer at kunde som ikke er klassifisert som profesjonell er å anse som ikke-profesjonell. Ikke-profesjonelle kunder har etter vedlegg II del II nr. 1 anledning til å anmode om å bli behandlet som profesjonell selv om det vil medføre svekket investorbeskyttelse. I så fall forutsettes det at fremgangsmåten som er angitt i II del II nr. 2 følges.

MiFID II viderefører enkelte særskilte bestemmelser om en undergruppe av de profesjonelle kundene som er definert som *kvalifiserte motparter*, som innebærer at reglene om investorbeskyttelse kan gis begrenset anvendelse overfor slike kunder. Det vises til kapittel 6.14 hvor reglene for tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter er nærmere beskrevet.

Utfyllende regler om plikten til å klassifisere nye og eksisterende kunder følger av kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 45. Denne bestemmelsen er nærmere omtalt i forbindelse med kravene til informasjon til kunden i kapittel 6.6.2.2.

6.5.3 Utvalgets vurderinger

MiFID I vedlegg II ble delvis gjennomført i verdipapirforskriften. I tråd med prinsippet om at direktivet skal gjennomføres som lovbestemmelser, foreslår utvalget at definisjonen av profesjonelle kunder inntas i verdipapirhandelloven. Definisjonen av profesjonelle kunder henger nært sammen med reglene om investorbeskyttelse og utvalget foreslår derfor å plassere bestemmelsene som gjennomfører MiFID I vedlegg II i kapittel 10. Det vises til utkastet §§ 10-6 til 10-8. Det legges til grunn at bestemmelsene innebærer en videreføring av gjeldende rett.

Utvalget presiserer at kommuner ikke omfattes av ordlyden «regionale myndigheter» i utkast til § 10-6 første ledd nr. 3.

Verdipapirforskriften §§ 10-1 til 10-7 vil bli foreslått opphevet.

DEL III Investorbeskyttelse

6.6 Overordnede prinsipper for god forretningsskikk og informasjon til kunden

6.6.1 Overordnede prinsipper for god forretningsskikk

6.6.1.1 Gjeldende rett

Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med kravene til god forretningsskikk, jf. verdipapirhandelloven § 10-11. Etter verdipapirhandelloven § 10-11 første ledd skal verdipapirforetak som et overordnet prinsipp påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte.

Øvrige bestemmelser i verdipapirhandelloven § 10-11, samt utfyllende bestemmelser i verdipapirforskriften, gir videre anvisning på enkelte konkrete forpliktelser foretaket har for å sikre investorbeskyttelse og en minimumsstandard for kundebehandling (informasjon til kunden, vurdering av egnethet og hensiktsmessighet mv.). Disse bestemmelsene anses imidlertid ikke som en uttømmende angivelse av innholdet i den rettslige standarden om god forretningsskikk.

Ordlyden i verdipapirhandelloven § 10-11 første ledd avviker noe fra gjeldende EØS-rett. I MiFID I artikkel 19 nr. 1 er det presisert at kravet om å opptre i samsvar med god forretningsskikk gjelder når verdipapirforetaket yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, mens etter norsk rett skal verdipapirforetak utøve sin «virksomhet» i samsvar med kravene til god forretningsskikk.

På bakgrunn av denne ordlyden er det lagt til grunn i praksis at den rettslige standarden om god forretningsskikk gjelder for hele verdipapirforetakets virksomhet, og ikke kun når verdipapirforetaket yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester. Dette innebærer at verdipapirforetaket også skal påse at kundens interesser og markedets integritet blir ivaretatt på beste måte når foretaket driver «annen næringsvirksomhet», jf. verdipapirhandelloven § 10-2, eksempelvis formidling av forsikringsprodukter.

Det er videre et krav at ytelse av investeringstjenester bare kan foretas fra fast forretningssted, jf. § 10-11 tiende ledd. En slik bestemmelse har blant annet til formål å hindre at verdipapirforetak benytter «omreisende agenter», og krever en fast kontortilknytning, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 7.3.5.

6.6.1.2 Forventet EØS-rett

Det overordnede prinsippet om god forretningsskikk følger av MiFID II artikkel 24 nr. 1. Denne bestemmelsen oppstiller et utgangspunkt om at verdipapirforetaket skal opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes interesser når det yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, og særlig etterleve de prinsippene som følger av artikkel 24 for øvrig og artikkel 25. Dette er en videreføring av MiFID I artikkel 19 nr. 1.

I tillegg til den rettslige standarden om god forretningsskikk, er det i MiFID II artikkel 24 nr. 2 innført et generelt prinsipp om at verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter for salg til kunder skal sikre at disse finansielle instrumentene er utformet slik at de oppfyller behovene i en identifisert målgruppe av sluttkunder i den relevante kundegruppen og at strategien for distribusjon av de finansielle instrumentene er tilpasset den identifiserte målgruppen. Verdipapirforetaket skal også gjennomføre rimelige tiltak for å sikre at det finansielle instrumentet kun distribueres til den identifiserte målgruppen. Dette er nytt i forhold til gjeldende EØS-rett og må sees i sammenheng med de nye kravene til produktgodkjennelse som fremgår av MiFID II artikkel 16.

Videre følger det av MiFID II artikkel 24 nr. 2 at verdipapirforetak skal forstå de finansielle instrumentene som verdipapirforetaket tilbyr eller anbefaler, og vurdere om de finansielle instrumentene møter behovene hos de kundene som verdipapirforetaket yter investeringstjenester til, blant annet med hensyn til den identifiserte målgruppen av sluttkunder som er omhandlet i MiFID II artikkel 16 nr. 3. Verdipapirforetaket skal sikre at det kun tilbyr eller anbefaler finansielle instrumenter når dette er i kundens interesse. Også dette generelle prinsippet er nytt som et eksplisitt krav i forhold til gjeldende EØS-rett.

Medlemslandene kan i ekstraordinære tilfeller innføre strengere krav enn de som følger av artikkel 24. Slike krav skal være objektivt begrunnet og stå i rimelig forhold til spesifikke risikoer knyttet til forbrukerbeskyttelse og markedets integritet, som er av særlig betydning sett hen til den nasjonale markedsstrukturen, jf. artikkel 24 nr. 12.

6.6.1.3 Utvalgets vurderinger

I gjeldende lov er den rettslige standarden om god forretningsskikk og de utfyllende lovbestemmelsene om informasjon til kunden, vurdering av egnethet og hensiktsmessighet mv. samlet i verdipapirhandelloven § 10-11. Ettersom regelverket på

direktivnivå utvides i forhold til gjeldende EØS-rett, legger utvalget til grunn at det er hensiktsmessig å dele opp gjeldende § 10-11 i flere bestemmelser.

Etter utvalgets vurdering bør verdipapirhandelloven § 10-11 første ledd videreføres slik at det generelle kravet til god forretningsskikk gjelder for hele verdipapirforetakets virksomhet. I det norske markedet er det i stor grad slik at forsikringsprodukter med investeringsvalg distribueres gjennom verdipapirforetak, og da særlig kredittinstitusjoner som har tillatelse som verdipapirforetak. Forsikringsprodukter regnes ikke som finansielle instrumenter, og verdipapirforetakets virksomhet i forbindelse med dette vil ikke være investeringstjenestevirksomhet eller tilknyttede tjenester. Det er ikke uvanlig at verdipapirforetak både gir råd om finansielle instrumenter og forsikringsprodukter til samme kunde. Etter utvalgets vurdering er det uheldig dersom det generelle kravet til god forretningsskikk ikke skal gjelde uavhengig av type produkt som tilbys av verdipapirpapirforetaket. For øvrig foreslår utvalget at det presiseres at verdipapirforetaket skal opptre «ærlig, redelig og profesjonelt» i tråd med kundenes interesser, jf. ordlyden i direktivet.

Et flertall av utvalgets medlemmer, bestående av medlemmene *Bjerkestrand, Mohn Lian, Nygaard, Skallerud, Solem, Stray, Truyen og Vidjeland* er i tvil om det etter direktivet er adgang til å videreføre kravet i § 10-11 tiende ledd i gjeldende verdipapirhandellov om at ytelse av investeringstjenester bare kan foretas fra fast forretningssted, og har etter en samlet vurdering kommet til at regelen ikke foreslås videreført.

Et sentralt formål med forbudet i § 10-11 tiende ledd har etter utvalgets vurdering vært å beskytte kunden mot å bli oppsøkt hjemme eller andre steder utenfor verdipapirforetakets lokaler, og bli presset til å inngå kundeavtale eller fatte investeringsbeslutninger på stedet. Utvalgets flertall bemerker at slik virksomhet vil være i strid med reglene om god forretningsskikk og informasjon til kunden. Som beskrevet i kapittel 6.6.2.2 under skal det i god tid gis relevante opplysninger til kunder eller potensielle kunder og verdipapirforetaket må sørge for at kundene får tilstrekkelig tid til å fatte en informert investeringsbeslutning.

Et mindretall av utvalgets medlemmer, bestående av *Grandal,* mener bestemmelsen i § 10-11 tiende ledd kan og bør videreføres.

Mindretallet viser til Finansdepartementets uttalelser i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 7.3.5 på s. 107, hvor det heter at departementet mener det fortsatt er behov for en slik regel, og at kravet om «fast forretningssted» ved yting av investeringstjenester etter omstendighetene kan legge til rette for økt investorbeskyttelse. Departementet uttalte videre at kravet om fast forretningssted ikke er «et forhold som etter sin art reguleres av MiFID», og fant således at den norske regelen kunne videreføres. Mindretallet er enig med flertallet i at brudd på dagens regel vil være i strid med kravet til god forretningsskikk, men det er etter mindretallets syn likevel hensiktsmessig å videreføre dagens eksplisitte krav om fast forretningssted.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 10-11 første ledd videreføres i en ny bestemmelse som også gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 2. Utvalget viser til utkast til ny § 10-9 i utkast til ny verdipapirhandellov.

6.6.2 Informasjon til kunden

6.6.2.1 Gjeldende rett

De generelle informasjonskravene i gjeldende rett fremgår av verdipapirhandelloven § 10-11 om god forretningsskikk. Utgangspunktet er at verdipapirforetak skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende. Markedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 tredje ledd. Etter verdipapirhandelloven § 10-11 annet ledd skal verdipapirforetaket gi kunder og potensielle kunder relevante opplysninger i en forståelig form om: (1) verdipapirforetaket og de tjenester det yter, (2) finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller de foreslåtte strategier, (3) handelssystemer og markedsplasser verdipapirforetaket benytter, og (4) omkostninger og gebyrer. Informasjonen skal gis slik at kunden i rimelig grad er i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys, og være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning.

Videre er det gitt utfyllende regler om verdipapirforetakets informasjonsplikter overfor kunder i verdipapirforskriften kapittel 10 del III: § 10-9 (Markedsføringsmateriale mv.), § 10-10 (Informasjon til kunder forut for avtaleinngåelse), § 10-11 (Informasjon til kunder forut for ytelse av de enkelte investeringstjenester mv.), § 10-12 (Opplysninger om verdipapirforetaket og dets tjenester), § 10-13 (Opplysninger om de aktuelle finansielle instrumenter og investeringsstrategier), § 10-14

(Opplysninger om oppbevaring av kunders finansielle instrumenter og midler) og § 10-15 (Opplysninger om omkostninger og gebyrer).

6.6.2.2 Forventet EØS-rett

All informasjon skal være korrekt, klar og ikke villedende

Det følger av MiFID II artikkel 24 nr. 3 at all informasjon, herunder markedsføringsmateriale, som verdipapirforetaket retter mot kunder eller potensielle kunder skal være korrekt, klar og ikke-villedende. Markedsføringsmateriale skal tydelig fremstå som markedsføring. Dette er en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I.

Det er gitt utfyllende bestemmelser i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 44 gitt detaljerte regler for hvilke krav som stilles for at informasjonen skal være korrekt, klar og ikke villedende. Et grunnleggende utgangspunkt er at informasjonen som gis skal være balansert, i den forstand at verdipapirforetaket alltid skal fremheve relevante risikoer dersom det vises til potensielle fordeler ved en investeringstjeneste eller et finansielt instrument. Risikoer skal være like fremtredende som fordelene, og skal fremstilles på en slik måte at det er grunn til å tro at informasjonen vil bli forstått av målgruppen. Videre er det presisert at informasjonen til kunden skal gis på samme språk, med mindre kunden har samtykket til å motta informasjon på mer enn ett språk. Informasjonen skal være oppdatert og tilpasset den kommunikasjonsmetoden som benyttes. Videre inneholder artikkel 44 blant annet nærmere regler for krav til informasjon ved sammenligning av investeringstjenester, ved henvisning til historisk avkastning eller simulert historisk avkastning og fremtidig avkastning. Bestemmelsen er i hovedsak en videreføring av gjennomføringsdirektivet til MiFID I artikkel 27 som er gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 10-9.

Generelle informasjonskrav forut for ytelsen av investeringstjenester

MiFID II artikkel 24 nr. 4 angir hvilken informasjon som skal gis til kunder og potensielle kunder forut for ytelsen av investeringstjenester eller tilknyttede tjenester.

Det skal i god tid gis relevante opplysninger til kunder eller potensielle kunder om verdipapirforetaket og de tjenestene foretaket yter, finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, handelsplasser for utførelse av ordre og alle kostnader og tilknyttede gebyrer.

I det følgende gis en nærmere beskrivelse av hva opplysningene skal omfatte.

I god tid før verdipapirforetaket yter investeringsrådgivning skal det gis informasjon om følgende:

- om det ytes uavhengig investeringsrådgivning eller ikke-uavhengig investeringsrådgivning.
- om rådgivningen som ytes er basert på en bred eller mer begrenset analyse av finansielle instrumenter, og særlig om utvalget er begrenset til finansielle instrumenter som utstedes eller leveres av foretak som verdipapirforetaket har forbindelser med, som er så nære at det innebærer en risiko for å svekke verdipapirforetakets uavhengighet.
- om verdipapirforetaket vil gi kunden en periodisk egnethetsvurdering.

Ved ytelse av investeringstjenester skal det gis opplysninger om finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier som omfatter relevant veiledning og advarsler om de risikoer som er forbundet med investering i de aktuelle finansielle instrumentene eller bestemte investeringsstrategier. Videre skal det opplyses om det finansielle instrumentet er tiltenkt profesjonelle eller ikke-profesjonelle kunder, tatt i betrakting den identifiserte målgruppen, jf. MiFID II artikkel 24 nr. 2 omtalt over.

Opplysninger om alle kostnader og tilknyttede gebyrer skal inkludere både investeringstjenester og tilknyttede tjenester, inkludert kostnaden for investeringsrådgivning. Hvis det er relevant skal det videre gis opplysninger om kostnader i forbindelse med de anbefalte eller markedsførte finansielle instrumenter og hvordan kunden skal betale for de finansielle instrumentene, herunder eventuelle kostnader til tredjeparter.

Videre skal opplysninger om alle kostnader og tilknyttede gebyrer i forbindelse med investeringstjenester og det finansielle instrumentet, som ikke skyldes underliggende markedsrisikoer, sammenfattes på en slik måte at kunden får en oversikt over de samlede omkostningene og den kumulative effekten på investeringens avkastning. Dersom kunden ber om det skal det gis en spesifisert oversikt. Når det er relevant skal disse opplysningene gis til kunden regelmessig og minimum årlig gjennom investeringens løpetid.

Det følger av MiFID II artikkel 24 nr. 5 at informasjonen som skal gis til kunden i henhold til artikkel 24 nr. 4 skal gis i forståelig form og på en slik måte at kunder og potensielle kunder har en

rimelig mulighet til å forstå arten av og den risiko som er forbundet med den investeringstjenesten og de spesifikke typer av finansielle instrumenter som tilbys, slik at kunden kan fatte en investeringsbeslutning på informert grunnlag. Medlemslandene kan tillate at opplysningene gis i et standardisert format.

Dersom en investeringstjeneste tilbys som en del av et finansielt produkt som allerede er underlagt andre bestemmelser i andre EU-rettsakter med hensyn til opplysningskrav i forbindelse med kredittinstitusjoner og forbrukerkreditt, skal denne tjenesten ikke i tillegg underlegges de ovennevnte informasjonskravene i nr. 3 til 5, jf. MiFID II artikkel 24 nr. 6.

Når en investeringstjeneste tilbys sammen med en annen tjeneste eller et annet produkt som en del av en pakke (produktpakke) eller er betinget av den samme avtalen eller pakken, skal verdipapirforetaket informere kunden om det er mulig å kjøpe de ulike komponentene hver for seg, jf. MiFID II artikkel 24 nr. 11. Videre skal verdipapirforetaket fremlegge en oversikt over kostnadene ved hver enkelt komponent. Dersom det er sannsynlig at risikoen forbundet med en slik produktpakke som tilbys til en ikke-profesjonell kunde er forskjellig fra risikoen forbundet med komponentene enkeltvis, skal verdipapirforetaket fremlegge en tilstrekkelig beskrivelse av de forskjellige komponenter i avtalen eller pakken og hvordan samspillet endrer risikoene.

Det er gitt utfyllende regler til MiFID II artikkel 24 nr. 4 i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 45 til 51. Bestemmelsene viderefører i hovedsak gjeldende EØS-rett i kommisjonsdirektiv 2006/73/EF artikkel 28 til 34.

I kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 45 er det gitt regler om informasjon om kundeklassifisering. Verdipapirforetaket skal informere kundene om de er klassifisert som ikke-profesjonell, profesjonell eller kvalifisert motpart, enhver rett kunden har til å be om å bli omklassifisert til en annen kategori og eventuelle begrensinger i kundebeskyttelsen det vil innebære. Verdipapirforetaket kan på eget eller kundens initiativ velge å plassere kunden i en kategori som gir høyere grad av kundebeskyttelse enn nødvendig (f.eks. en kunde som oppfyller kravene til å bli kategorisert som kvalifisert motpart kan behandles som ikke-profesjonell eller profesjonell kunde).

I kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 46 er det inntatt mer generelle regler om informasjonsplikt til kunder, herunder tidspunktet for når kunden skal motta informasjonen som kreves.

Hvilken informasjon som skal gis om verdipapirforetaket og de tjenestene foretaket yter fremgår i detalj av gjennomføringsforordningen til MiFID II artikkel 47. Det bemerkes særlig at det innføres krav om at verdipapirforetaket skal etablere en egnet metode for evaluering og sammenligning, eksempelvis en egnet referanse («benchmark»). Denne skal være basert på kundens investeringsmål og de finansielle kriteriene som inngår i kundens portefølje, og sette kunden i stand til å vurdere verdipapirforetakets prestasjoner.

Informasjon som skal gis om finansielle instrumenter følger av kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 48. Kunder og potensielle kunder skal gis informasjon om risikoen ved finansielle instrumenter og det er angitt hvilke elementer beskrivelsen av risikoer skal inneholde. Denne informasjonen kan imidlertid tilpasses kundens klassifisering som kvalifisert motpart, profesjonell og ikke-profesjonell, og kundens kunnskapsnivå.

I kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 49 fremgår det hvilken informasjon som skal gis vedørende verdipapirforetakets oppbevaring av kundens finansielle instrumenter og kundemidler, dersom dette er relevant.

Detaljerte regler om hvilke opplysninger som skal gis om kostnader og tilknyttede gebyrer er inntatt i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 50. Bestemmelsen viderefører gjennomføringsdirektivet til MiFID I artikkel 33, men inneholder også nye krav. Det fremgår blant annet av denne bestemmelsen at verdipapirforetaket skal gi opplysninger om kostnader og gebyrer både før og etter ytelse av investeringstjenesten der verdipapirforetaket skal summere:

«a) all costs and associated charges charged by the investment firm or other parties where the client has been directed to such other parties, for the investment services(s) and/or ancillary services provided to the client; and

b) all costs and associated charges associated with the manufacturing and managing of the financial instruments.»

I vedlegg II til kommisjonsforordningen er det inntatt en liste over de kostnader som skal inngå i bokstav a og b over.

De totale kostnadene skal summeres og angis både som kontantbeløp og som prosent. Videre skal verdipapirforetaket gi kundene en oversikt som viser hvilken effekt de totale kostnadene vil ha på avkastningen ved investeringen.

For øvrig fremgår det av artikkel 50 at dersom opplysninger om kostnader og risiko relatert til det finansielle instrumentet er gitt i henhold til krav til nøkkelinformasjon (UCITS KIID og PRIIPs KID), skal denne informasjonen ansees å være tilstrekkelig etter kommisjonsforordning C(2016) 2398. Verdipapirforetaket må imidlertid informere kunden om kostnader som ikke er inkludert i nøkkelinformasjonen, jf. artikkel 51.

6.6.2.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II artikkel 24 må gjennomføres i norsk rett, herunder reglene om informasjon til kunden. Dette innebærer at gjeldende regler om informasjon til kunden som er inntatt i verdipapirhandelloven § 10-11 annet og tredje ledd videreføres og suppleres. Utvalget foreslår at informasjonskravene i MiFID II artikkel 24 nr. 3, 4, 5, 6, og 11 samles i en egen bestemmelse i verdipapirhandelloven, se utvalgtes forslag til ny § 10-10. Det foreslås å presisere at opplysningene som skal gis forut for ytelsen av investeringstjenester kan gis i et standardisert format, jf. MiFID II artikkel 24 nr. 5.

Som det fremgår av bestemmelsen foreslår utvalget å innta hjemmel for å gi nærmere regler i forskrift. Gjeldende regler i verdipapirforskriften kapittel 10 del III (§§ 10-9 til 10-15) kan ikke videreføres som følge av at utfyllende regler om informasjon til kunden er gitt i gjennomføringsforordningen til MiFID II.

6.6.3 Særlig om investeringsrådgivning

6.6.3.1 Forventet EØS rett

MiFID II innfører et skille mellom uavhengig investeringsrådgivning og ikke-uavhengig investeringsrådgivning som er nytt i forhold til gjeldende rett. MiFID II artikkel 24 nr. 7 bokstav a) inneholder særskilte krav som gjelder for uavhengig investeringsrådgivning som gjelder dersom verdipapirforetaket informerer kunden om at rådgivningen gis på uavhengig basis. Hvorvidt bestemmelsen kommer til anvendelse beror med andre ord på om foretaket opplyser at rådgivningen er uavhengig.

Det følger av MiFID II artikkel 24 nr. 7 bokstav a) at foretak som yter uavhengig investeringsrådgivning skal vurdere et tilstrekkelig utvalg av tilgjengelige finansielle instrumenter som skal være tilstrekkelig diversifisert utfra type og utsteder eller produkttilbyder til å sikre at kundens investeringsmål på egnet måte kan oppfylles.

Produktutvalget kan ikke begrenses til finansielle instrumenter som utstedes eller tilbys av foretaket selv eller foretak med nære forbindelser til foretaket, eller foretak som verdipapirforetaket har så nære juridiske eller økonomiske forbindelser med, eksempelvis kontraktsforhold, at det kan innebære en risiko for at det uavhengige grunnlaget for investeringsrådgivningen svekkes.

I tillegg er det forbud mot å ta i mot og beholde vederlag fra andre enn kunden i forbindelse med ytelsen av uavhengig investeringsrådgivning. Dette er nærmere omtalt i kapittel 6.7.4.3.

I kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 52 er det gitt utfyllende regler om informasjon om investeringsrådgivning generelt, og i forordningens artikkel 53 er det inntatt regler som gjelder særskilt for foretak som yter uavhengig investeringsrådgivning.

Det følger av kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 52 nr. 1 at verdipapirforetaket på en klar og tydelig måte skal forklare om og hvorfor investeringsrådgivningen som tilbys anses som uavhengig eller ikke-uavhengig investeringsrådgivning, herunder hvilke begrensninger som gjelder for tjenesteytelsen. Dersom det tilbys uavhengig investeringsrådgivning, skal forbudet mot å motta og beholde vederlag fra andre enn kunden beskrives.

Dersom verdipapirforetaket yter både uavhengig investeringsrådgivning og ikke-uavhengig investeringsrådgivning til samme kunde, skal foretaket beskrive omfanget av hver enkelt tjeneste, slik at kunden kan forstå forskjellen mellom dem, og det skal ikke gis inntrykk av at foretaket generelt er en uavhengig rådgiver. I artikkel 52 nr. 2 til 4 fremgår det hvilken informasjon som skal gis om utvalget av finansielle instrumenter mv., og i artikkel 52 nr. 5 er kravene til informasjon i forbindelse med periodisk egnethetsvurdering nærmere regulert.

Når det gjelder uavhengig investeringsrådgivning er det i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 53 nr. 1 gitt utfyllende regler om seleksjonsprosessen som kreves i henhold til MiFID II artikkel 24 nr. 7 bokstav a). Dersom den angitte seleksjonsprosessen ikke kan gjennomføres som følge av verdipapirforetakets forretningsmodell eller omfanget av tjenesten som tilbys, skal ikke verdipapirforetaket fremstille seg som en uavhengig investeringsrådgiver.

Verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning på uavhengig basis og som fokuserer på enkelte kategorier eller et spesifisert utvalg av finansielle instrumenter, skal etterleve de krav som følger av kommisjonsforordning C(2016) 2398 artik-

kel 53 nr. 2. Dette innebærer blant annet at verdipapirforetaket skal markedsføre seg på en slik måte at det bare retter seg mot kunder som har en preferanse for de aktuelle kategoriene eller utvalgene av finansielle instrumenter og kundene skal angi at de kun er interessert i de finansielle instrumentene som foretaket tilbyr.

Det er også gitt nærmere regler om foretak som yter begge typer rådgivning i kommisjonsforordningen artikkel 53 nr. 3. Blant annet følger det av bokstav c) at verdipapirforetak som yter både uavhengig investeringsrådgivning og ikke-uavhengig investeringsrådgivning skal ha tilstrekkelige organisatoriske krav og kontroller for å sikre at de to tjenestene holdes klart adskilt fra hverandre. Samme person kan ikke yte begge typer rådgivning.

6.6.3.2 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår at de særskilte kravene i MiFID II artikkel 24 nr. 7 bokstav a) inntas i ny § 10-11. Det er foreslått å innta hjemmel for å gi nærmere regler i forskrift. Nivå 2-reglene vil bli foreslått gjennomført ved inkorporasjon av kommisjonsforordning C(2016) 2398 i forskrift.

Når det gjelder foretak som yter både uavhengig investeringsrådgivning og ikke-uavhengig investeringsrådgivning, vil utvalget fremheve viktigheten av at de interessekonfliktene som kan oppstå ved slik delt virksomhet håndteres.

6.7 Vederlag fra andre enn kunden

6.7.1 Innledning

Utgangspunktet for reglene om vederlag fra andre enn kunden («inducements») er kravet om at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk, jf. verdipapirhandelloven § 10-11. Det sentrale formålet er å sikre at verdipapirforetakene utfører sin virksomhet på en slik måte at kundenes interesser ivaretas.

Begrepet vederlag fra andre enn kunden skal forstås i vid forstand og omfatter alle former for vederlag som verdipapirforetaket mottar eller yter, og kan deles inn i to hovedkategorier: (i) pengeytelser (herunder returprovisjoner) og (ii) naturalytelser (herunder analysetjenester).

Når verdipapirforetak mottar returprovisjoner for enkelte produkter eller andre former for vederlag fra andre enn kunden, vil foretaket få en økonomisk interesse av at kunden investerer i et bestemt produkt. Dette gjør at det oppstår en interessekonflikt mellom foretaket og kunden som det kan være krevende å håndtere. MiFID II innfører både strengere og mer detaljerte regler om mottak og ytelse av vederlag fra andre enn kunden for å sikre at foretaket ivaretar kundens beste interesse uten hensyn til slike vederlag.

Utvalget har vurdert om det bør innføres strengere krav til returprovisjoner enn det som følger av MiFID II artikkel 24. Utvalgets flertall foreslår etter en samlet vurdering at det gjennomføres regler for returprovisjon i tråd med direktivet. Et mindretall av utvalgets medlemmer mener at det bør innføres et forbud mot returprovisjoner i Norge.

I det følgende gis en beskrivelse av gjeldende rett og en kort omtale av hvordan vederlag fra andre enn kunden benyttes i det norske markedet. Deretter følger en beskrivelse av reglene om vederlag fra andre enn kunden i MiFID II, utvalgets vurderinger og forslag til nye regler.

6.7.2 Gjeldende rett

6.7.2.1 Rettslig utgangspunkt

Kravet til at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk er som nevnt utgangspunktet for reglene om vederlag fra andre enn kunden, jf. verdipapirhandelloven § 10-11. Det følger av verdipapirforskriften § 10-8 at verdipapirforetak bare kan motta vederlag fra eller yte vederlag til andre enn kunden i forbindelse med at de yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, dersom kunden før ytelsen av tjenesten gis skriftlig informasjon om vederlagets art og verdi, eller beregningsmåte dersom verdien ikke kan fastsettes. Videre er det krav om at vederlaget skal være egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden og ikke svekke foretakets plikt til å ivareta kundens interesser på beste måte.

I rundskriv 17/2010 har Finanstilsynet uttalt at verdipapirforetak som hovedregel ikke kan motta vederlag fra andre enn kunden. I dette ligger en formodning om at vederlag fra andre enn kunden, typisk provisjoner fra produktleverandører og utstedere, svekker foretakets forutsetninger for å ivareta kundens interesser på beste måte. Verdipapirforetaket må kunne dokumentere at vilkårene for å ta i mot vederlag fra andre enn kunden er oppfylt. Når det gjelder returprovisjoner i tilknytning til aktiv forvaltning har Finanstilsynet uttalt at avtale om deling av forvaltningsgodtgjørelse mellom verdipapirforetak som yter aktiv forvaltning og forvaltningsselskap for verdipapirfond er i strid med regelen om god forretningsskikk, jf.

rundskriv 10/2002. Begrunnelsen er at det er risiko for at foretakets interesser settes foran kundens interesser dersom det er den godtgjørelse verdipapirforetaket mottar fra fondsforvaltningsselskapet som avgjør investeringsbeslutningen på vegne av kunden, og ikke kundens interesse som investor. Finanstilsynet uttaler videre i dette rundskrivet at godtgjørelsen til verdipapirforetaket som yter aktiv forvaltning ikke skal avhenge av valg av leverandør eller forretningsforbindelse.

I rundskriv 17/2010 er det også vurdert hvilke krav regelverket om interessekonflikter stiller til verdipapirforetakenes avlønningssystemer og det uttales blant annet at et avlønningssystem for investeringsrådgivere med en direkte kobling mellom avlønningen og kundens investeringer er i strid med verdipapirhandelloven.

6.7.3 Vederlag fra andre enn kunden i det norske markedet

6.7.3.1 Returprovisjoner i tilknytning til verdipapirfond

Det er vanlig at forvaltningsselskaper for verdipapirfond utbetaler en andel av den løpende forvaltningsgodtgjørelsen til distributørene (banker og verdipapirforetak). Dette er basert på avtaler mellom forvaltningsselskapet og distributøren. Noen distributører velger å gi denne rabatten videre til sine kunder og beregner dermed en fordeling av beløpet på kundene, eventuelt tegner nye andeler for kundene som tilsvarer returprovisjonen. Andre distributører beholder returprovisjonen selv. Dette kan utgjøre en betydelig del av foretakets inntekter.

6.7.3.2 Returprovisjoner i tilknytning til andre produkter enn verdipapirfond

Returprovisjoner er også utbredt i tilknytning til andre produkter enn verdipapirfond. For eksempel betales returprovisjoner typisk til verdipapirforetak: (i) fra produktleverandører i forbindelse med salg av unoterte investeringsprodukter (som aksjer i investeringsselskaper, warrants, kupongbevis, indeksobligasjoner og andre typer strukturerte produkter), (ii) fra børsmedlemmer i forbindelse med videreformidling av ordre i noterte finansielle instrumenter (primært aksjer og ETPer), og (iii) fra leverandører av handelsplattformer for finansielle differansekontrakter (CFDer) og andre unoterte derivater (opsjoner, futures, binære opsjoner) i forbindelse med henvisning av kunder (gjennom såkalte Introducing Broker-avtaler).

6.7.3.3 Analysetjenester

I det norske markedet er det vanlig praksis at kostnadene knyttet til verdipapirforetakenes analysetjenester inkluderes i transaksjonskostnadene/kurtasjen kunden belastes for utførelse av ordre, og direkte betaling for analyse skjer kun unntaksvis. Kunder som benytter verdipapirforetaket til ordreutførelse får dermed tilgang til analyser utarbeidet av foretaket uten ekstra kostnad.

Enkelte store internasjonale investorer benytter et begrenset antall verdipapirforetak til å utføre ordre på deres vegne, men ønsker likevel tilgang til analyse fra andre verdipapirforetak i det norske markedet. I disse tilfellene får verdipapirforetaket såkalte «sjekker» som betaling for analysen. Disse sjekkene kommer unntaksvis som direkte betaling fra investoren selv, men oftest som en betaling via en særskilt avtale (Commission Sharing Agreement). Dette innebærer at en andel av kurtasjen som kunden betaler for ordeutførelse i et verdipapirforetak benyttes til å betale for analyser utarbeidet av et annet verdipapirforetak.

6.7.4 Forventet EØS-rett

6.7.4.1 Innledning

MiFID II artikkel 24 nr. 7, 8 og 9 inneholder regler om vederlag fra andre enn kunden. Som beskrevet i kapittel 6.6.3 skiller direktivet mellom «uavhengig investeringsrådgivning» og investeringsrådgivning som ikke er uavhengig, heretter omtalt som «ikke-uavhengig investeringsrådgivning». Foretak som driver uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning kan ikke motta og beholde pengeytelser fra andre enn kunden i tilknytning til disse tjenestene. I tillegg er det begrensinger på hvilke naturalytelser verdipapirforetakene kan motta.

Foretak som yter andre investeringstjenester enn uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning kan motta og beholde ytelser fra andre enn kunden forutsatt at nærmere fastsatte vilkår er oppfylt.

Medlemslandene kan i ekstraordinære tilfeller innføre strengere krav enn de som følger av artikkel 24. Slike krav skal være objektivt begrunnet og stå i rimelig forhold til spesifikke risikoer knyttet til forbrukerbeskyttelse og markedets integritet, som er av særlig betydning sett hen til den nasjonale markedsstrukturen, jf. artikkel 24 nr. 12.

Kommisjonen har fastsatt utfyllende regler om vederlag fra andre enn kunden i kommisjonsdirektiv C(2016) 2031[2]. Bestemmelsene i kommisjonsdirektivet foreslås gjennomført i norsk rett i forskrift.

I det følgende vil de reglene som gjelder for vederlag fra andre enn kunden bli nærmere omtalt.

6.7.4.2 *Generelle regler om vederlag fra/til andre enn kunden*

De generelle reglene om vederlag som verdipapirforetaket mottar fra eller yter til andre enn kunden er inntatt i MiFID II artikkel 24 nr. 9, og er i hovedsak en videreføring av gjeldende regler i gjennomføringsdirektivet til MiFID I artikkel 26.

Verdipapirforetak kan bare motta vederlag fra eller yte vederlag til andre enn kunden i forbindelse med at de yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester dersom vederlaget er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten og ikke svekker foretakets plikt til å ivareta kundens interesser på beste måte, jf. artikkel 24 nr. 9 første ledd. I tilknytning til andre investeringstjenester enn uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning, kan foretaket beholde vederlag som er mottatt i samsvar med denne bestemmelsen. Før ytelsen av tjenesten skal kunden gis skriftlig informasjon om vederlagets art og verdi, eller beregningsmåte dersom verdien ikke kan fastsettes. Informasjonen skal være dekkende, nøyaktig og forståelig.

Verdipapirforetak som yter uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning kan ikke beholde vederlag fra andre enn kunden, likevel med noen mindre unntak som nærmere omtalt i kapittel 6.7.4.3 under.

Begrensningen i å *yte* vederlag til tredjeparter gjelder ikke for reelle utgifter som muliggjør eller er nødvendige for å gjennomføre investeringstjenesten, herunder kostnader til depotbank, markedsplasser og lovbestemte avgifter og gebyrer.

Når det gjelder hvilke ytelser som er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten er det vedtatt regler i kommisjonsdirektiv C(2016) 2031 artikkel 11 som innebærer en innstramming i forhold til gjeldende rett.

Pengevederlag eller naturalytelser skal anses for å være egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten hvis alle følgende vilkår er oppfylt (artikkel 11 nr. 2):

«(a) it is justified by the provision of an additional or higher level service to the relevant client, proportional to the level of inducements received, such as:
  (i) the provision of non-independent investment advice on and access to a wide range of suitable financial instruments including an appropriate number of instruments from third party prolagt til grunnduct providers having no close links with the investment firm;
  (ii) the provision of non-independent investment advice combined with either: an offer to the client, at least on an annual basis, to assess the continuing suitability of the financial instruments in which the client has invlagt til grunnested; or with another on-going service that is likely to be of value to the client such as advice about the suggested optimal asset allocation of the client; or
  (iii) the provision of access, at a competitive price, to a wide range of financial instruments that are likely to meet the needs of the client, including an appropriate number of instruments from third party product providers having no close links with the investment firm, together with either the provision of added-value tools, such as objective information tools helping the relevant client to take investment decisions or enabling the relevant client to monitor, model and adjust the range of financial instruments in which they have invested, or providing periodic reports of the performance and costs and charges associated with the financial instruments
(b) it does not directly benefit the recipient firm, its shareholders or employees without tangible benefit to the relevant client;
(c) it is justified by the provision of an on-going benefit to the relevant client in relation to an on-going inducement.»

Det er videre presisert i bestemmelsen at en penge- eller naturalytelse ikke skal anses for å være akseptabel dersom ytelsen av tjenesten til kunden er «biased or distorted» som følge av ytelsen. Verdipapirforetaket skal tilfredsstille kravene i kommisjonsdirektivets artikkel 11 nr. 2 lø-

[2] Commission Delegated Directive (EU) .../... of 7.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to safeguarding of financial instruments and funds belonging to clients, product governance obligations and the rules applicable to the provision or reception of fees, commissions or any monetary or non-monetary benefits

pende så lenge de mottar eller yter penge- eller naturalytelser, og det er fastsatt at verdipapirforetaket skal oppbevare nærmere angitt dokumentasjon for at ytelser som er betalt eller mottatt er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten. Videre er det gitt nærmere regler for hvilken informasjon som skal gis til kunden om vederlag fra tredjeparter.

6.7.4.3 *Særskilte regler for uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning*

Det følger av MiFID II artikkel 24 nr. 7 bokstav b) at foretak som driver uavhengig investeringsrådgivning ikke kan *motta og beholde* gebyrer, provisjoner, andre pengeytelser eller naturalytelser fra andre enn kunden i forbindelse med den uavhengige investeringsrådgivningen. Dette innebærer at alle pengeytelser som foretaket mottar fra tredjepart skal overføres til kunden. Eksempelvis, dersom verdipapirforetaket er distributør for et verdipapirfond og mottar returprovisjon fra fondet/forvaltningsselskapet, må verdipapirforetaket overføre denne returprovisjonen til kunden. Kunden skal gis informasjon om fremgangsmåten for å overføre pengeytelsen tilbake til kunden etter artikkel 24 nr. 9.

I fortalen til MiFID II punkt 74 er det forutsatt at alle pengeytelser som betales eller tilbys av en tredjemann, skal tilbakebetales fullt ut til kunden så snart som mulig etter at foretaket har mottatt betalingene, og foretaket bør ikke kunne motregne eventuelle betalinger fra tredjemann mot de gebyrene som kunden skylder foretaket.

Forbudet mot å motta og beholde ytelser fra tredjepart gjelder ikke mindre naturalytelser («minor non-monetary benefits») som er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden og ikke er egnet til å svekke foretakets evne til å ivareta kundens interesser, forutsatt at det gis tydelig informasjon om disse ytelsene. Hva som skal regnes som mindre naturalytelser er beskrevet under.

Tilsvarende regler for foretak som yter aktiv forvaltning er inntatt i MiFID II artikkel 24 nr. 8.

Utgangspunktet er som nevnt at verdipapirforetak som yter uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning ikke kan motta naturalytelser, med mindre ytelsen kan defineres som en mindre naturalytelse. Det følger av kommisjonsdirektiv C(2016) 2031 artikkel 12 nr. 3 at følgende ytelser skal regnes som mindre naturalytelser:

«(d) information or documentation relating to a financial instrument or an investment service, is generic in nature or personalised to reflect the circumstances of an individual client;

(e) written material from a third party that is commissioned and paid for by an corporate issuer or potential issuer to promote a new issuance by the company, or where the third party firm is contractually engaged and paid by the issuer to produce such material on an ongoing basis, provided that the relationship is clearly disclosed in the material and that the material is made available at the same time to any investment firms wishing to receive it or to the general public;

(f) participation in conferences, seminars and other training events on the benefits and features of a specific financial instrument or an investment service;

(g) hospitality of a reasonable de minimis value, such as food and drink during a business meeting or a conference, seminar or other training events mentioned under point (c); and

(h) other minor non-monetary benefits which a Member States deems capable of enhancing the quality of service provided to a client and, having regard to the total level of benefits provided by one entity or group of entities, are of a scale and nature that are unlikely to impair compliance with an investment firm's duty to act in the best interest of the client.»

Mindre naturalytelser skal være «reasonable and proportionate and of such a scale that they are unlikely to influence the investment firm's behavior in any way that is detrimental to the interests of the relevant client». Videre følger det av artikkel 12 nr. 3 at informasjon om mindre naturalytelser skal gis forut for ytelsen av investeringstjenester eller tilknyttede tjenester.

Foretak som yter uavhengig investeringsrådgivning og/eller aktiv forvaltning kan også tilby andre investeringstjenester og tilleggstjenester. Forbudet mot å motta og beholde vederlag fra andre enn kunden vil kun gjelde når foretaket yter uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning. For øvrige investeringstjenester gjelder de generelle reglene om vederlag fra andre enn kunden.

6.7.4.4 *Nivå 2-regler om betaling for analyse*

Det følger av kommisjonsdirektiv C(2016) 2031 artikkel 13 nr. 1 at analyse som mottas fra tredje-

parter av verdipapirforetak som yter aktiv forvaltning, andre investeringstjenester eller tilleggstjenester ikke skal regnes som vederlag fra andre enn kunden forutsatt at analysen mottas som gjenytelse for:

(i) Direkte betaling fra verdipapirforetakets egne midler, hvor verdipapirforetaket kan øke sitt honorar til kundene for å dekke hele eller deler av kostnaden ved analyse, eller
(j) betaling fra en separat analysekonto som kontrolleres av verdipapirforetaket, forutsatt at vilkårene fastsatt i artikkel 13 nr. 1 bokstav b punkt (i) til (iv) er oppfylt.

Verdipapirforetak som tilbyr både analysetjenester og utførelse av ordre skal identifisere separate omkostninger som bare reflekterer kostnaden ved å utføre ordre, jf. kommisjonsdirektivet artikkel 13 nr. 9. Hver enkelt fordel eller tjeneste som ytes fra samme verdipapirforetak til verdipapirforetak etablert i EØS skal være gjenstand for separat identifiserbar betaling, og tilgangen til eller betalingen for slike fordeler eller tjenester skal ikke påvirkes av betalingen for utførelse.

I fortalen til kommisjonsdirektivet fremgår det at bakgrunnen for denne regelen er å tilrettelegge for at verdipapirforetakene skal kunne etterleve reglene om vederlag fra andre enn kunden.

6.7.4.5 Avlønning av ansatte

MiFID II artikkel 24 nr. 10 inneholder en ny bestemmelse om at verdipapirforetak ikke skal avlønne ansatte eller evaluere ansattes prestasjoner på en slik måte at plikten til å påse at kundens interesser ivaretas på beste måte svekkes. Foretaket skal ikke benytte avlønningsordninger, salgsmål eller andre incentiver som kan påvirke ansatte til å anbefale et bestemt finansielt instrument til en ikke-profesjonell kunde fremfor et annet finansielt instrument, som er bedre egnet for kunden.

6.7.5 Utvalgets vurderinger

6.7.5.1 Vurdering av forbud mot returprovisjoner

MiFID II artikkel 24 må gjennomføres i norsk rett, herunder reglene for vederlag fra andre enn kunden. Artikkel 24 nr. 12 åpner for at medlemstatene på nærmere vilkår kan innføre strengere regler enn direktivets krav.

Et flertall av utvalgets medlemmer, bestående av Bjerkestrand, Mohn Lian, Nygaard, Skallerud, Solem, Stray, Truyen og Vidjeland foreslår at det gjennomføres regler for returprovisjon i tråd med direktivet. Flertallets begrunnelse inntas i det følgende.

Returprovisjoner kan føre til at det oppstår en interessekonflikt mellom verdipapirforetaket og kunden ettersom foretaket normalt vil ha interesse av å anbefale produkter som gir høy returprovisjon. Denne interessekonflikten kan reduseres gjennom gode rutiner og effektiv kontroll av etterlevelse i verdipapirforetakene. I praksis er det imidlertid krevende for verdipapirforetakene å overholde reglene om håndtering av interessekonflikter når de mottar returprovisjoner. Utvalgets flertall ser at det kan stilles spørsmål ved om det er mulig å motta returprovisjoner og samtidig overholde kravene til å ivareta kundens interesser på beste måte.

Utvalgets flertall ser at et forbud mot returprovisjoner kan bidra til å redusere interessekonfliktene mellom foretaket og kunden ved at foretaket ikke vil ha økonomisk interesse i å anbefale produkter med høy returprovisjon. Dette kan igjen bidra til at tilliten til markedet øker. Det norske markedet for distribusjon av fond, som er et av de viktigste markedene som vil bli rammet av et særnorsk forbud, er imidlertid dominert av de store bankene som har forvaltningsselskaper for fond i konsernet. For disse aktørene vil neppe et forbud mot returprovisjon redusere mulige interessekonflikter. Det må antas at investeringsrådgivere vil anbefale «egne produkter» uavhengig av om de mottar returprovisjon ettersom den samlede fortjeneste vil tilfalle samme konsern/enhet.

Som nevnt er returprovisjoner også utbredt i tilknytning til andre produkter enn verdipapirfond, herunder CFDer og andre unoterte derivater, og for disse produktene kan et forbud i større grad hindre interessekonflikter. Flertallets vurdering er imidlertid at dette ikke er tilstrekkelig tungtveiende til å begrunne et generelt forbud mot returprovisjoner.

Returprovisjoner innebærer at kostnaden ved rådgivning normalt er inkludert i produktet. Dette fører til kunden må betale (indirekte) for rådgivning selv om kunden hverken ønsker rådgivning eller mottar rådgivning. Dersom returprovisjoner forbys kan kunden velge om vedkommende vil betale for rådgivning eller ikke. Et forbud vil dermed kunne føre til billigere produkter for de kundene som handler finansielle instrumenter uten forutgående rådgivning. En mer transparent prismodell vil også kunne føre til økt konkurranse mellom plattformer som tilbyr handel i finansielle instrumenter uten rådgivning og dermed lavere priser for kundene. Dette er argumenter som etter

flertallets vurdering taler for at det er hensiktsmessig å forby returprovisjoner.

MiFID II innebærer strengere regler for verdipapirforetakenes adgang til å motta og betale returprovisjoner enn gjeldende regelverk. Ved ytelsen av uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning må alle provisjoner overføres til kunden, men også i tilknytning til andre investeringstjenester snevres adgangen til å motta og betale returprovisjoner inn. Vilkårene for at returprovisjoner skal anses for å være egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten blir strengere, og det gis detaljerte krav knyttet til dokumentasjon for at ytelser som er betalt eller mottatt er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten, herunder krav til informasjon til kunden. I tillegg innfører MiFID II nye regler knyttet til produktutvikling i foretakene som også innebærer strengere krav til hvilke produkter foretaket kan tilby ulike kunder. Etter flertallets vurdering kan det være hensiktsmessig å evaluere effekten av de nye MiFID II-reglene før det eventuelt vurderes å innføre strengere regler enn direktivets minimum.

Videre er det utvalgets vurdering at eventuelle strengere nasjonale regler på dette området må sees i sammenheng med reglene som gjelder for forsikringsbaserte investeringsprodukter. I Insurance Distribution Directive (IDD) (Directive (EU) 2016/97) innføres nye og skjerpede regler for distribusjon av forsikringsprodukter, herunder regler om vederlag fra andre enn kunden. Nivå 2-regler som gir utfyllende regler til IDD er imidlertid ikke fastsatt, og detaljene i regelverket er dermed ikke avklart ennå. For å unngå en konkurransemessig vridning mot salg av forsikringsbaserte investeringsprodukter fremfor finansielle instrumenter bør reglene knyttet til returprovisjoner og investorbeskyttelse være så likeartede som mulig.

De øvrige nordiske landene (Danmark, Sverige og Finland) har konkludert med at det skal innføres bestemmelser om returprovisjoner som tilsvarer kravene i MiFID II og vil derfor ikke innføre forbud mot returprovisjoner. Utvalgets flertall har i sin vurdering lagt vekt på at det bør være likeartede regler på dette området i Norden, siden norske banker og verdipapirforetak først og fremst konkurrerer med aktører fra de andre nordiske landene.

Etter en samlet vurdering har flertallet konkludert med at det anbefales å innføre bestemmelser som tilsvarer kravene i MiFID II artikkel 24 nr. 7, 8 og 9, og at det ikke bør foreslås strengere nasjonale regler på nåværende tidspunkt. Flertallet har derfor ikke tatt stilling til om det foreligger særskilte forhold i Norge som kan begrunne strengere nasjonale regler i henhold til artikkel 24 nr. 12.

Et mindretall av utvalgets medlemmer, bestående av Grandal, slutter seg i det vesentlige til utvalgets fremstilling og argumenter, men mener at de argumenter som taler for et forbud samlet sett veier tyngre enn de argumenter som taler mot. Mindretallet mener derfor at det bør innføres et forbud mot returprovisjoner i Norge, slik som i Storbritannia og Nederland. Mindretallets begrunnelse inntas i det følgende.

Etter mindretallets syn er det særlig tre argumenter som taler for et forbud: behovet for å redusere interessekonflikter, øke tilliten til markedet i Norge og legge til rette for et mer transparent marked med enklere og klarere prising.

Det første og viktigste argumentet for et forbud er at returprovisjoner fører til at det oppstår en *interessekonflikt* mellom foretaket og kunden ettersom foretaket oftest har interesse av å anbefale de produkter som gir foretaket høy returprovisjon. Mindretallet finner det positivt at reglene nå skjerpes, men mener likevel det er saklig grunn til bekymring for hvorvidt de skjerpede reglene i praksis vil være tilstrekkelig til å redusere den iboende interessekonflikten. I tillegg er det i praksis svært vanskelig for den enkelte ikke-profesjonelle kunde å avdekke hvorvidt foretaket har brutt reglene.

Det andre argumentet er at et forbud mot returprovisjoner vil kunne bidra positivt til at *tilliten til markedet* øker. Det er viktig for tilliten til markedet, foretakene og rådgiverne at kundene kan stole på at foretaket utelukkende har kundens interesser for øyet.

Det tredje argumentet er at et forbud mot returprovisjoner kan føre til et mer *transparent marked* med enklere og klarere prising. Erfaringer fra Storbritannia har vist at forbudet mot returprovisjoner har ført til nedgang i salg av produkter som hadde høy returprovisjon, at det har blitt enklere for rådgivere og kunder å sammenligne priser på ulike investeringsplattformer, at det har blitt økt konkurranse mellom de ulike plattformene samt lavere priser.[3]

Storbritannia og Nederland innførte totalforbud mot returprovisjoner i henholdsvis 2012 og 2014, og dersom Norge skulle innføre et forbud så vil man således ikke være alene om det i det europeiske markedet. I Sverige foreslo også et enstem-

[3] Post-implementation review of the Retail Distribution Review – Phase 1 of 2014, https://www.fca.org.uk/your-fca/documents/post-implementation-review-of-the-retail-distribution-review-phase-1

mig lovutvalg i SOU 2015:2 «Värdepappersmarknaden MiFID II och MiFIR» et forbud mot returprovisjoner som kan medføre at kundens interesser påvirkes negativt, idet man la vekt på at MiFID II-løsningen ikke vil gi et tilstrekkelig forbrukervern. Finansinspektionen i Sverige har argumentert for et totalforbud, slik som i Storbritannia og Nederland.[4] [5]

Mindretallet er enig med utvalgets flertall i at et forbud mot returprovisjoner må ses i sammenheng med reglene som gjelder for forsikringsbaserte investeringsprodukter, for eksempel Unit Link-produkter, og mindretallet foreslår at Norge følger det svenske forslaget i SOU 2015:2 «Värdepappersmarknaden MiFID II och MiFIR» om at reglene bør utformes så likt som mulig også for forsikringsbaserte investeringsprodukter.

Hva gjelder hvorvidt unntaksvilkåret i MiFID II artikkel 24 nr. 12 kan anses oppfylt, viser mindretallet til at hovedvilkåret her synes å være hensynet til «forbrukerbeskyttelse». Til støtte for en slik tolkning vises det særlig til at den svenske SOUen synes å ha konsentrert argumentasjonen rundt «forbrukerbeskyttelse», og at lovutvalget der enstemmig fant at de interessekonflikter som returprovisjon gir opphav til, var tilstrekkelig for å oppfylle vilkåret i artikkel 24 nr. 12 for det svenske markedet. Mindretallet legger til grunn at finansmarkene i Sverige og Norge i det vesentlige er likeartet. Når vilkåret i artikkel 24 nr. 12 ble ansett oppfylt for svensk retts del, så har det formodningen for seg at vilkåret også vil være oppfylt for norsk retts del.

Mindretallet viser videre til Verdipapirlovutvalgets mandat punkt I nr. 8, hvor det heter at: «I den utstrekning de kommende EØS-regler gir rom for det, skal utvalget utrede om det er hensiktsmessig med ytterligere nasjonal regulering for å sikre forbrukerbeskyttelse for kunder av verdipapirforetak».

Mindretallet er av den oppfatning at vilkåret for å innføre strengere krav enn det som følger av artikkel 24 hva gjelder returprovisjon er oppfylt, jf. artikkel 24 nr. 12, og at det er «hensiktsmessig med ytterligere nasjonal regulering for å sikre forbrukerbeskyttelse», jf. mandatet punkt I nr. 8. Det foreslås derfor at det bør innføres et forbud mot returprovisjoner i Norge, slik som i Storbritannia og Nederland.

Dersom det ikke innføres et slikt forbud, foreslår mindretallet at Finansdepartementet eller Finanstilsynet gis forskriftshjemmel til å innføre forbud mot returprovisjoner hvis det viser seg at MiFID II ikke i tilstrekkelig grad løser utfordringene med interessekonflikt.

Forslaget om å gi hjemmel til å innføre forbud mot returprovisjoner i forskrift støttes av et mindretall av utvalgets medlemmer bestående av Bjerkestrand og Skallerud. Deres begrunnelse inntas i det følgende.

En slik forskriftshjemmel vurderes å være en hensiktsmessig oppfølging av flertallets vurderinger. Flertallet uttaler at det vil være hensiktsmessig å evaluere effekten av de nye MiFID II-reglene før det eventuelt vurderes å innføre strengere regler enn direktivets minimum. Dersom de nye reglene ikke er tilstrekkelig effektive er det nødvendig og riktig at myndighetene kan gripe inn på relativt kort varsel ved forskrift. I en slik situasjon kan det også være fornuftig å forby / ytterligere begrense returprovisjoner i tilknytning til enkelte produkter, uten å innføre et generelt forbud.

Legalitetsprinsippet anses tilstrekkelig ivaretatt ved en slik forskriftshjemmel, og det vil være kontradiksjon ved at berørte parter får mulighet til å uttale seg gjennom høringsprosessen.

6.7.5.2 Utvalgets forslag til nye regler

Utvalget foreslår at MiFID II artikkel 24 nr. 9 gjennomføres i ny § 10-12 første til tredje ledd. Denne bestemmelsen innebærer i hovedsak en videreføring av § 10-8 i gjeldende verdipapirforskrift. Dette er generelle regler som gjelder uavhengig av hvilke tjenester som ytes til kunden.

De særskilte reglene som gjelder ved ytelsen av uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning (MiFID II artikkel 24 nr. 7 og 8) er foreslått inntatt i ny § 10-12 fjerde ledd. Til forskjell fra de øvrige investeringstjenestene må foretaket ved ytelse av uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning overføre vederlag fra tredjeparter til kunden, med unntak av mindre naturalytelser som på nærmere vilkår kan beholdes av foretaket.

I forslag til ny § 10-12 femte ledd er departementet gitt hjemmel å gi utfyllende forskrifter. Utvalget legger til grunn at det er hensiktsmessig å gjennomføre nivå 2-reglene knyttet til vederlag fra andre enn kunden i kommisjonsdirektiv C(2016) 2031 artikkel 11 til 13 i forskrift.

Videre foreslår utvalget at MiFID II artikkel 24 nr. 10 om avlønning av ansatte gjennomføres i ny § 10-13.

---

4 http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/30_Remissvar/2015/remissvar-mifid2-mifir-150511.pdf

5 http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/20_Rapporter/2016/ett-nodvandigt-steg-sparandemarknadNY3.pdf

6.8 Kompetansekrav for ansatte

6.8.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd skal verdipapirforetak ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrifter. Det fremgår videre av verdipapirforskriften § 9-7 første ledd bokstav b) at verdipapirforetak til enhver tid skal påse at det ansetter medarbeidere som har nødvendig kompetanse og kunnskap. Det er imidlertid ikke konkrete kompetansekrav som gjelder for ansatte i verdipapirforetak utover de kravene til relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring som gjelder for daglig leder, faktiske ledere og styremedlemmer i verdipapirhandelloven § 9-9 første ledd. Det er ikke et krav om å dokumentere ansattes kompetanse utover dette. En stor andel av verdipapirforetakene er imidlertid på frivillig basis tilknyttet autorisasjonsordninger for ansatte som administreres av Verdipapirforetakenes Forbund og Finans Norge.

6.8.2 Forventet EØS-rett

MiFID II artikkel 25 nr. 1 inneholder et nytt krav knyttet til ansattes kompetanse. Verdipapirforetak skal sikre, og på anmodning dokumentere overfor tilsynsmyndigheten, at de personene som yter investeringsrådgivning eller gir opplysninger om finansielle instrumenter, investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, innehar nødvendig kunnskap og kompetanse til å oppfylle de kravene som stilles i henhold til MiFID II artikkel 24 og 25. Medlemslandene skal utarbeide og offentliggjøre hvilke kriterier som skal anvendes for å vurdere kravene til kunnskap og kompetanse. Kriteriene skal baseres på ESMAs retningslinjer utarbeidet med hjemmel i artikkel 25 nr. 9[6].

6.8.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II artikkel 25 nr. 1 må gjennomføres i norsk rett. Det foreslås at ny bestemmelse om kompetansekrav for ansatte som yter investeringsrådgivning mv. inntas i § 10-14. Det foreslås at departementet gis hjemmel til å fastsette nærmere kriterier i forskrift.

Innføringen av eksplisitte kompetansekrav til ansatte i verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning eller gir opplysninger om finansielle instrumenter, investeringstjenester eller tilknyttede tjenester er et ledd i styrkingen av reglene om forbrukerbeskyttelse, og skal bidra til å øke forbrukernes tillit til verdipapirmarkedet.

Retningslinjene fra ESMA skal ligge til grunn for de kriteriene som settes opp av nasjonale myndigheter. Retningslinjene angir minstekrav, slik at det er anledning til å fastsette strengere regler enn retningslinjene gir anvisning på. I retningslinjene legges det opp til ulike krav til rådgivere og ansatte som kun gir informasjon, og det fremkommer krav til foretakenes organisering og rutiner knyttet til vurdering, vedlikehold og oppdateringer av ansattes kunnskap og kompetanse.

Utvalget legger til grunn at Finanstilsynet kan be om dokumentasjon i tilknytning til etterlevelsen av kompetansekravet med hjemmel i finanstilsynsloven § 4, og at det dermed ikke er nødvendig å presisere i verdipapirhandelloven at verdipapirforetak på anmodning skal dokumentere overfor tilsynsmyndigheten at de aktuelle ansatte har nødvendig kunnskap og kompetanse.

6.9 Egnethetstest, hensiktsmessighetstest og rapportering til kunder

6.9.1 Gjeldende rett

Verdipapirforetak som yter investeringstjenestene investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning, skal gjennomføre en *egnethetstest* av om tjenestene og de finansielle instrumentene er egnet for kundene. Det følger av verdipapirhandelloven § 10-11 fjerde ledd at foretaket skal innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål. Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende. I verdipapirforskriften § 10-16 og 10-18 er det gitt nærmere regler om hvilken informasjon foretaket skal innhente for å gjennomføre egnethetsvurderingen. Dersom verdipapirforetaket ikke får de opplysninger som kreves skal foretaket ikke yte aktiv forvaltning eller investeringsrådgivning, jf. verdipapirforskriften § 10-16 fjerde ledd.

Ved yting av andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning og aktiv forvaltning skal verdipapirforetak søke å innhente opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde for å vurdere om inves-

[6] «Final Report – Guidelines for the assessment of knowledge and competence» ble publisert 17. desember2015: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1886_-_final_report_on_guidelines_for_the_assessment_of_knowledge_and_competence.pdf

teringstjenesten eller investeringsproduktet er hensiktsmessig for vedkommende (*hensiktsmessighetstest*), jf. verdipapirhandelloven § 10-11 femte ledd. Verdipapirforetaket må ta stilling til om kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen forbundet med det etterspurte eller tilbudte produktet eller den aktuelle investeringstjenesten, jf. verdipapirforskriften § 10-16. Hvilke opplysninger som skal innhentes følger av verdipapirforskriften § 10-18. Foretaket skal advare kunden dersom investeringstjenesten eller investeringsproduktet ikke er hensiktsmessig. I de tilfeller hvor kunden velger å ikke gi tilstrekkelige opplysninger skal foretaket advare kunden om at det er umulig for foretaket å gjennomføre hensiktsmessighetstesten.

Det er gitt *unntak* fra plikten til å gjennomføre hensiktsmessighetstest i de tilfeller hvor det kun ytes mottak, formidling og utførelse av ordre, forutsatt at enkelte vilkår er oppfylt, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 sjette ledd. For at unntaket skal komme til anvendelse, må investeringstjenesten gjelde ikke-komplekse finansielle instrumenter (definert i bestemmelsen og i verdipapirforskriften § 10-19), tjenestene må ytes på kundens initiativ og kunden må få informasjon om at foretaket ikke har plikt til å gjennomføre hensiktsmessighetstest.

Det følger av verdipapirhandelloven § 10-11 syvende ledd at verdipapirforetak skal ha kunderegister som omfatter de dokumenter som gir uttrykk for avtaleforholdet mellom partene. Foretaket skal ved sluttseddel eller på annen måte straks gi kunden utfyllende rapporter om de tjenester det har utført. Utførte oppdrag skal bekreftes ved sluttseddel, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 åttende ledd. I verdipapirforskriften §§ 10-21 til 10-24 er verdipapirforetakenes rapporteringsforpliktelser nærmere regulert.

6.9.2 Forventet EØS-rett

6.9.2.1 Egnethets- og hensiktsmessighetstest

Gjeldende regler om egnethets- og hensiktsmessighetstest videreføres i hovedsak i MiFID II artikkel 25 nr. 2, 3 og 4. Det innføres imidlertid enkelte tilleggskrav og endringer i forhold til gjeldende EØS-rett. De sentrale endringene vil bli omtalt i det følgende.

I vurderingen av om investeringstjenester og finansielle instrumenter egner seg for kunden skal foretaket innhente informasjon om kundens evne til å bære tap og kundens risikotoleranse, og foretaket skal særlig legge vekt på at de anbefalte tjenester og finansielle instrumenter er i samsvar med kundens risikotoleranse og evne til å bære tap, jf. MiFID II artikkel 25 nr. 2 første avsnitt.

Dersom investeringstjenesten gjelder en pakke av tjenester eller produkter sammensatt i henhold til MiFID II artikkel 24 nr. 11, jf. kapittel 6.6.2.2, skal den samlede pakken være egnet (dersom verdipapirforetaket yter investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning) eller hensiktsmessig (dersom verdipapirforetaket yter andre investeringstjenester) for kunden, jf. MiFID II artikkel 25 nr. 2 andre avsnitt og nr. 3 første avsnitt.

Når det gjelder unntaket fra kravet om å gjennomføre hensiktsmessighetstest er det noe avvik mellom MiFID I (art. 19 nr. 6) og verdipapirhandelloven § 10-11 sjette ledd. I MiFID I fremkommer det at det såkalte «execution only»-unntaket gjelder uavhengig av om verdipapirforetaket yter tilleggstjenester til kunden. Dette fremkommer ikke i den norske lovteksten. I MiFID II artikkel 25 nr. 4 fremgår det at unntaket fortsatt gjelder uavhengig av om verdipapirforetaket yter tilleggstjenester, unntatt dersom det ytes kreditt i tilknytning til ordren som overstiger tidligere innvilget kredittramme.

Videre er det gjort enkelte endringer når det gjelder hvilke finansielle instrumenter som skal regnes som ikke-komplekse. For det første er det presisert at aksjer i innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS (alternative investeringsfond) vil være komplekse, selv om fondet er opptatt til notering på et regulert marked. En annen endring fra MiFID I er at strukturerte UCITS, som omhandlet i forordning (EU) nr. 583/2010 (nøkkelinformasjonsforordningen under UCITS) artikkel 36 nr. 1 annet avsnitt, ikke anses for å være ikke-komplekse finansielle instrumenter.

I kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 54–58 er det gitt utfyllende nivå 2-regler om kravene til egnethet- og hensiktsmessighetstest.

I artikkel 54 er det inntatt nærmere regler om foretakets plikter i forbindelse med egnethetstesten og utfyllende regler om rapportene om egnethet som foretaket skal gi til kunden. Bestemmelsen viderefører gjeldende krav i kommisjonsdirektiv 2006/73/EF artikkel 35 (gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 10-16), men inneholder også nye krav. Eksempelvis følger det av artikkel 54 nr. 7 at verdipapirforetaket skal ta rimelige skritt for å forsikre seg om at den informasjon som er innhentet fra kunden er pålitelig, og det er inntatt en ikke-uttømmende liste over hvilke tiltak verdipapirforetaket skal iverksette for å oppnå dette.

Dersom ytelsen av investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning innebærer å bytte ut finansielle instrumenter i porteføljen, skal verdipapirforetaket kunne dokumentere at fordelene for kunden ved å endre er større enn kostnadene, jf. artikkel 54 nr. 11. Foretak som skal gi kunden en periodisk egnethetsvurdering skal gjennomgå egnethetsvurderingen minst årlig, jf. artikkel 54 nr. 13, men frekvensen skal øke dersom kundens risikoprofil eller type finansielle instrumenter tilsier det.

I kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 55 er det gitt enkelte felles regler som gjelder både ved egnethet- og hensiktsmessighetstest, herunder innhenting av opplysninger, og i artikkel 56 er det blant annet presisert hvilke opplysninger verdipapirforetaket skal registrere i forbindelse med gjennomføringen av hensiktsmessighetstest. Som etter gjeldende rett kan verdipapirforetaket legge innhentede kundeopplysninger til grunn med mindre foretaket vet eller burde vite at opplysningene åpenbart er foreldet, unøyaktige eller ufullstendige. I forbindelse med egnethetstesten skal imidlertid foretaket, som beskrevet over, iverksette tiltak for å forsikre seg om at informasjonen er riktig.

Kravene til å gjennomføre egnethetstest og hensiktsmessighetstest gjelder som utgangspunkt også for profesjonelle kunder, men verdipapirforetaket kan legge til grunn at en profesjonell kunde har den nødvendige kunnskap og erfaring til å forstå risikoen som er involvert i tilknytning til de investeringsområder hvor kunden er klassifisert som profesjonell, jf. artikkel 54 nr. 3 og artikkel 56 nr. 1.

Kriterier for å vurdere hvilke andre finansielle instrumenter som kan defineres som ikke-komplekse enn de som er direkte angitt i MiFID II artikkel 24 nr. 4 bokstav a) (i)-(v), fremgår av kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 57.

I kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 58 er det gitt utfyllende regler om krav til avtalen mellom verdipapirforetaket og kunden.

6.9.2.2 Rapportering til kunden

Gjeldende regler om rapportering til kunden videreføres i MiFID II, men det innføres også enkelte nye krav i artikkel 25 nr. 5 og 6. Nytt i forhold til MiFID I (artikkel 19 nr. 8) er særlig at rapportene til kunden skal omfatte periodisk informasjon hvor det tas hensyn til de involverte finansielle instrumenters art og kompleksitet og de tjenestene som er ytt til kunden, jf. MiFID II artikkel 25 nr. 6 første ledd.

Videre følger det av MiFID II artikkel 25 nr. 6 annet ledd at verdipapirforetak ved ytelse av investeringsrådgiving til ikke-profesjonelle kunder skal gi kunden en erklæring om egnethet før transaksjonen gjennomføres. Erklæringen skal spesifisere foretakets råd og begrunne hvorfor rådet er i samsvar med kundens preferanser, investeringsmål og andre karakteristikker ved kunden.

Erklæringen om egnethet kan gis umiddelbart etter at det er inngått avtale, dersom avtalen ble inngått ved bruk av fjernkommunikasjon, kunden har samtykket og verdipapirforetaket har gitt kunden anledning til å utsette transaksjonen for å motta egnethetserklæringen på forhånd, jf. artikkel 25 nr. 6 tredje ledd.

I MiFID II artikkel 25 nr. 7 er det inntatt en bestemmelse om at dersom en kredittavtale knyttet til boligeiendom, som er omfattet av bestemmelsene om vurdering av forbrukeres kredittverdighet i europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/17/EU, forutsetter at det ytes en investeringstjeneste til den samme forbrukeren i forbindelse med panteobligasjoner som utstedes særskilt for å sikre finansieringen av og har samme vilkår som kredittavtalen knyttet til boligeiendom, for at lånet skal kunne betales, refinansieres eller innfris, skal denne tjenesten ikke omfattes av forpliktelsene i denne artikkel.

I kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 59 til 63 er det gitt utfyllende regler om kravene til rapportering til kunden.

Rapporteringskravene for utførelse av ordre knyttet til andre investeringstjenester enn aktiv forvaltning følger av artikkel 59 og er i all hovedsak en videreføring av kommisjonsdirektiv 2006/73/EF artikkel 40 (gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 10-21). For aktiv forvaltning er rapporteringsforpliktelsene angitt i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 60, som hovedsak en videreføring av kommisjonsdirektiv 2006/73/EF artikkel 41 (gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 10-22). En endring i forhold til gjeldende rett er at kunden som hovedregel skal motta periodisk oversikt hver tredje måned og ikke hver sjette måned, jf. artikkel 60 nr. 3.

Verdipapirforetaket har visse tilleggsrapporteringsforpliktelser i forbindelse med aktiv forvaltning og ordre som medfører lånefinansierte transaksjoner som følger av artikkel 62. Nytt i forhold til kommisjonsdirektiv 2006/73/EF artikkel 42 (gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 10-22) er i korte trekk at kunden skal varsles om verdien av henholdsvis porteføljen eller de lånefinansierte instrumentene reduseres med 10 prosent.

For øvrig følger det av kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 61 at rapporteringskravene som følger av forordningens artikkel 49 og 59 gjelder overfor kvalifiserte motparter, med mindre verdipapirforetaket og den kvalifiserte motparten inngår avtale som regulerer rapporteringen.

Kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 63 inneholder regler om kontoutskrift for verdipapirforetak som oppbevarer finansielle instrumenter eller midler på vegne av kunder. Denne bestemmelsen viderefører kommisjonsdirektiv 2006/73/EF artikkel 43 (gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 10-24).

6.9.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget legger til grunn at MiFID II artikkel 25 må gjennomføres i norsk rett. Når det gjelder egnethetsvurderingen som skal gjøres, bygger bestemmelsene på gjeldende MiFID I-regulering og ESMAs guidelines om egnethetsvurderinger.[7] Utvalget foreslår at reglene om egnethets- og hensiktsmessighetsvurdering i MiFID II artikkel 25 nr. 2, 3 og 4 inntas i ny § 10-15. Verdipapirhandelloven § 10-11 fjerde til sjette ledd videreføres, men bestemmelsen utvides til å omfatte de nye kravene som følger av MiFID II som beskrevet over.

Det foreslås å innta en presisering om at unntaket fra kravet om hensiktsmessighetstest gjelder uavhengig av om foretaket yter tilleggstjenester, unntatt dersom det ytes kreditt i tilknytning til ordren som overstiger tidligere innvilget kredittramme.

Definisjonen av ikke-komplekse finansielle instrumenter er inntatt i utvalgets forslag til ny § 10-16.

Utvalget foreslår at kravene til kunderegister og rapportering til kunder som følger av MiFID II artikkel 25 nr. 5 og 6 gjennomføres i ny § 10-17. Første ledd viderefører i hovedsak verdipapirhandelloven § 10-11 syvende ledd. Utvalget foreslår å ta ut presiseringen i gjeldende § 10-11 syvende ledd om at utførte oppdrag skal bekreftes ved sluttseddel. Bakgrunnen for dette er at det er gitt utfyllende regler i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 59. Basert på ordlyden i kommisjonsforordningen legger utvalget til grunn at dette ikke vil medføre en realitetsendring.

Det nye kravet til egnethetserklæring er foreslått inntatt i ny § 10-17 tredje ledd.

MiFID II artikkel 25 nr. 7 åpner for unntak for kravene i artikkel 25 ved utstedelse av panteobligasjoner som utstedes i tilknytning til kredittavtaler knyttet til boligeiendom som er omfattet av bestemmelsene om vurdering av forbrukeres kredittverdighet i europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/17/EU. Dette direktivet er foreløpig ikke gjennomført i norsk rett. Finansavtaleloven kapittel 3 inneholder imidlertid regler om vurdering av kundens kredittverdighet som også omfatter kreditt i forbindelse med boligeiendom, og utvalget legger til grunn at europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/17/EU vil bli gjennomført ved tilpassing av relevante bestemmelser i finansavtaleloven kapittel 3. MiFID II artikkel 25 nr. 7 er foreslått gjennomført i ny § 10-17 syvende ledd.

Dagens forskriftsbestemmelser om innhenting av opplysninger om kundens erfaring mv. og rapportering til kunder i §§ 10-16 til 10-24 oppheves og erstattes av kommisjonsforordning C(2016) 2398.

6.10 Tjenesteyting via annet verdipapirforetak

6.10.1 Gjeldende rett

Dersom et verdipapirforetak formidler instruksjoner om å utføre investeringstjenester eller tilknyttede tjenester på vegne av sine kunder til et annet verdipapirforetak, følger det av verdipapirhandelloven § 10-15 første ledd at verdipapirforetaket som mottar instruksjonene kan forholde seg til informasjonen som gis uten å henvende seg til kunden.

Verdipapirforetaket som formidler instruksjonene forblir i slike tilfeller ansvarlig for at informasjonen er fullstendig og korrekt, og at eventuelle anbefalinger eller råd er egnet for kunden og for øvrig i samsvar med § 10-11, jf. verdipapirhandelloven § 10-15 annet ledd. Verdipapirforetaket som mottar instruksjonene, plikter å utføre de aktuelle tjenester, basert på informasjon og råd som nevnt i annet ledd, i samsvar med alle relevante bestemmelser i kapittel 10.

6.10.2 Forventet EØS-rett

Tjenesteyting via annet verdipapirforetak er regulert MiFID II artikkel 26. Bestemmelsen viderefører gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 20.

6.10.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 10-15 videreføres i utkast til ny § 10-18.

[7] Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements av 6. juli 2012 – ESMA/2012/387

Den norske gjennomføringen av MiFID I artikkel 20 avviker noe fra direktivets ordlyd. I verdipapirhandelloven § 10-15 fremgår det at verdipapirforetaket som formidler instruksjonene forblir ansvarlig for at eventuelle anbefalinger eller råd er egnet for kunden, og «for øvrig i samsvar med § 10-11». Siste leddsetning fremgår ikke direkte av direktivets ordlyd, og foreslås dermed ikke videreført.

6.11 Beste resultat ved utførelse av ordre

6.11.1 Gjeldende rett

Det følger av verdipapirhandelloven § 10-12 første ledd at ved utførelse av kundeordre skal verdipapirforetaket gjennomføre alle rimelige tiltak for å oppnå et best mulig resultat for deres kunder med hensyn til pris, kostnader, hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, størrelse, art og andre relevante forhold. Eventuelle instruksjoner fra kunden skal følges. Videre i bestemmelsen er det gitt krav til foretakets rutiner for beste resultat og informasjon til kunden. Kunden skal samtykke til foretakets retningslinjer for utførelse av ordre og skal eksplisitt samtykke til eventuell ordreutførelse utenfor et regulert marked eller multilateral handelsfasilitet, jf. § 10-12 annet ledd.

Det er gitt utfyllende regler om beste resultat ved utførelse av ordre i verdipapirforskriften §§ 10-25 til 10-27. I § 10-25 fremgår det blant annet hvilke kriterier verdipapirforetak skal legge vekt på ved utførelse av ordre for å avgjøre den relative vekten til faktorene nevnt i verdipapirhandelloven § 10-12 første ledd. Ved utførelse av ordre på vegne av ikke-profesjonell kunde bestemmes det best mulige resultat ut fra det samlede vederlag kunden skal betale i forbindelse med ordreutførelsen.

6.11.2 Forventet EØS-rett

Reglene om beste resultat ved utførelse av ordre i MiFID II er inntatt i artikkel 27. Bestemmelsen viderefører hovedprinsippene i MiFID I artikkel 21, men innebærer også enkelte skjerpede krav i forhold til gjeldende EØS-rett.

I tilknytning til reglene om beste resultat er begrepet «execution venue» benyttet i MiFID II. Begrepet, som ikke er definert i direktivet, kan i gitte tilfeller være videre enn «trading venue» (definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (24)). Utvalget vil gjennomgående benytte «utførelsesplass» som norsk oversettelse av «execution venue» og «handelsplass» som norsk oversettelse av «trading venue».

Etter MiFID I skal verdipapirforetak gjennomføre «all reasonable steps» for å oppnå beste resultat, mens i MiFID II artikkel 27 nr. 1 første avsnitt fremgår det at foretaket skal gjennomføre «all sufficient steps». Videre fremgår det av annet avsnitt at ved utførelse av ordre på vegne av ikke-profesjonell kunde bestemmes det best mulige resultat ut fra det samlede vederlag kunden skal betale i forbindelse med ordreutførelsen og det er angitt hva verdipapirforetaket skal ta hensyn til ved beregningen av det samlede vederlag. Bestemmelsen er en videreføring av tilsvarende bestemmelse i kommisjonsdirektiv 2006/73/EF artikkel 44. I tredje ledd er det presisert at verdipapirforetaket skal ta i betrakting sine egne provisjoner og kostnader for å utføre ordre ved hver enkelt handelsplattform, i vurderingen av beste mulige resultat etter første ledd. Også dette er en videreføring av kommisjonsdirektiv 2006/73/EF.

I MiFID II artikkel 27 nr. 2 er det presisert at det vil være et brudd på reglene om interessekonflikter og vederlag fra andre enn kunden dersom verdipapirforetaket mottar noe form for vederlag for å videresende til en særskilt handelsplass.

I MiFID II artikkel 27 nr. 2 er det presisert at verdipapirforetaket ikke skal motta noe form for vederlag, rabatt eller naturalytelse for å utføre ordre ved en særskilt handelsplass eller utførelsesplass i strid med reglene om interessekonflikter og vederlag fra andre enn kunden.

Et nytt krav i MiFID II artikkel 27 nr. 3 er at handelsplasser og systematiske internaliserere vederlagsfritt skal offentliggjøre minst årlig opplysninger om kvaliteten på ordreutførelsen for finansielle instrumenter som er omfattet av handelsplikten i MiFIR artikkel 23 og 28 (handelsplikten er omtalt i henholdsvis kapittel 3.6 og 3.13.1). For øvrige finansielle instrumenter som ikke er omfattet av handelsplikten gjelder plikten til å offentliggjøre tilsvarende informasjon også for utførelsesplasser som defineres videre enn handelsplasser og systematiske internaliserere i denne sammenheng, se omtale av kommisjonsforordning C(2016) 3333 (RTS 27) under.

Rapportene skal inneholde opplysninger om pris, kostnader, tid og sannsynlighet for gjennomføring av ordren for hvert enkelt finansielt instrument. På denne måten skal verdipapirforetak og offentligheten gis relevant informasjon for å vurdere hvordan kundeordre best kan utføres. Utfyllende regler for hvilke opplysninger som skal offentliggjøres i henhold til nr. 3, herunder hvilke utførelsesplasser og finansielle instrumenter som

omfattes, er gitt som kommisjonsforordning, jf. MiFID II artikkel 27 nr. 10 bokstav a). Det følger av kommisjonsforordning C(2016) 3333[8] artikkel 1 at utførelsesplasser i denne sammenheng omfatter «trading venues, systematic internalisers, market markers and other liqidity providers».

Videre følger det av MiFID II artikkel 27 nr. 3 at etter at verdipapirforetaket har utført en kundeordre skal foretaket informere kunden om hvor ordren ble utført.

Kravet om at verdipapirforetaket skal opplyse kundene om foretakets retningslinjer for ordeutførelse videreføres, men nytt i forhold til gjeldende EØS-rett er at det er presisert at informasjonen skal forklare klart, fyllestgjørende og på en lettfattelig måte hvordan ordre blir utført av verdipapirforetaket. Verdipapirforetaket skal innhente uttrykkelig samtykke fra kunden før foretaket utfører kundens ordre utenfor en handelsplass. Slikt samtykke kan innhentes gjennom en generell avtale eller i forbindelse med den enkelte transaksjon, jf. MiFID II artikkel 27 nr. 3.

MiFID II innfører også et nytt krav om at verdipapirforetak som utfører ordre årlig skal offentliggjøre informasjon om de fem handelsplassene der foretaket har hatt høyest handelsvolum det foregående år innenfor hver kategori av finansielle instrumenter, jf. artikkel 27 nr. 6. Det er forøvrig gitt nærmere retningslinjer i form av teknisk reguleringsstandard når det gjelder krav om offentliggjøring etter denne bestemmelsen, jf. MiFID II artikkel 27 nr. 10 bokstav b), i kommisjonsforordning C(2016) 3337[9] (RTS 28).

Verdipapirforetak som utfører ordre skal overvåke og regelmessig vurdere å oppdatere sine systemer og retningslinjer for ordreutførelse, jf. artikkel 27 nr. 7. Nytt i forhold til gjeldende rett er at verdipapirforetaket i vurderingen skal legge vekt på informasjon som er offentliggjort i henhold til artikkel 27 nr. 3 og 6. Verdipapirforetaket skal informere kunder som de har et løpende kundeforhold med om endringer i foretakets systemer og retningslinjer for ordreutførelse.

I kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 64 til 66 er det gitt utfyllende regler om kravene til beste resultat ved utførelse av ordre. I relasjon til disse bestemmelsene er det uttalt at «execution venue» omfatter: «*regulated market, an MTF, an OTF, a systematic internaliser, or a market maker or other liquidity provider or an entity that performs a similar function in a third country to the functions performed by any of the foregoing*», jf. kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 64 nr. 1 annet ledd. Dette er for øvrig en videreføring av tilsvarende bestemmelse som er gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 10-25 annet ledd.

Hvilke kriterier verdipapirforetak skal legge vekt på ved utførelse av ordre for å avgjøre den relative vekten til faktorene nevnt i MiFID II artikkel 27 nr. 1 fremgår av kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 64. Denne bestemmelsen er i all hovedsak en videreføring av gjeldende EØS-rett som er gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 10-25.

I artikkel 65 er det presisert hvilke tiltak verdipapirforetak skal iverksette for å sikre beste resultat når foretaket ved aktiv forvaltning plasserer ordre for utførelse hos annet foretak, eller når foretaket ved mottak og formidling av ordre formidler ordren for utførelse i annet foretak. Bestemmelsen er i all hovedsak en videreføring av gjeldende EØS-rett som er gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 10-26.

Det er videre gitt utfyllende regler om retningslinjer for ordreutførelse som viderefører gjeldende EØS-rett som er gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 10-27.

6.11.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 10-12 første ledd videreføres i ny § 10-19 første ledd. Ordlyden er foreslått endret i samsvar med endringen i direktivet slik at det fremgår at verdipapirforetak skal gjennomføre alle tiltak som er *tilstrekkelige* for å oppnå et best mulig resultat. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 27 nr. 1 første ledd.

Utvalget foreslår videre at verdipapirforskriften § 10-25 fjerde ledd flyttes til ny § 10-19 annet ledd, og gjennomfører artikkel 27 nr. 1 annet avsnitt. Verdipapirforskriften § 10-25 femte ledd foreslås flyttet til ny § 10-19 tredje ledd, hvor det er presisert at foretaket skal ta i betraktning sine egne provisjoner og kostnader for å utføre ordre ved hver enkelt handelsplattform, jf. artikkel 27 nr. 1 tredje ledd.

---

8 Commission Delegated Regulation (EU) ../... of 8.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards concerning the data to be published by execution venues on the quality of execution of transactions

9 Commission Delegated Regulation (EU) ../... of 8.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the annual publication by investment firms of information on the identity of execution venues and of the quality of execution.

Forslagets fjerde ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 4 og viderefører verdipapirhandelloven § 10-12 annet ledd. Forslagets femte ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 5 første ledd og viderefører verdipapirhandelloven § 10-12 tredje ledd. Forlagets sjette ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 5 annet ledd, og viderefører verdipapirhandelloven § 10-12 fjerde ledd første punktum. I tråd med endringene i MiFID II er inntatt en presisering om at verdipapirforetaket på en lettfattelig og tydelig måte skal gi kunden informasjon om hvordan ordre blir utført av foretaket.

Forslagets syvende ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 5 tredje ledd verdipapirhandelloven § 10-12 fjerde ledd annet punktum. Åttende ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 7 og viderefører verdipapirhandelloven § 10-12 femte ledd. Nytt i forhold til gjeldende rett er presiseringen om at verdipapirforetaket skal legge vekt på informasjon som er offentliggjort om utførelse av ordre, jf. § 10-20. Niende ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 8 og viderefører verdipapirhandelloven § 10-12 sjette ledd. Tiende ledd gjennomfører deler av artikkel 27 nr. 3 (siste del av første punktum). Artikkel 27 nr. 3 for øvrig er gjennomført i § 10-20.

Videre er det foreslått at 11. ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 2 og er nytt som et eksplisitt krav i forhold til gjeldende verdipapirhandellov.

Utvalget foreslår å samle reglene i tilknytning til offentliggjøring av informasjon om ordreutførelse i MiFID II artikkel 27 nr. 3 og 6 i ny § 10-20.

Gjeldende bestemmelser i verdipapirforskriften kapittel 10 del VI (§§ 10-25 til 10-27) kan ikke videreføres som følge av at utfyllende regler om informasjon til kunden er gitt i kommisjonsforordning C(2016) 2398.

6.12 Håndtering av kundeordre

6.12.1 Gjeldende rett

Det følger av verdipapirhandelloven § 10-13 første ledd at verdipapirforetak skal etablere prosedyrer og ordninger som sikrer hurtig, rettferdig og effektiv utførelse av kundeordre, vurdert i forhold til verdipapirforetakets øvrige kundeordre og foretakets handel for egen regning. Prosedyrene og ordningene skal legge til rette for utførelse av sammenlignbare kundeordre i den rekkefølge som de er kommet inn. Videre fremgår det av bestemmelsens annet ledd at dersom en kundeordre i aksjer notert på regulert marked som angir pris og antall (limitordre), på grunn av markedsforholdene ikke kan utføres umiddelbart og verdipapirforetaket ikke har mottatt annen instruks fra kunden, skal foretaket straks treffe foranstaltninger for raskest mulig utførelse ved å offentliggjøre ordren på en måte som er tilgjengelig for markedsaktørene. Plikten til offentliggjøring anses oppfylt dersom ordren gjøres tilgjengelig på et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet.

I verdipapirforskriften er det gitt utfyllende regler om håndtering av kundeordre. Det følger blant annet av § 10-28 at verdipapirforetak ved utførelse av ordre skal sikre at ordren registreres og allokeres straks og nøyaktig, at sammenlignbare kundeordre utføres straks og i den tidsrekkefølge de mottas med mindre ordrens art eller de gjeldende markedsbetingelser umuliggjør dette eller det strider mot kundens interesser og at kunder informeres om eventuelle vesentlige problemer med å utføre ordren straks foretaket har blitt oppmerksom på dette. I verdipapirforskriften § 10-28 fjerde ledd er det inntatt en dispensasjonshjemmel som innebærer at Finanstilsynet kan frita verdipapirforetak fra plikten til å offentliggjøre limitordre som nevnt i verdipapirhandelloven § 10-13 annet ledd.

Verdipapirforetak skal ikke utføre en kundeordre sammen med en annen kundeordre eller en transaksjon for egen regning (aggregering) med mindre vilkårene i verdipapirforskriften § 10-29 første ledd er oppfylt. Nærmere regler for hvordan verdipapirforetaket skal allokere handler følger av verdipapirforskriften § 10-30.

6.12.2 Forventet EØS-rett

Reglene om håndtering av kundeordre i MiFID II er inntatt i artikkel 28. Bestemmelsen viderefører i MiFID I artikkel 22. Det er ingen vesentlige materielle endringer og utvalget viser til omtale av bestemmelsen i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 7.6.

Det følger av MiFID II artikkel 28 nr. 2 siste punktum at kompetente myndigheter skal kunne gjøre unntak fra forpliktelsen til å offentliggjøre limitordre dersom ordren er stor («large in scale») sammenlignet med normal markedsstørrelse, jf. MiFIR artikkel 4. MiFIR artikkel 4 er nærmere omtalt i kapittel 3.7.2.1.

I kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 67 til 70 er det gitt utfyllende nivå 2-regler om kravene til håndtering av kundeordre.

Kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 67 fastsetter generelle prinsipper for håndtering av kundeordre og er en videreføring av gjennomføringsdirektivet til MiFID 1 artikkel 47 (gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 10-28). Det er ingen materielle endringer.

Kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 68 og 69 gir nærmere regler for aggregering og allokering av ordre og er en videreføring av kommisjonsdirektiv 2006/73/EF artikkel 48 og 49 (gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften §§ 10-29 og 10-28). Det er ingen materielle endringer.

Kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 70 gir enkelte presiseringer knyttet til limitordre, ref. MiFID II artikkel 28 nr. 2.

6.12.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende verdipapirhandellov § 10-13 i ny § 10-21.

Utvalget foreslår videre at hjemmel for at Finanstilsynet skal kunne gjøre unntak fra plikten til å offentliggjøre limitordre flyttes fra verdipapirforskriften og inntas i ny § 10-21 tredje ledd.

Gjeldende nivå 2-regler i verdipapirforskriften §§ 10-28–10-30 kan ikke videreføres som følge av at utfyllende regler om håndtering av kundeordre er gitt i kommisjonsforordning C(2016) 2398.

6.13 Tilknyttede agenter

6.13.1 Gjeldende rett

Verdipapirforetak kan benytte tilknyttede agenter for å markedsføre sine tjenester, skaffe oppdrag, motta og formidle ordre, plassere finansielle instrumenter og gi råd om de finansielle instrumenter og investeringstjenester som verdipapirforetaket tilbyr, forutsatt at verdipapirforetaket selv har tillatelse til å yte slike tjenester, jf. verdipapirhandelloven § 10-16 første ledd.

Verdipapirforetaket er ansvarlig for all virksomhet som agenten forestår på verdipapirforetakets vegne, og skal ved bruk av agent påse at verdipapirforetaket fortsatt overholder sine plikter etter denne loven, jf. verdipapirhandelloven § 10-16 annet ledd. Tilknyttede agenter skal registreres i et offentlig tilgjengelig register som føres av Finanstilsynet, jf. verdipapirhandelloven § 10-16 tredje ledd. Registrering kan bare skje dersom verdipapirforetaket bekrefter at foretakets tilknyttede agent er egnet.

I verdipapirforskriften § 10-42 er det gitt begrensninger i adgangen til å benytte tilknyttede agenter. Verdipapirforetak kan ikke inngå agentavtaler som omfatter flere personer enn 50 prosent av antall fast ansatte i verdipapirforetaket, med mindre den tilknyttede agenten er kredittinstitusjon eller forsikringsselskap. Det er også presisert at avtalen mellom verdipapirforetaket og agenten skal være skriftlig og hvilke forhold avtalen skal regulere.

Videre er det i verdipapirforskriften §§ 10-42 til 10-46 gitt nærmere regler om kvalifikasjonskrav til tilknyttede agenter, ansattes og tilknyttede agenters adgang til å drive annen næringsvirksomhet og registrering av tilknyttede agenter. Bestemmelsene i verdipapirforskriften ble tilføyd i 2010[10].

6.13.2 Forventet EØS-rett

Reglene om tilknyttede agenter i MiFID II er inntatt i artikkel 29. Bestemmelsen viderefører i hovedsak MiFID I artikkel 23. En sentral endring er at MiFID I la opp til at medlemsstatene kunne velge å tillate tilknyttede agenter, mens det følger av MiFID II at medlemstatene skal tillate at verdipapirforetak kan utpeke tilknyttede agenter til å markedsføre sine tjenester, skaffe oppdrag, motta og formidle ordre, plassere finansielle instrumenter og gi råd om de finansielle instrumenter og investeringstjenester som verdipapirforetaket tilbyr, jf. MiFID II artikkel 29 nr. 1. Utover dette er det ikke vesentlige materielle endringer og utvalget viser til omtale av MiFID I artikkel 23 i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 7.8.

Virksomhet som skal anses som tilknyttet agent er definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (29):

> ««tied agent» means a natural or legal person who, under the full and unconditional responsibility of only one investment firm on whose behalf it acts, promotes investment and/or ancillary services to clients or prospective clients, receives and transmits instructions or orders from the client in respect of investment services or financial instruments, places financial instruments or provides advice to clients or prospective clients in respect of those financial instruments or services»

En tilknyttet agent kan bare være agent for ett verdipapirforetak. Et vilkår for at reglene om tilknyttede agenter skal komme til anvendelse er at agenten handler for verdipapirforetakets ubetingede regning og risiko.

Etter MiFID II artikkel 29 nr. 2 kan medlemsstatene velge å tillate at tilknyttede agenter kan håndtere kundens midler i form av penger eller finansielle instrumenter. Dette var også valgfritt for

[10] https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing--utkast-til-forskrifter-om-egenh/id513783/

medlemsstatene etter MiFID I og denne adgangen er ikke benyttet i gjeldende verdipapirhandellov.

Medlemsstatene skal sikre at tilknyttede agenter kun registreres dersom det er godtgjort at de har tilstrekkelig godt omdømme og besitter den nødvendige allmenne, forretningsmessige og faglige kunnskap og kompetanse til å yte de tilbudte tjenester og presist å gi alle relevante opplysninger til kunder eller potensielle kunder, jf. artikkel 29 nr. 3. Medlemsstatene kan bestemme at det skal være tilstrekkelig at verdipapirforetaket selv verifiserer at agenten oppfyller disse vilkårene.

Medlemstatene kan velge å innføre eller beholde bestemmelser som er strengere enn direktivets regler og innføre ytterligere forpliktelser for tilknyttede agenter som er registrert innenfor dets jurisdiksjon, jf. MiFID II artikkel 29 nr. 6.

6.13.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II er inntatt i artikkel 29 og utvalget foreslår i hovedsak å videreføre gjeldende verdipapirhandellov § 10-16 i utkastet § 10-22.

Utvalget foreslår at de generelle prinsippene om agentens egnethet som følger av MiFID II artikkel 29 nr. 3 inntas i verdipapirhandelloven. Kravet om at en tilknyttet agent skal ha tilstrekkelig godt omdømme og besitte den nødvendige allmenne, forretningsmessige og faglige kunnskap og kompetanse til å yte de tilbudte tjenester og presist gi alle relevante opplysninger til kunder eller potensielle kunder er foreslått inntatt i ny § 10-22 fjerde ledd.

I praksis har det vist seg å være krevende for verdipapirforetak å ha kontroll med at tilknyttede agenter etterlever de krav som stilles til virksomheten, herunder kravene til god forretningsskikk. Utvalget har vurdert om det er hensiktsmessig at egnethetsvurderingen av tilknyttede agenter utføres av Finanstilsynet. Utvalget har etter en samlet vurdering kommet til at regelen om at verdipapirforetaket skal bekrefte at foretakets tilknyttede agent er egnet videreføres som vilkår for registering, men det foreslås å presisere at Finanstilsynet kan nekte registering dersom agenten ikke er egnet, se utkastet § 10-22 fjerde ledd siste punktum. Utvalget legger til grunn at dette er en videreføring av gjeldende rett. Med «egnet» menes at agenten må tilfredsstille de kravene som følger av verdipapirhandelloven og tilhørende forskrifter.

Som det fremgår av MiFID II artikkel 29 nr. 6 er det anledning til å innføre strengere regler enn direktivet. Utvalget vil derfor foreslå at gjeldende verdipapirforskrift § 10-42 til § 10-46 videreføres i ny verdipapirforskrift. Dette vil bli nærmere omtalt i forbindelse med utkast til forskrifter.

6.14 Tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter

6.14.1 Gjeldende rett

Verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 1 til 3 (mottak og formidling av ordre, utførelse av ordre og egenhandel) kan bringe i stand eller inngå transaksjoner med kvalifiserte motparter uten å overholde de krav som stilles i verdipapirhandelloven § 10-11 (god forretningsskikk mv.), § 10-12 (beste resultat) eller § 10-13 første ledd (håndtering av kundeordre) i forbindelse med disse transaksjonene eller tilknyttede tjenester som er direkte knyttet til disse transaksjonene, jf. verdipapirhandelloven § 10-14 første ledd. Kravene skal likevel gjelde dersom en kvalifisert motpart anmoder om dette overfor verdipapirforetaket, jf. verdipapirhandelloven § 10-14 tredje ledd.

I verdipapirhandelloven § 10-14 annet ledd er det angitt hvilke foretak, myndigheter og organisasjoner som alltid regnes som kvalifiserte motparter. Dette er verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, forsikringsselskap, verdipapirfond og forvaltningsselskap for slike fond, pensjonskasser og forvaltningsselskap for slike kasser, andre finansinstitusjoner, foretak som nevnt i verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 7 til 9 og offentlige myndigheter, inkludert sentralbanker og overnasjonale organisasjoner.

6.14.2 Forventet EØS-rett

Reglene om kvalifiserte motparter i MiFID II er inntatt i artikkel 30. Bestemmelsen viderefører i hovedsak MiFID I artikkel 24. Det er ikke vesentlige materielle endringer i bestemmelsen og utvalget viser til omtale av MiFID I artikkel 24 i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 7.7.

En endring fra MiFID I er at det er inntatt et nytt krav om at medlemstatene skal sikre at verdipapirforetak i deres forbindelser med kvalifiserte motparter opptrer ærlig, redelig, profesjonelt, og kommuniserer på en måte som er hederlig, klar og ikke villedende med hensyn til arten av den kvalifiserte motparten og dens virksomhet.

Medlemsstatene skal sikre at verdipapirforetak innhenter uttrykkelig bekreftelse fra den kvalifiserte motparten om at vedkommende foretak/institusjon samtykker til å bli behandlet som kvali-

fisert motpart. Bekreftelsen kan innhentes gjennom en generell avtale eller i forbindelse med den enkelte transaksjon.

MiFID I angir at foretak som var unntatt fra krav om tillatelse etter direktivet i henhold til artikkel 2 første ledd bokstav k) og l) skal regnes som kvalifiserte motparter. Dette er ikke videreført i MiFID II.

Som i MiFID I kan medlemsstatene velge å anse også andre foretak/institusjoner som kvalifiserte motparter, jf. MiFID II artikkel 30 nr. 3.

6.14.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II artikkel 30 må gjennomføres i norsk lov. Utvalget foreslår at gjeldende verdipapirhandellov § 10-14 i hovedsak videreføres i ny § 10-23. Som følge av endringen i direktivet inngår ikke foretak som nevnt i gjeldende verdipapirhandellov § 9-2 annet ledd nr. 7 til 9 i oversikten over foretak/institusjoner som ansees som kvalifiserte motparter.

Det nye generelle kravet om at verdipapirforetak skal opptre ærlig, redelig og profesjonelt overfor kvalifiserte motparter er foreslått gjennomført i ny § 10-23 fjerde ledd.

Videre er kravet om at verdipapirforetak skal innhente uttrykkelig bekreftelse fra den kvalifiserte motparten om at vedkommende foretak/institusjon samtykker til å bli behandlet som kvalifisert motpart foreslått gjennomført i ny § 10-23 femte ledd.

Kapittel 7
Grensekryssende virksomhet

7.1 Grensekryssende virksomhet og filialetablering innenfor EØS

7.1.1 Gjeldende rett

MiFID I innførte et såkalt «single passport»-regime, som innebærer at et foretak som har tillatelse til å yte investeringstjenester i sitt hjemland kan yte de samme tjenestene i andre medlemsland. Tillatelse til å yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester er dermed gyldig i hele EØS-området og det er tilstrekkelig å gi tilsynsmyndigheten melding om at slik virksomhet vil ytes. Regelverket inneholder nærmere regler for slike meldinger og fastsetter nærmere regler for hvilke tilsynsbeføyelser som kan utøves av henholdsvis hjemstat og vertsstat. Dette er også behandlet i kapittel 9.7.

Grensekryssende investeringstjenestevirksomhet kan ytes på ulike måter, med og uten etablering i det landet der tjenestene skal ytes. Investeringstjenester og tilknyttede tjenester kan ytes over landegrensene gjennom telefon eller annen elektronisk kommunikasjon uten å etablere kontor i landet, det vil si direkte fra forretningsstedet i hjemstaten. Verdipapirforetaket kan yte slike tjenester selv eller benytte tilknyttet agent etablert i hjemstaten. Dersom foretaket ønsker tilstedeværelse i landet, kan det enten etablere filial eller benytte en tilknyttet agent etablert der som yter investeringstjenester på deres vegne etter reglene for tilknyttede agenter. Benyttelse av tilknyttet agent er ikke mulig i alle EØS-land da det er opp til det enkelte medlemsland hvorvidt tilknyttet agent benyttes eller ikke.

Norske verdipapirforetaks virksomhet i andre EØS-stater er regulert i verdipapirhandelloven § 9-23. Bestemmelsen gir regler om meldinger om grensekryssende ytelse av investeringstjenester i andre EØS-stater, og om filialetablering. Bestemmelsen gjennomfører MiFID I artikkel 31 og 32. Verdipapirforetak som har hovedsete i EØS-stat og som vil tilby investeringstjenester i Norge er regulert av verdipapirhandelloven § 9-24 og § 9-26.

Verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjoner og som ønsker å utøve virksomhet i annen EØS-stat, skal gi Finanstilsynet melding etter verdipapirhandelloven § 9-23 første ledd. Meldingen skal gi opplysninger om hvor foretaket ønsker å utøve virksomhet og inneholde en virksomhetsplan der det fremkommer hvilke investeringstjenester som skal ytes og om foretaket skal benytte tilknyttede agenter, jf. § 9-23 første og annet ledd. Dersom foretaket ønsker å etablere filial, skal meldingen i tillegg inneholde opplysninger om hvordan filialen skal være organisert, adressen i vertsstaten og navnene på de personene som skal utgjøre ledelsen i foretaket, jf. tredje ledd. Kredittinstitusjoner som vil etablere virksomhet i utlandet skal følge reglene i finansforetaksloven kapittel 4.

Verdipapirhandelloven § 9-23 fjerde ledd regulerer grensekryssende virksomhet som MHF. Etter denne bestemmelsen skal det opplyses hvor foretaket har til hensikt å utøve slik virksomhet.

Verdipapirhandelloven § 9-23 regulerer også Finanstilsynets plikter knyttet til behandling av meldinger som nevnt. Når det gjelder meldinger om grensekryssende ytelse av investeringstjenester, følger det av § 9-23 sjette ledd at Finanstilsynet innen en måned etter å ha mottatt meldingen skal oversende den til tilsynsmyndigheten i vertsstaten. Verdipapirforetaket skal også informeres om dette. Virksomheten kan utøves i vertsstaten fra underretningstidspunktet. § 9-23 fjerde ledd inneholder også regler om Finanstilsynets plikter ved melding om grensekryssende meldinger fra MHF.

Ved meldinger om at et verdipapirforetak skal etablere filial i annen EØS-stat, skal Finanstilsynet innen tre måneder oversende meldingen til vertsstaten og underrette verdipapirforetaket om dette, jf. § 9-23 syvende ledd. Sammen med meldingen skal Finanstilsynet oversende opplysninger om eventuelle erstatningsordninger som har til hensikt å verne filialens kunder. Så snart verdipapirforetaket får opplysninger om de vilkår som gjelder for foretakets filialetablering i vertsstaten, herunder reglene om god forretningsskikk, kan

filialen etableres og starte virksomhet. Tilsvarende gjelder dersom det ikke er mottatt noen opplysninger fra vertsstatens tilsynsmyndighet innen to måneder etter at den mottok meldingen fra Finanstilsynet. Melding til vertsstaten skal ikke sendes dersom Finanstilsynet har grunn til å tvile på om verdipapirforetakets administrative organisering eller økonomiske stilling er god nok, sett ut fra den virksomhet som er planlagt. En beslutning om ikke å sende melding til vertsstaten skal begrunnes og oversendes verdipapirforetaket senest tre måneder etter at Finanstilsynet har mottatt alle opplysninger i saken, jf. § 9-23 åttende ledd.

Dersom verdipapirforetaket skal benytte tilknyttede agenter, skal Finanstilsynet i henhold til § 9-23 femte ledd på forespørsel oversende opplysninger om identiteten til de tilknyttede agentene til vertsstatens tilsynsmyndighet innen rimelig tid.

Ved endringer av opplysningene som er gitt av verdipapirforetaket i henhold til første til femte ledd i § 9-23, skal verdipapirforetaket eller regulert marked som driver MHF gi Finanstilsynet og tilsynsmyndigheten i vertsstaten skriftlig melding om dette før endringen foretas. Ved filialetablering skal slik melding gis minst en måned før endringen foretas. Dersom det gjøres endringer i eventuelle erstatningsordninger som skal ivareta filialens kunder, skal Finanstilsynet informere vertsstatens tilsynsmyndighet om dette etter § 9-23 tiende ledd.

På samme måte som norske verdipapirforetak kan yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester i andre EØS-land i kraft av sin norske tillatelse, kan verdipapirforetak som har tillatelse og er under tilsyn i andre EØS-stater yte tjenester i Norge. Tjenestene kan ytes grensekryssende og gjennom etablering av filial eller ved tilknyttet agent etter reglene i verdipapirhandelloven § 9-24.

Prinsippet om at investeringstjenester kan ytes fra foretak direkte fra forretningssted i annen EØS-stat eller gjennom filial er fastslått i § 9-24 første ledd. Bestemmelsen fastslår videre at dersom foretaket oppretter flere forretningssteder i Norge, det vil si flere filialkontorer, skal dette regnes som én filial.

§ 9-24 annet og tredje ledd har regler for Finanstilsynets håndtering av meldinger fra hjemstatsmyndighetene til verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat. Finanstilsynet skal innen to måneder fra mottatt melding forberede tilsynet med foretaket og opplyse foretaket om de vilkår, herunder reglene om god forretningsskikk, som gjelder for utøvelsen av virksomhet i Norge. Filialen kan etableres så snart Finanstilsynet har gitt nevnte opplysninger, eller senest to måneder etter at Finanstilsynet har mottatt meldingen, jf. § 9-24 annet ledd.

Finanstilsynet skal også opplyse verdipapirforetaket om de vilkår, herunder reglene for god forretningsskikk, som gjelder dersom investeringstjenestene skal ytes direkte fra forretningssted i hjemstaten etter første ledd, jf. § 9-24 tredje ledd. Utøvelsen av grensekryssende virksomhet kan gjøres så snart Finanstilsynet har mottatt melding om slik virksomhet fra tilsynsmyndigheten i hjemstaten.

7.1.2 Forventet EØS-rett

7.1.2.1 Grensekryssende virksomhet direkte fra forretningssted

Bestemmelsen om grensekryssende virksomhet direkte fra forretningssted i MiFID I artikkel 31 er videreført i MiFID II artikkel 34. Det er gjort enkelte mindre språklig endringer som ikke er av betydning for innholdet. I tillegg er det innført en ny bestemmelse for kredittinstitusjoner som ønsker å benytte tilknyttede agenter, se MiFID II artikkel 34 nr. 5.

Prinsippet om at verdipapirforetak og kredittinstitusjoner kan yte investeringstjenester, investeringsvirksomhet og tilknyttede tjenester i kraft av sin tillatelse fra en EØS-stat er slått fast i MiFID II artikkel 34 nr. 1. Forutsetningen er at de grensekryssende tjenestene er dekket av tillatelsen i hjemstaten. Tilknyttede tjenester kan kun ytes sammen med en investeringstjeneste eller med investeringsvirksomhet.

MiFID II artikkel 34 nr. 2 gir regler om hvilken informasjon verdipapirforetaket skal gi til sin hjemstatsmyndighet ved melding om grensekryssende virksomhet. Det skal, som etter gjeldende rett, gis opplysninger om hvor foretaket har til hensikt å tilby slike tjenester og det skal sendes inn en virksomhetsplan der det fremkommer hvilke tjenester som skal ytes og om foretaket vil benytte tilknyttede agenter som er etablert i hjemstaten. Eventuelle tilknyttede agenter skal identifiseres. Hjemstatsmyndigheten skal opplyse tilsynsmyndigheten i vertsstaten om identiteten til de tilknyttede agentene innen en måned etter at slike opplysninger er mottatt. Tilsynsmyndigheten i vertsstaten skal offentliggjøre denne informasjonen, jf. artikkel 34 nr. 2 annet avsnitt. ESMA kan etter bestemmelsen også be om tilgang til denne informasjonen etter reglene i ESMA-forordningen artikkel 35. Også meldingen om grensekryssende virksomhet uten bruk av tilknyttede

agenter skal videreformidles til vertsstatens tilsynsmyndighet innen en måned, jf. MiFID artikkel 34 nr. 3.

Etter MiFID II artikkel 34 nr. 4 skal endringer i de opplysninger som er gitt etter artikkel 34 nr. 2 meddeles tilsynsmyndigheten i hjemstaten minst en måned før endringen skal gjennomføres. Disse opplysningene skal deretter videreformidles til tilsynsmyndigheten i vertsstaten.

MiFID II artikkel 34 nr. 5 gir særregler for kredittinstitusjoner som ønsker å yte grensekryssende investeringstjeneste eller – virksomhet, eller tilknyttede tjenester gjennom tilknyttede agenter etablert i kredittinstitusjonens hjemstat. Som ved grensekryssende virksomhet for verdipapirforetak etter artikkel 34 nr. 2 annet avsnitt skal det gis opplysninger om identiteten til de tilknyttede agentene, men ESMA har ikke kompetanse til å be om tilgang til opplysningene.

I MiFID II artikkel 34 nr. 6 videreføres reglene for grensekryssende virksomhet for MHFer. Bestemmelsen utvides til å omfatte OHFer. Utover dette er det ikke gjort endringer i bestemmelsen sammenlignet med MiFID I. Bestemmelsen fastsetter at EØS-staten ikke skal hindre operatører av MHF og OHF fra andre EØS-stater i å tilby hensiktsmessige ordninger som tilrettelegger for at medlemmer som er etablert på deres territorium får tilgang til og kan handle på fasilitetene gjennom fjernmedlemskap. Etter artikkel 34 nr. 7 skal operatører av MHF og OHF gi tilsynsmyndigheten i sin hjemstat melding om at de har til hensikt å tilby slike ordninger i en annen EØS-stat.

Hvilke opplysninger som skal gis etter MiFID II artikkel 34 nr. 2, 4, 5 og 7 er utdypet i kommisjonsforordning C(2016) 3917[1].

7.1.2.2 Etablering av filial

MiFID II artikkel 35 regulerer adgangen til filialetablering i andre EØS-stater. Bestemmelsen viderefører reguleringen i MiFID I artikkel 32, men med enkelte endringer knyttet til kredittinstitusjoners bruk av tilknyttede agenter. Dette var ikke regulert i MiFID I.

Etter MiFID II artikkel 35 nr. 1 har verdipapirforetak og kredittinstitusjoner som yter investeringstjenester rett til å etablere filial i eller benytte tilknyttede agenter i annen EØS-stat. Fra filialen kan det ytes tilsvarende investeringstjenester, investeringsvirksomhet og tilknyttede tjenester som foretaket har tillatelse til fra hjemstaten. Tilknyttede tjenester kan bare ytes sammen med investeringstjenester eller investeringsvirksomhet.

Hvilke opplysninger som skal gis sammen med melding om å etablere filial fremkommer av MiFID II artikkel 35 nr. 2. I tillegg til gjeldende krav, er det innført krav om at det også skal opplyses om organisasjonsstrukturen i filialen og hvorvidt filialen skal benytte tilknyttede agenter, samt eventuelt disse tilknyttede agentenes identitet, jf. artikkel 35 nr. 2 bokstav c). Dersom foretaket skal benytte tilknyttede agenter uten at det er etablert filial, skal det gis opplysninger om foretakets organisasjonsstruktur, herunder rapporteringslinjer, som viser hvordan de tilknyttede agenter inngår i verdipapirforetakets foretaksstruktur. Det følger videre av artikkel 35 nr. 2 annet avsnitt at de tilknyttede agentene skal anses å være tilknyttet filialen dersom det er etablert filial i EØS-staten. De tilknyttede agentene skal uansett være underlagt tilsvarende bestemmelser som gjelder for filialer etter direktivet.

Hjemstatsmyndigheten skal etter MiFID II artikkel 35 nr. 3 vurdere hvorvidt verdipapirforetakets administrative struktur eller finansielle stilling er hensiktsmessig ut fra den virksomhet som er planlagt. Dersom hjemstaten ikke har grunn til å tvile på at den er hensiktsmessig, skal den oversende meldingen til tilsynsmyndigheten i vertsstaten senest tre måneder etter at den har mottatt alle opplysninger i saken. Etter artikkel 35 nr. 4 skal hjemstatsmyndigheten opplyse om eventuelle erstatningsordninger verdipapirforetaket er medlem av. Et eventuelt avslag på å oversende meldingen om etablering til tilsynsmyndigheten i vertsstaten skal begrunnes overfor verdipapirforetaket innen tre måneder, jf. artikkel 35 nr. 5.

Etter MiFID II artikkel 35 nr. 6 kan verdipapirforetaket etablere filialen og starte sin virksomhet i vertsstaten så snart det har mottatt melding fra tilsynsmyndigheten der, eller dersom det ikke mottas noen slik melding, innen to måneder etter at hjemstatsmyndigheten oversendte meldingen.

Artikkel 35 nr. 7 fastsetter særregler for kredittinstitusjoners bruk av tilknyttede agenter som er etablert i en annen EØS-stat. Bestemmelsen er tilsvarende det som gjelder for verdipapirforetak etter artikkel 35 nr. 2 til 6.

Ved endringer i opplysninger som er gitt i samsvar med artikkel 35 nr. 2 skal verdipapirforetaket gi hjemstatsmyndigheten melding om endringene minst en måned før endringen foretas. Tilsyns-

[1] Commission delegated regulation (EU) ../... of 29.6.2016 supplementing Diretctive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards specifying information to be notified by investment firms, market operators and credit institutions

myndigheten i vertsstaten skal underrettes om endringen av hjemstatsmyndigheten, jf. artikkel 35 nr. 10.

Bestemmelsene i MiFID II artikkel 35 nr. 8 og 9 regulerer vertsstatsmyndighetens kompetanse overfor filialen. Vertsstaten har ansvar for å føre tilsyn med at filialen etterlever kravene i artikkel 24, 25, 27 og 28 i MiFID II og artikkel 14 til 26 i MiFIR. Tilsynsmyndigheten i vertsstaten har rett til å undersøke filialens ordninger og til å pålegge endringer som er nødvendig for å håndheve overholdelsen av nevnte bestemmelser. Tilsynsmyndigheten i verdipapirforetakets hjemstat skal, etter å ha varslet myndigheten i vertsstaten, kunne gjennomføre stedlig tilsyn i vertstaten der filialen er etablert.

7.1.3 Utvalgets vurderinger

Reglene for ytelse av investeringstjenester, investeringsvirksomhet og tilknyttede tjenester over landegrensene er i stor grad videreført i MiFID II. Utvalget foreslår likevel å gjøre enkelte endringer i den norske gjennomføringen av regelverket for å gjøre disse noe mer direktivnære i sin utforming.

Reglene for ytelse av tjenester direkte fra forretningsstedet i hjemstaten til kunder i andre EØS-stater følger av MiFID II artikkel 34, mens reglene for filialetablering og bruk av tilknyttede agenter som er etablert i vertsstaten reguleres av MiFID II artikkel 35. Utvalget anser det hensiktsmessig å gjennomføre disse bestemmelsene i to bestemmelser i verdipapirhandelloven. Det vises til utkastet § 9-44 og § 9-45 for så vidt gjelder norske verdipapirforetaks meldinger om ytelse av investeringstjenester mv. ut av Norge.

Bestemmelsen i MiFID II artikkel 35 om filialetablering har ingen særregler for MHF og OHF, slik artikkel 34 om grensekryssende virksomhet har. Utvalget viser til at det for slike handelsfasiliteter ikke er hensiktsmessig å etablere filial ettersom fjernmedlemskap, det vil si at et foretak blir medlem på handelsfasiliteten uten å være etablert i landet, er tilstrekkelig. Identiteten til fjernmedlemmer på MHF skal opplyses til tilsynsmyndigheten i fjernmedlemmets hjemstat på forespørsel, se utkastet § 9-44 fjerde ledd.

Prinsippet om at verdipapirforetak som er etablert i annen EØS-stat kan yte investeringstjenester, investeringsvirksomhet og tilknyttet virksomhet inn i Norge er inntatt i utkastet § 9-46 første ledd. Utøvelse av virksomhet i Norge kan gjøres fra det tidspunkt Finanstilsynet mottar melding fra hjemstatsmyndigheten, jf. utkastet § 9-46 annet ledd. Bestemmelsen inneholder for øvrig regler for Finanstilsynets håndtering av meldinger fra andre EØS-stater.

Når det gjelder melding om grensekryssende ytelse av investeringstjenester etter artikkel 34, fremkommer det av MiFID II artikkel 34 nr. 2 bokstav b) at det skal gis opplysninger om eventuell bruk av tilknyttede agenter som er etablert i hjemstaten. Utvalget forstår dette slik at ikke er adgang for en tilknyttet agent etablert i en vertsstat å melde grensekryssende virksomhet til andre EØS-stater. Det vises til utkastet § 9-44 annet ledd.

Utvalget bemerker for øvrig at bestemmelsene i MiFID II artikkel 34 og artikkel 35 også gjelder for kredittinstitusjoner, jf. MiFID II artikkel 1 nr. 3 bokstav c), unntatt artikkel 34 nr. 2 og 3 og artikkel 35 nr. 2 til 6 og nr. 9. Utvalget forstår dette slik at prinsippet om «single-passport» i MiFID II gjelder for kredittinstitusjoner når de yter investeringstjenester, men at selve meldingen om grensekryssende tjenesteytelse eller filialetablering skal sendes etter lovgivningen for kredittinstitusjoner, det vi si finansforetaksloven kapittel 4 og 5. Unntaket gjelder dersom institusjoner benytter tilknyttede agenter. Ved bruk av tilknyttede agenter, skal reglene i MiFID II følges, se henholdsvis artikkel 34 nr. 5 og artikkel 35 nr.7. Dette er gjennomført i utkastet § 9-44 femte ledd og § 9-45 fjerde ledd.

Tilknyttede agenter kan etableres i andre EØS-stater enn hjemstaten under regelverket for filialer. MiFID II presiserer i artikkel 35 nr. 2 annet ledd at tilknyttet agent kan etableres selv om verdipapirforetaket ikke etablerer filial i vertsstaten, men dersom det er etablert filial, vil agenten anses tilknyttet filialen. De tilknyttede agentene skal uansett være underlagt tilsvarende bestemmelser som gjelder for filialer etter direktivet. Utvalget viser til utkastet § 9-46 fjerde ledd.

Vertsstaten har etter artikkel 35 nr. 8 ansvar for å føre tilsyn med at filialen etterlever kravene nasjonale regler som gjennomfører artikkel 24, 25, 27 og 28 i MiFID II og artikkel 14 til 26 i MiFIR. Dette er foreslått gjennomført i utkastet § 9-47 første ledd. Gjeldende bestemmelse i § 9-26 første ledd foreslås ikke videreført. Utvalget anser at anvendelsen av kapitler i verdipapirhandelloven som ikke er gjennomføring av MiFID II, for eksempel kapittel 3 om markedsmisbruk og kapittel 7 om prospektkrav, følger av disse regelverkene på selvstendig grunnlag. Det anses derfor unødvendig med en egen lovbestemmelse som regulerer anvendelsen av disse reglene i tillegg.

Når det gjelder tilsynsbeføyelsene i MiFID II artikkel 35 nr. 9 er disse gjennomført i utkast til verdipapirhandellov § 20-2.

Utvalget foreslår å oppheve verdipapirhandelloven § 9-27. Bestemmelsen regulerer verdipapirhandellovens anvendelse for norske verdipapirforetaks filialer i utlandet og gir hjemmel til å gi unntak fra verdipapirhandelloven § 10-4 om shortsalg for norske foretaks filialer i utlandet. § 10-4 oppheves fra 1. januar 2017 og det er derfor ikke behov for unntaksbestemmelsen. § 9-27 viser videre til at verdipapirhandelloven § 8-1 tredje ledd gjelder for filialer av norske foretak i utlandet. Verdipapirhandelloven § 8-1 foreslås opphevet, og § 9-27 er dermed ikke lenger nødvendig.

7.2 Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området (tredjestatsforetak)

7.2.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 9-25 har regler for utenlandske verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS, og deres adgang til å drive virksomhet i Norge. Dette er en nasjonal regel ettersom MiFID I ikke regulerer forholdet til utenlandske verdipapirforetak utenfor EØS.

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-25 første ledd at utenlandske foretak med hovedkontor utenfor EØS-området kan gis tillatelse til å yte investeringstjenester i Norge. Slik tillatelse kan gis ved filialetablering. I særlige tilfeller kan slike foretak gis tillatelse til å yte tjenester i Norge direkte fra forretningssted utenfor EØS. Etter § 9-25 annet ledd kan slike foretak gis tillatelse til å yte tilknyttede tjenester dersom det kan drive tilsvarende virksomhet i sin hjemstat. Tillatelse etter første og annet ledd kan kun gis foretak som har tillatelse til å yte investeringstjenester og er underlagt betryggende tilsyn i hjemstaten, jf. § 9-25 tredje ledd.

7.2.2 Forventet EØS-rett

7.2.2.1 Innledning

Både MiFIR og MiFID II har regler om adgangen for utenlandske verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS (tredjestatsforetak) til å yte investeringstjenester og utøve investeringsvirksomhet i EØS. Disse bestemmelsene er nye i forhold til MiFID I. Etter MiFIR kan tredjestatsforetak, etter forutgående ESMA-registering, yte investeringstjenester og utøve investeringsvirksomhet overfor kvalifiserte motparter og kunder som i seg selv er profesjonelle (kunder som kan anmode om å bli klassifisert som profesjonelle er ikke omfattet). MiFID II åpner for at medlemstatene *kan* kreve at tredjestatsforetaket etablerer filial i medlemstaten for å kunne yte tjenester overfor ikke-profesjonelle kunder og kunder som kan anmode om å bli klassifisert som profesjonelle. Disse reglene vil bli nærmere omtalt i det følgende.

7.2.2.2 Tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter og kunder som i seg selv er profesjonelle (MiFIR)

Det følger av MiFIR artikkel 46 nr. 1 at et tredjestatsforetak kan yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet med eller uten tilleggstjenester til kvalifiserte motparter og profesjonelle kunder som nevnt i MiFID II vedlegg II avsnitt I etablert i hele unionen, uten å opprette en filial. Dette forutsetter at foretaket er registrert i registeret over tredjestatsforetak som ESMA fører i samsvar med artikkel 47.

Videre følger det av artikkel 46 nr. 2 at ESMA bare skal registrere et tredjestatsforetak som har søkt om å yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet i samsvar med nr. 1 dersom følgende vilkår er oppfylt:

a) Kommisjonen har vedtatt en beslutning om likeverdighet i samsvar med artikkel 47 nr. 1 (equivalence decision).
b) Foretaket har tillatelse i hjemstaten til å yte de investeringstjenestene eller utøve den investeringsvirksomheten som det ønsker å yte i EØS og er omfattet av effektive tilsyns- og håndhevingstiltak som sikrer full overholdelse av kravene som gjelder i den berørte tredjestat.
c) Det er inngått samarbeidsavtaler i henhold til artikkel 47 nr. 2.

EØS-statene kan velge å tillate tredjestatsforetak å yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet overfor slike kunder dersom Kommisjonen ikke har truffet en beslutning om likeverdighet eller dersom en slik beslutning ikke lenger gjelder, jf. artikkel 46 nr. 4 femte avsnitt.

Dersom tjenestene utelukkende ytes på initiativ fra en kvalifisert motpart eller profesjonell kunde i henhold til MiFID II vedlegg II avsnitt I, kommer ikke reglene i artikkel 46 til anvendelse, jf. artikkel 46 nr. 5 tredje avsnitt.

Artikkel 47 angir fremgangsmåten for og kravene til Kommisjonens beslutning om likeverdighet. Det skal fastsettes at den rettslige og tilsynsmessige rammen i tredjestaten sikrer at et foretak som har tillatelse i denne tredjestaten oppfyller rettslig bindende krav med hensyn til tilsyn og forretningsførsel som er likeverdige med kravene

fastsatt i MiFIR, MiFID II og CRD IV og at tredjestaten har et effektivt likeverdig system for anerkjennelse av verdipapirforetak som er godkjent i tredjestater.

Artikkel 48 regulerer ESMAs register over foretak som har tillatelse etter artikkel 46 og i artikkel 49 fremgår regler for tilbakekall av registrering.

7.2.2.3 Tjenesteyting overfor ikke-profesjonelle og kunder som kan anmode om å bli klassifisert som profesjonelle (MiFID II)

Det følger av MiFID II artikkel 39 nr. 1 at en EØS-stat kan kreve at et tredjestatsforetak som har til hensikt å tilby investeringstjenester eller investeringsvirksomhet med eller uten tilleggstjenester på dens område, til ikke-profesjonelle kunder eller profesjonelle kunder i henhold til MiFID II vedlegg II avsnitt II, skal opprette en filial i denne EØS-staten.

Dersom det innføres et slikt krav om filialetablering skal de vilkårene som følger av artikkel 39 nr. 2 bokstav a) til f) være oppfylt for at relevant myndighet skal kunne gi slik tillatelse. Det stilles blant annet krav om at de tjenestene foretaket skal yte er underlagt konsesjonsplikt i hjemstaten og at foretaket er underlagt tilsyn, at det er innført samarbeidsordninger mellom tilsynsmyndighetene, at filialen har fri råderett over en tilstrekkelig startkapital, at filialledelsen oppfyller egnethetskrav, at det er inngått skatteavtale etter OECDs mønsteravtale og at foretaket er medlem i en erstatningsordning for investorer som er godkjent eller anerkjent i samsvar med direktiv 97/9/EF. MiFID II artikkel 40 angir videre hvilke opplysninger tredjestatsforetaket skal gi i søknad om filialetablering etter artikkel 39.

Tillatelse skal bare gis dersom myndigheten er overbevist om at vilkårene i artikkel 39 er oppfylt og at filialen vil kunne overholde de nasjonale bestemmelsene som gjelder for slike filialer, jf. artikkel 41 nr. 1.

Det følger av artikkel 41 nr. 2 at filial av tredjestatsforetak skal oppfylle forpliktelsene som er fastsatt i MiFID II artikkel 16-20, 23-25 og 27, artikkel 28 nr. 1 og artikkel 30-32, artikkel 3-26 i MiFIR samt i bestemmelser vedtatt i henhold til disse artiklene. Filialen skal være underlagt tilsyn av vedkommende myndighet i EØS-staten der tillatelsen ble gitt. EØS-statene skal ikke pålegge filialen ytterligere krav til organisering og drift av filialen med hensyn til forholdene som omfattes av MiFID II, og skal ikke behandle slike filialer gunstigere enn foretak etablert i EØS.

Dersom et tredjestatsforetak yter en investeringstjeneste eller utøver investeringsvirksomhet på initiativ fra kunden følger det av artikkel 42 at EØS-statene skal sikre at kravet om tillatelse i artikkel 39 ikke får anvendelse på tredjestatsforetakets yting av denne tjenesten eller utøvelse av denne virksomheten for denne personen og heller ikke på en forbindelse som spesifikt er forbundet med yting av tjenesten eller utøvelse av virksomheten. Et initiativ fra en slik kunde skal ikke gi tredjestatsforetaket rett til å markedsføre nye kategorier av investeringsprodukter eller investeringstjenester overfor den berørte kunden på annen måte enn gjennom filialen.

MiFID II artikkel 43 regulerer vilkårene for tilbakekall av tillatelser.

7.2.3 Utvalgets vurderinger

MiFIR inkorporeres i norsk lov gjennom en enkelt bestemmelse i verdipapirhandelloven, se utkastet § 8-1. MiFIR artikkel 46 til 49 anses som norsk lov etter inkorporasjonen og skal ikke gjennomføres ved egne bestemmelser i verdipapirhandelloven.

Det er utvalgets vurdering at tredjestatsforetak som har til hensikt å yte investeringstjenester eller investeringsvirksomhet til ikke-profesjonelle kunder eller profesjonelle kunder i henhold til MiFID II vedlegg II avsnitt II (se § 10-7 i utkastet) i Norge må opprette en norsk filial. Overfor slike kunder mener utvalget at det må sikres at tredjestatsforetaket må følge norske regler for verdipapirforetakenes virksomhet, herunder reglene for god forretningsskikk, og at Finanstilsynet kan føre tilsyn med den virksomheten som drives i Norge.

Det foreslås at MIFID II artikkel 39 til 43 gjennomføres i ny § 9-48. Etter § 9-25 i gjeldende verdipapirhandellov kan foretak med hovedsete utenfor EØS i særlige tilfeller også gis tillatelse til å yte tjenester i Norge direkte fra forretningssted utenfor EØS. Dette er ikke foreslått videreført i ny bestemmelse. MiFIR regulerer adgangen for tredjestatsforetak til å yte investeringstjenester overfor kvalifiserte motparter og kunder som i seg selv er profesjonelle uten å etablere filial i EØS. Etter utvalgets vurdering bør det ikke åpnes for at tredjestatsforetak kan markedsføre sine tjenester overfor ikke-profesjonelle kunder i Norge direkte fra forretningssted utenfor EØS. Det er dermed ikke behov for å videreføre § 9-25 på dette punktet.

Kapittel 8
Tillatelse og vilkår for regulerte markeder og børs

8.1 Krav om tillatelse for regulerte markeder

8.1.1 Gjeldende rett

Kravene til tillatelse og reglene for behandling av søknad om tillatelse for regulerte markeder finnes i dag i børsloven kapittel 2. Regulert marked er definert i børsloven § 3 og er behandlet i kapittel 3.2.2.

Virksomhet som regulert marked kan bare drives av foretak som har tillatelse til dette av Finansdepartementet, jf. børsloven § 4. I § 4 annet ledd er det en særbestemmelse som forbyr foretak som ikke har slik tillatelse å benytte betegnelsen regulert marked i eller som tillegg til sitt navn. Det kan heller ikke benyttes ved omtale av foretakets virksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har tillatelse til å drive virksomhet som regulert marked.

I børsloven § 5 er det oppstilt nærmere krav til søknaden. Søknaden skal inneholde en virksomhetsplan og det skal gis opplysninger om organiseringen av foretaket som viser at de lovbestemte kravene er oppfylt, samt opplysninger som er nødvendig for å kunne gjennomføre eierkontrollen. Det skal også sendes inn utkast til regler og forretningsvilkår i henhold til børsloven § 22 tredje ledd sammen med søknaden. Departementet er konsesjonsmyndighet og kan be om ytterligere opplysninger. Vedtak om tillatelse skal meddeles søkeren senest seks måneder etter at komplett søknad ble mottatt. Tillatelsen kan etter § 5 bare gis dersom eiere av betydelige eierandeler er egnet. Reglene i § 17 om eierkontroll gjelder tilsvarende ved søknad om tillatelse.

Reglene om bortfall og tilbakekall av tillatelse følger av børsloven § 6. Etter § 6 første ledd bortfaller tillatelsen dersom regulert marked kommer under konkursbehandling eller tvangsakkord. I tillegg kan departementet tilbakekalle tillatelsen eller sette nye vilkår i nærmere bestemte situasjoner etter annet ledd. Dette gjelder dersom foretaket ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir avkall på tillatelsen eller opphører å drive virksomhet som regulert marked i mer enn seks måneder, dersom foretaket har fått tillatelse ved hjelp av uriktige opplysninger, dersom foretaket ikke lenger oppfyller vilkårene for tillatelse, eller dersom foretaket alvorlig eller systematisk overtrer bestemmelser i lov eller forskrift. Tilbakekall kan også fastsettes dersom det er mislige forhold hos foretaket som gir grunn til å frykte at virksomheten kan skade allmenne interesser eller at foretaket ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av finanstilsynsloven § 4 første ledd nr. 7. De to sistnevnte grunnene for tilbakekall i annet ledd gjennomfører ikke eksplisitte bestemmelser i MiFID I, mens de øvrige gjennomfører MiFID I artikkel 36 nr. 5.

Børsloven § 7 regulerer sammenslåing og deling av regulert marked. Slike vedtak skal meddeles departementet minst tre måneder før vedtaket gjennomføres. Dette gjelder også dersom en vesentlig del av det regulerte markedets konsesjonspliktige virksomhet avhendes.

Dersom et regulert marked skal utøve virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial, skal foretaket ha tillatelse fra departementet til dette, jf. børsloven § 8.

8.1.2 Forventet EØS-rett

Krav til tillatelse for å drive virksomhet som regulert marked følger av MiFID II artikkel 44. Bestemmelsen inneholder også krav til søknaden og regler om tilbakekall. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 36.

Etter MiFID II artikkel 44 skal tillatelse til å drive virksomhet som regulert marked kun gis dersom både markedsoperatøren og systemene på markedsplassen tilfredsstiller kravene i direktivet. Markedsoperatøren skal fremlegge all informasjon, herunder en virksomhetsplan som viser de ulike forretningsområdene som skal etableres og organisasjonsstrukturen, som er nødvendig for at tilsynsmyndigheten skal anse at det regulerte markedet har etablert alle de ordninger som er

nødvendig for å tilfredsstille kravene i direktivets del 3.

Markedsoperatøren er ansvarlig for at det regulerte markedet etterlever sine forpliktelser etter direktivet, jf. MiFID II artikkel 44 nr. 3. Markedsoperatøren skal videre kunne utøve rettighetene som ligger til det regulerte markedet markedsoperatøren driver. Etter MiFID II artikkel 44 nr. 4 er det reguleringen i det regulerte markedets hjemstat som skal gjelde for handel utført på det regulerte markedets systemer.

Bestemmelsene om tilbakekall følger av MiFID II artikkel 44 nr. 5 som viderefører MiFID I artikkel 36 nr. 5. Tilbakekall kan foretas dersom tillatelsen ikke tas i bruk innen tolv måneder eller dersom virksomheten er opphørt i seks måneder, dersom tillatelse er gitt etter uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter, dersom foretaket ikke lenger tilfredsstiller kravene for tillatelse, eller dersom foretaket alvorlig og systematisk overtrer bestemmelsene i MiFID II eller MiFIR. I tillegg fastsetter direktivet at tilbakekall kan foretas dersom nasjonal lov pålegger slikt tilbakekall.

Det er ikke fastsatt utfyllende bestemmelser til MiFID II artikkel 44 på nivå 2.

8.1.3 Utvalgets vurderinger

Som nevnt i kapittel 1.2.2.4, foreslår utvalget å slå sammen børsloven og verdipapirhandelloven. Dette innebærer at børslovens bestemmelser om tillatelse og søknad om tillatelse må flyttes til verdipapirhandelloven. Utvalget foreslår at bestemmelsene om regulert marked samles i del 4, se utkast til endret verdipapirhandellov. Bestemmelsene om tillatelse, søknad og tilbakekall, samt vilkårene for tillatelse, foreslås gjennomført i kapittel 11. Utvalget foreslår å gjennomføre disse bestemmelsene på tilsvarende måte som bestemmelsene som gjelder for verdipapirforetak så langt dette er hensiktsmessig.

Utvalget foreslår å videreføre børsloven § 4 og § 5 i henholdsvis § 11-1 og § 11-2 i utkastet. Bestemmelsene gjennomfører MiFID II artikkel 44. Utvalget legger til grunn at særregelen i § 4 annet ledd om bruk av betegnelsen regulert marked kan opprettholdes, ettersom dette ikke er regulert i MiFID II på annen måte.

Utvalget foreslår også å videreføre regelen om at det er departementet som er konsesjonsmyndighet for regulert marked. Bestemmelsen i utkastet § 11-2 er for øvrig noe endret sammenlignet med gjeldende bestemmelse som følge av at begrepet markedsoperatør innarbeides i loven, se omtale i kapittel 3.2.2, og som følge av at reglene om egnethetskrav til eiere tas inn som en av vilkårsbestemmelsene i kapittel 11. Utvalget mener dette er en hensiktsmessig løsning som gir et regelverk med en konsistent gjennomføring av tilsvarende regler som gjelder for verdipapirforetak og datarapporteringsforetak. Bestemmelsene som står i kapittelet om vilkår for tillatelse må være oppfylt når tillatelse blir gitt og fortløpende så lenge foretaket har tillatelse, tilsvarende som for verdipapirforetakene.

Når det gjelder tilbakekall, foreslår utvalget å videreføre gjeldende børslov § 6 i utkastet § 11-3. Utvalget legger til grunn at bortfall som følge av konkurs eller tvangsakkord kan videreføres ettersom MiFID II artikkel 44 nr. 5 bokstav e) åpner for at tilbakekall kan gjøres dersom nasjonal lov pålegger slikt tilbakekall. Tilsvarende vurdering ble gjort ved gjennomføring av MiFID I, se Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 9.2. Utvalget legger også til grunn at hjemlene for tilbakekall etter § 6 annet ledd bokstav e) og f) kan og bør videreføres.

Utvalget foreslår å videreføre børsloven § 7 om at det skal sendes melding om vedtak om sammenslåing og deling av regulert marked til departementet. MiFID II regulerer ikke dette eksplisitt og utvalget antar at dette ligger innenfor det nasjonale handlingsrom etter direktivet. Det vises til utkast til verdipapirhandellov § 11-4. Utvalget anser at slike endringer vil kunne være avgjørende for den konsesjonspliktige virksomheten og det er derfor viktig at departementet varsles om slike endringer for å kunne vurdere om foretaket fremdeles tilfredsstiller kravene i loven dersom det fattes vedtak om sammenslåing eller deling.

Børsloven § 8 om regulert markeds virksomhet i andre land foreslås også videreført, se utkastet § 11-5.

8.2 Vilkår for tillatelse

8.2.1 Gjeldende rett

8.2.1.1 Organisasjonsform

Børsloven § 9 krever at regulert marked skal være organisert som allmennaksjeselskap.

8.2.1.2 Krav til styret og ledelsen mv.

Børsloven § 10 fastsetter nærmere krav til styret og ledelse i regulert marked. Foretaket skal etter første ledd ha et styre med minst fem medlemmer. Daglig leder kan ikke være medlem av styret.

Etter børsloven § 10 annet ledd skal styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av regulert marked ha relevante kvalifikasjoner og yrkeserfaring, ha ført en hederlig vandel og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig atferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte. Etter tredje ledd skal det gis melding til Finanstilsynet ved endringer i styrets sammensetning og ved skifte av daglig eller faktisk leder. Meldingen skal så vidt mulig gis på forhånd og skal inneholde nødvendige opplysninger om kvalifikasjoner og yrkeserfaring, vandel, verv eller stilling i annen virksomhet. Det skal fremlegges ordinær politiattest for vedkommende. Finanstilsynet har hjemmel til å gi pålegg om at endringer ikke skal iverksettes dersom endringen kan antas å medføre at vilkårene i første og annet ledd ikke vil oppfylles, jf. børsloven § 10 fjerde ledd.

8.2.1.3 Krav til eiere

Børsloven § 17 første ledd stiller krav om at erverv av betydelig eierandel i regulert marked kun kan gjennomføres etter at melding om dette er sendt til Finanstilsynet. Bestemmelsen gjelder regulert marked som ikke er børs. Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 % av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Aksjer som eies av andre aksjeeiere som nevnt i børsloven § 18, det vil si nærstående personer etter verdipapirhandelloven § 2-5, skal regnes likt som vedkommende aksjeeieres egne aksjer. Departementet avgjør i tvilstilfeller om aksjepostene skal konsolideres.

Etter § 17 annet ledd skal også erverv som øker eierandelen slik at denne direkte eller indirekte overstiger 20, 30 eller 50 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i regulert marked bare gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt til Finanstilsynet. Reglene om konsolidering i første ledd tredje og fjerde punktum gjelder tilsvarende.

Ervervet kan nektes av Finanstilsynet innen tre måneder etter at meldingen er mottatt dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre god og fornuftig forvaltning av foretaket, jf. tredje ledd. Erverver av betydelig eierandel etter første eller annet ledd skal legge frem ordinær politiattest dersom Finanstilsynet ber om det.

Etter fjerde ledd skal det også gis melding om avhendelse av eierandel som medfører at eierandelens størrelse ikke lenger er betydelig. Kravene til eiere gjelder tilsvarende ved søknad om tillatelse, jf. børsloven § 5 første ledd.

8.2.1.4 Notering av egne aksjer

Regulert marked kan ikke ta opp til handel omsettelige verdipapirer utstedt av det regulerte markedet selv eller finansielle instrumenter knyttet til slike, jf. børsloven § 19.

Departementet kan samtykke til at et regulert marked tar opp til handel omsettelige verdipapirer utstedt av et foretak i samme konsern som det regulerte markedet eller finansielle instrumenter knyttet til slike. Departementet kan stille vilkår for samtykket.

8.2.1.5 Krav til ansvarlig kapital og likviditetskrav

Børsloven § 20 stiller krav om at regulert marked til enhver tid skal ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i foretaket. Ved denne vurderingen skal det tas hensyn til virksomhetsrisiko, kontraktsrisiko, operasjonell risiko og annen særlig risiko som virksomheten er eksponert for. Departementet har hjemmel til å fastsette nærmere regler om hva som skal regnes som foretakets ansvarlige kapital og om minstekrav til kapital. I praksis er det satt som vilkår i tillatelsen til regulert marked at slike nærmere regler kan fastsettes for foretaket. Det er ikke fastsatt forskriftsbestemmelser om dette.

Videre stilles det i børsloven § 21 krav om at regulert marked skal ha en beholdning av likvide midler, eller tilgang på slike, som anses betryggende ut fra foretakets virksomhet og situasjon. Tilsvarende som etter § 20 settes det normalt som vilkår i tillatelsen at det kan gis nærmere regler om beregningen av likvide midler og hva som anses som betryggende beholdning. Det er ikke gitt utdypende bestemmelser i forskrift.

8.2.1.6 Enkelte andre krav til organisering og rutiner for regulert marked

Børsloven stiller enkelte krav til organisering og rutiner som ikke er behandlet i kapittel 3.3. Disse behandles samlet her.

Etter børsloven § 11 skal styret i regulert marked fastsette retningslinjer for internkontroll og skal forvisse seg om at internkontrollen etableres, gjennomføres og dokumenteres på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg. Det er gitt nærmere regler om internkontroll i risikostyringsforskriften av 22. september

2008. Etter børsloven § 11 annet ledd er det daglig leder som skal sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres.

Børsloven § 12 gir Finanstilsynet hjemmel til å gi nærmere regler om revisors arbeidsoppgaver i regulert marked. Det er ikke fastsatt forskrift i medhold av denne bestemmelsen.

Tillitsvalgte, ansatte og revisor ved regulert marked har taushetsplikt om det som de i sitt arbeid får vite om andres forretningsmessige eller personlige forhold med mindre annet følger av børsloven eller annen lov, jf. børsloven § 14. Vedkommende må heller ikke gjøre bruk av slike opplysninger ved ervervsvirksomhet eller ved kjøp og salg av finansielle instrumenter. Taushetsplikten gjelder også etter at vedkommende har sluttet i tjeneste eller vervet, men er ikke til hinder for at opplysninger gis til tilsynsmyndigheten.

Børsloven § 15 inneholder habilitetsregler for tillitsvalgte og ansatte. Disse må etter § 15 første ledd ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål som har slik særlig betydning for egen del eller for nærstående at vedkommende må anses for å ha en fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken. Det samme gjelder spørsmål som har en fremtredende økonomisk særinteresse for selskap, forening eller annet vedkommende er knyttet til. Børsforskriften § 25 fastsetter i tillegg regler som begrenser ansatte i regulert marked, eller i morselskap til slike foretak, sin adgang til å ha styreverv eller bierverv i selskap som har finansielle instrumenter tatt opp til handel på handelsplassen.

Regulert marked kan etter børsloven § 16 ikke eie finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på vedkommende marked eller rettigheter til slike, med unntak av obligasjoner og sertifikater utstedt av en EØS-stat.

Ansattes egenhandel reguleres i børsforskriften § 26 og § 27. Ansatte kan bare handle for egen eller andres regning i finansielle instrumenter som ikke er eller søkes tatt opp til handel på det regulerte markedet der vedkommende er ansatt. Når det gjelder fondsandeler, kan ansatte bare erverve eller avhende andeler i norske verdipapirfond som oppfyller nærmere bestemte krav. Etter børsforskriften § 27 skal ansatte og tillitsvalgte ved regulert marked melde til det aktuelle regulerte markedet om egne og nærståendes erverv eller avhendelse av finansielle instrumenter.

Finanstilsynet kan i særlige tilfeller gi dispensasjon fra forskriften § 25 og § 26.

8.2.2 Forventet EØS-rett

8.2.2.1 Krav til styre og ledelse

MiFID II viderefører kravet om at styret og daglig leder i en markedsoperatør skal være egnet. Kravet i MiFID II artikkel 45 gjelder for ledelsesorganet («management body») som er definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (36). Begrepet er nærmere omtalt i kapittel 5.2.1. Som det fremgår der, legger utvalget til grunn at «management body» må forstås enten som «styret» eller «styret og daglig leder» i norsk rett og at det må angis i hver enkelt bestemmelse hvilket organ eller person den enkelte bestemmelse retter seg mot.

Etter artikkel 45 nr. 1 skal ledelsesorganet i en markedsoperatør ha godt omdømme, inneha tilstrekkelig kunnskap, kompetanse og erfaring til å ivareta sine plikter. Ledelsesorganet skal samlet sett ha en adekvat og bred erfaring.

I MiFID II artikkel 45 nr. 2 stilles det nærmere krav til medlemmer av ledelsesorganet. I artikkel 45 nr. 2 bokstav a) innføres det et nytt krav om at medlemmene må sette av tilstrekkelig tid til å ivareta sin funksjon i markedsoperatøren. Det settes også begrensninger på antall verv samme person skal ha. Generelt stilles det krav om at antall verv må vurderes ut fra individuelle forhold og arten, omfanget og kompleksiteten i markedsoperatørens aktiviteter.

Dersom markedsoperatøren er betydelig i kraft av sin størrelse, interne organisering og art, omfang og kompleksitet, stilles det konkrete maksimumskrav til antall verv som kan innehas. Etter artikkel 45 nr. 2 bokstav a) punkt (i) og (ii) kan det enten være ett verv med ledelsesansvar kombinert med to verv uten slikt ansvar, eller fire verv uten ledelsesansvar. Verv innenfor samme konsern eller i selskap der markedsoperatøren har betydelige eierandel teller som ett enkelt verv. Videre skal verv i organisasjoner som ikke hovedsakelig har kommersielt formål være unntatt fra begrensningene.

Etter artikkel 45 nr. 2 bokstav b) skal ledelsesorganet samlet sett ha kunnskap, kompetanse og erfaring nok til å forstå markedsoperatørens aktiviteter, herunder de største risikoene ved virksomheten. Etter bokstav c) skal hvert enkelt medlem av ledelsesorganet opptre ærlig og med integritet og uavhengighet for å kunne vurdere og utfordre beslutninger fattet av den faktiske ledelsen og for å kunne følge opp beslutningene som fattes. Etter artikkel 45 nr. 3 skal markedsoperatøren vie tilstrekkelige ressurser, både menneskelige og økonomiske, til opplæring av styremedlemmer.

MiFID II artikkel 45 nr. 4 stiller krav om at markedsoperatører som er vesentlig med hensyn til størrelse, intern organisering og art, omfang og virksomhetens kompleksitet skal etablere nominasjonskomité bestående av styremedlemmer som ikke har noen ledelsesfunksjon. Nominasjonskomiteen skal ha følgende oppgaver etter direktivet: identifisere og anbefale kandidater til stillinger i ledelsesorganet, regelmessig og minst en gang i året vurdere ledelsesorganets struktur, størrelse, sammensetning og ytelse og eventuelt anbefale endringer, vurdere kunnskap, kompetanser og erfaring hos medlemmene i ledelsesorganet og rapportere dette til ledelsesorganet, og regelmessig gjennomgå ledelsesorganets strategi for utvelging og utnevnelse av den øverste ledelse og gi anbefalinger til ledelsesorganet. Det stilles videre nærmere krav til hvordan nominasjonskomiteen skal utøve sine oppgaver. Dersom ledelsesorganet i henhold til nasjonal lovgivning ikke har myndighet til å velge ut eller oppnevne sine medlemmer, får bestemmelsen i nr. 4 ikke anvendelse.

Markedsoperatøren og eventuell nominasjonskomité skal innføre retningslinjer for rekruttering til ledelsesorganet som fremmer mangfold, jf. MiFID II artikkel 44 nr. 5.

Etter MiFID II artikkel 44 nr. 6 skal ledelsesorganet i en markedsoperatør definere og føre tilsyn med gjennomføringen av de styringsordningene som skal sikre effektiv og fornuftig ledelse av organisasjonen, herunder fordele plikter og forebygge interessekonflikter på en måte som fremmer markedets integritet. Ledelsesorganet skal overvåke og regelmessig vurdere markedsoperatørens styringsordninger, treffe egnede tiltak for å avhjelpe eventuelle mangler, og ha tilstrekkelig tilgang til de opplysninger og dokumenter som de trenger for å overvåke ledelsens beslutningstaking.

Konsesjonsmyndigheten skal nekte å gi tillatelse til å drive regulert marked dersom den ikke er overbevist om at markedsoperatørens ledelsesorgan tilfredsstiller kravene i artikkel 45, jf. artikkel 45 nr. 7. Dersom den faktiske ledelsen allerede leder annet godkjent regulert marked, skal disse anses å oppfylle kravene i artikkel 45 nr. 1. Markedsoperatøren skal fremlegge opplysninger om identiteten til alle medlemmer av ledelsesorganet og for øvrig alle opplysninger som er relevante for å vurdere om markedsoperatøren overholder kravene i artikkel 45 nr. 1 til 5, jf. artikkel 45 nr. 8.

ESMA er gitt hjemmel til å fastsette retningslinjer om de nærmere kravene til ledelsesorganet, jf. artikkel 45 nr. 9. Slike retningslinjer er pr. i dag ikke fastsatt, men ESMA har sendt et forslag til retningslinjer som skal gjelde for regulert marked og datarapporteringsforetak på høring.

8.2.2.2 Eierkontroll

MiFID II artikkel 46 nr. 1 stiller krav om at den som har betydelig innflytelse over ledelsen av et regulert marked skal være egnet. Begrepet betydelig innflytelse er ikke definert i MiFID II.

Det følger videre av artikkel 46 nr. 2 at markedsoperatøren skal sende inn opplysninger om regulert markeds eiere og eventuelt eierne av markedsoperatøren, herunder opplyse om identiteten og størrelsen på eierandelene til personer som har betydelig innflytelse over ledelsen. Det skal også opplyses om overdragelser av eierandeler av betydning for hvem som har betydelig innflytelse over driften av det regulerte markedet. Etter artikkel 46 nr. 3 skal kompetent myndighet nekte å godkjenne endringer i kontrollerende eierposter dersom det er grunn til å tro at vedkommende aksjeeier ikke er egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Artikkel 46 viderefører MiFID I artikkel 38.

8.2.2.3 Krav til ansvarlig kapital og likviditetskrav

Artikkel 47 nr. 1 bokstav f) har regler knyttet til kapital til regulert marked. Bestemmelsen krever at foretaket skal ha tilstrekkelige finansielle ressurser til å sikre velordnet drift, tatt i betraktning arten og omfanget av transaksjoner som handles på handelsplassen, og type og art av risiko den er eksponert for. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I artikkel 39 bokstav f).

8.2.3 Utvalgets vurderinger

8.2.3.1 Organisasjonsform

Utvalget kan ikke se at det er grunn til å gjøre endringer i børsloven § 9 om at regulert marked skal være organisert som allmennaksjeselskap. Det foreslås derfor å videreføre bestemmelsen, se utkastet til endret verdipapirhandellov § 11-6.

8.2.3.2 Krav til styre og ledelse mv.

MiFID II artikkel 45 stiller krav til ledelsesorganet for markedsoperatører og gjør vesentlige endringer i regelverket sammenlignet med MiFID I artikkel 37. Begrepet «ledelsesorganet» omfatter både styre og ledelse i markedsoperatøren og det må derfor fastsettes for hver enkelt be-

stemmelse om kravene gjelder for styret eller ledelsen. Det vises i denne sammenheng til drøftelsen under kapittel 5.2.1 om tilsvarende regler for verdipapirforetakene.

Det er ikke henvist til CRD IV og kravene til styre og ledelse som fremkommer der, slik som for verdipapirforetakene. MiFID II artikkel 45 må gjennomføres i verdipapirhandelloven. Ettersom bestemmelsen omhandler flere tema, foreslår utvalget å gjennomføre artikkel 45 i tre bestemmelser i utkast til verdipapirhandellov kapittel 11.

Kravene til styre og ledelse foreslås gjennomført i utkastet § 11-7. Utvalget foreslår å videreføre kravet om at markedsoperatøren skal ha et styre på minst fem medlemmer og regelen om at daglig leder ikke kan være medlem av styret. Det vises til utkastet § 11-7 første ledd. I annet ledd foreslår utvalget å gjennomføre MiFID II artikkel 45 nr. 1. Utvalget foreslår å tilpasse lovteksten til direktivet, men dette er ikke ment å innebære materielle endringer i kravene som i dag fremkommer i børsloven § 9.

Utvalget foreslår å gjennomføre artikkel 45 nr. 2 og 3 i utkastet § 11-7 tredje til syvende ledd. Bestemmelsene fastsetter begrensninger for hvor mange styreverv og stillinger som kan innehas og nærmere krav til styrets medlemmer.

Etter utkastet § 11-7 åttende ledd skal markedsoperatøren sette av tilstrekkelige menneskelige og økonomiske ressurser til opplæring av styre og ledelse.

Etter artikkel 45 nr. 7 skal konsesjonsmyndigheten nekte å gi tillatelse dersom den ikke er overbevist om at markedsoperatørens styre og ledelse er egnet og det settes av tilstrekkelig tid til å utføre oppgavene. Konsesjonsmyndigheten skal også nekte å gi tillatelse dersom det foreligger objektive og påviselige grunner til å tro at styre og ledelse kan være til skade for en effektiv, sunn og fornuftig ledelse og hindre at det tas tilstrekkelig hensyn til markedets integritet. Utvalget kan ikke se at det er nødvendig å gjennomføre første del av bestemmelsen. Det vises til at det fremgår klart av utkastet § 11-1 at det bare kan gis tillatelse til foretak som oppfyller kravene i loven. Dersom ikke kravene til egnethet er oppfylt, eller styremedlemmer ikke setter av tilstrekkelig tid til vervet, skal det ikke gis tillatelse. Utvalget anser imidlertid at andre del av artikkel 45 nr. 7 bør gjennomføres i verdipapirhandelloven, da dette ikke fremkommer av vilkårene for tillatelse for øvrig. Det vises til utkastet § 11-7 tiende ledd.

Utvalget foreslår å videreføre kravet om at det skal gis melding ved endringer i styrets sammensetning i utkastet § 11-7 ellevte ledd. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 45 nr. 8. Det foreslås videre å gi hjemmel til å fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen i tolvte ledd.

Utvalget foreslår å gjennomføre MiFID II artikkel 45 nr. 6 i utkastet § 11-8. Bestemmelsen regulerer styrets ansvar og forpliktelser.

Bestemmelsene i MiFID II artikkel 45 nr. 4 og 5 om nominasjonskomité foreslås ikke gjennomført. Utvalget viser til at styret i norske allmennaksjeselskap ikke er selvsupplerende og bestemmelsen om nominasjonskomité kommer derfor ikke til anvendelse, jf. MiFID II artikkel 45 nr. 4 siste ledd. Utvalget foreslår likevel en forskriftshjemmel slik at departementet kan fastsette krav om nominasjonskomité dersom dette skulle vise seg nødvendig, på samme måte som for verdipapirforetak, se utkastet § 9-11 sjette ledd. Det vises til utkastet § 11-9.

8.2.3.3 Krav til eiere

Børsloven § 17 regulerer kravene til eiere av betydelig eierandel i regulert marked som ikke er børs. Etter § 17 første ledd menes med betydelig eierandel direkte eller indirekte eierandel på 10 % av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. I tillegg stilles krav om at erverv som øker eierandelen til 20, 30, eller 50 prosent bare kan gjennomføres etter at melding er sendt Finanstilsynet, jf. annet ledd. Erverv som nevnt i første og annet ledd skal nektes dersom aksjeeieren ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, jf. tredje ledd. Bestemmelsen ble sist endret med virkning fra 1. juli 2014 i forbindelse med endringer av eierkontrollreglene som gjelder for børser i børsloven § 35.

Ordlyden i børsloven § 17 avviker ordlyden i MiFID II artikkel 46, men anses å gjennomføre direktivets krav til eiere av regulert marked. Vurderingene som ligger til grunn for endringen av bestemmelsen fremkommer i Prop. 87 L (2013–2014) kapittel 2. Bestemmelsen er nylig endret. Utvalget legger til grunn at bestemmelsen er vurdert i lys av kravene i MiFID I artikkel 38, og at disse vurderingene også gjør seg gjeldende for MiFID II artikkel 46. Utvalget foreslår å videreføre bestemmelsen i utkast til ny verdipapirhandellov § 11-10, men foreslår enkelte endringer i bestemmelsens struktur og oppbygging. Endringsforslagene er ikke ment å gjøre materielle endringer i bestemmelsen, med unntak av at kravet om at regulert marked skal offentliggjøre opplysninger om sine eiere og deres eierandeler, jf.

MiFID II artikkel 46 nr. 2 bokstav a). Ved gjennomføringen av MiFID I ble det lagt til grunn at dette ikke var nødvendig å ta inn ettersom norske aksjeeierregistre er offentlige. Utvalget viser til at det kan tenkes utenlandske eiere som benytter seg av forvalterregistrering og mener derfor at kravet i MiFID II artikkel 46 nr. 2 bokstav a) bør gjennomføres. Det vises til utkastet § 11-10 femte ledd siste punktum.

8.2.3.4 Notering av egne aksjer

Bestemmelsen i børsloven § 19 om at regulert marked ikke kan ta opp til notering omsettelige verdipapirer utstedt av det regulerte markedet bygger ikke på bestemmelser i MiFID I. Bestemmelsen er begrunnet i hensynet til interessekonflikter og er en videreføring av reguleringen av børser som gjaldt før gjennomføringen av MiFID I.

Etter artikkel 47 nr. 1 bokstav a) skal regulert marked ha systemer for å identifisere og håndtere interessekonflikter. MiFID II har imidlertid ikke særlige bestemmelser om notering av egenutstedte instrumenter for regulerte markeder. Utvalget anser det hensiktsmessig å videreføre bestemmelsen og foreslår å videreføre denne i utkastet § 12-7.

Et mindretall at utvalgets medlemmer, bestående av medlemmet *Vidjeland*, foreslår at det ikke bør være et generelt forbud mot at regulert marked kan ta opp til notering omsettelige verdipapirer utstedt av det regulerte markedet selv. Notering på eget regulert marked kan være viktig for konkurransesituasjonen til regulert marked. Flere av de største regulerte markedene i EØS er notert på eget regulert marked. Forbudet mot notering på eget regulert marked er hovedsakelig begrunnet i de offentligrettslige oppgavene som etter norsk nasjonal særlovgivning er gitt regulerte markeder. De problemstillinger notering på eget regulert marked kan medføre bør håndteres innenfor særlovgivningen og ikke som et generelt forbud. For virksomhet og oppgaver som regulerte markeder driver, er MiFID II sine bestemmelser om identifisering og håndtering av interessekonflikter tilfredsstillende og tilstrekkelige.

8.2.3.5 Krav til ansvarlig kapital og likviditetskrav

Kravet til kapital for regulert marked er generelt utformet og følger av MiFID II artikkel 47 nr. 1 bokstav f). I henhold til denne bestemmelsen skal regulert marked ha tilstrekkelig finansielle ressurser til å sikre velordnet drift. Utvalget anser det hensiktsmessig å videreføre gjeldende krav til kapital og likviditet og viser til at dette er mer presise krav enn det som følger av direktivet. Det vises til utkastet § 11-16 og § 11-17.

8.2.3.6 Enkelte andre krav til organisering

Bestemmelsene i børsloven §§ 11 (internkontroll), 12 (revisor), 14 (taushetsplikt), 15 (habilitetsregler) og 16 (adgangen til å eie finansielle instrumenter) er en videreføring av børsloven av 2000.

Bestemmelsene knyttet til taushetsplikt og habilitet i §§ 14 og 15 anses å være nødvendige gitt at regulert marked er gitt, direkte eller ved delegasjon, offentligrettslige oppgaver. Ettersom disse oppgavene videreføres, anser utvalget at de nevnte bestemmelser også må videreføres. Bestemmelsene foreslås videreført i utkast til ny verdipapirhandellov § 11-13 og § 11-14.

Utvalget viser til at bestemmelsene om internkontroll, revisor og adgangen til å eie finansielle instrumenter ble videreført ved gjennomføringen av MiFID I. MiFID II har i likhet med MiFID I ikke særlige regler om dette og utvalget anser det hensiktsmessig å videreføre kravene. Det vises til utkast til verdipapirhandellov §§ 11-11, 11-12 og 11-15.

8.3 Særlig om tillatelse som børs

MiFID II gjør ikke endringer i skillet etter gjeldende regelverk mellom regulert marked og børs. Opptaksdirektivet (direktiv 2001/34) regulerer notering av finansielle instrumenter på «fondsbørs», se også nærmere omtale i kapittel 3.3.1 og 3.3.3.3, og MiFID II gjør ikke endringer i dette direktivet utover det som allerede følger av MiFID I. MiFID II regulerer virksomhet som regulert marked og har ut over dette ikke regler for børser. Oslo Børs er en slik «official stock exchange». Børs er et regulert marked med særskilt tillatelse til å drive virksomhet som børs, og er underlagt enkelte tilleggskrav som innebærer strengere regulering enn alminnelige regulerte markeder.

Som følge av dette, foreslår utvalget å videreføre reglene i børsloven kapittel 6 uendret. Utvalget har ikke vurdert dette regelverket særskilt da en vurdering av dette regelverket anses å falle utenfor mandatet utvalget har fått. Utvalget foreslår å videreføre børsloven kapittel 6 i utkast til verdipapirhandellov kapittel 13. Definisjonen av børs i børsloven § 3 annet ledd foreslås også videreført, sammen med børsloven § 50 om over-

gangsregler for tillatelser gitt etter børsloven av 2000. Det vises til utkast til verdipapirhandellov § 2-8 syvende ledd. Tilsvarende anser utvalget at de av børsforskriftens bestemmelser som omhandler krav til børs må videreføres. Henvisninger til andre regler i børsloven er oppdatert.

Utvalget foreslår videre å flytte bestemmelsene i børsloven kapittel 6 del III om klagenemnd, søksmålsadgang mv. til utkastet kapittel 12 om regulert marked. Utvalget viser til at bestemmelsene i børsloven §§ 41 til 43 også gjelder for vedtak fattet av regulert marked etter børsforskriften § 3, jf. børsloven § 35. Utvalget anser det hensiktsmessig å ta nevnte bestemmelser inn i kapittel 12 og ta inn en henvisning til disse i utkastet § 13-7 annet ledd.

Kapittel 9
Tilsynet med verdipapirmarkedet

9.1 Innledning

MiFID II styrker regelverket knyttet til administrative tiltak og sanksjoner. Formålet er å oppnå en mer enhetlig og effektiv oppfølging og sanksjonering ved overtredelser av regelverket. I likhet med de øvrige direktivene på finansområdet, skiller ikke MiFID II klart mellom hva som regnes som administrative tiltak og hva som regnes som sanksjoner. Fortalen avsnitt 148 fremholder at reglene dekker alle reaksjoner som er ment å forhindre ytterligere brudd på regelverket, uavhengig av om reaksjonen er å betrakte som et tilsynsmessig tiltak eller en sanksjon etter nasjonal lov. Kategoriseringen beror i stor grad på det enkelte lands rettstradisjon.

Uavhengig av kategoriseringen, legger direktivet opp til at alle tilsynsmyndighetene skal ha et felles minimum av virkemidler til rådighet. Fortalen avsnitt 137 fremhever at det skal arbeides mot et enhetlig og sterkt håndhevings- og sanksjonssystem for hele det integrerte markedet. Fortalen avsnitt 138 forutsetter at reglene som utarbeides av nasjonale myndigheter, ivaretar fundamentale rettssikkerhetsgarantier. Ut fra reglene som gjelder i hvert enkelt lands nasjonale rett, kan kompetansen til å treffe tiltak enten legges til tilsynsmyndigheten direkte, eller utøves i samarbeid/koordinasjon med andre nasjonale myndigheter.

I fortalen avsnitt 141 omtales minimumssanksjonene nærmere:

> «In order to ensure compliance by investment firms, market operators authorised to operate an MTF or OTF, regulated markets, APAs, CTPs or approved reporting mechanisms (ARMs), those who effectively control their business and the members of the investment firms and regulated markets' management body with the obligations deriving from this Directive and from Regulation (EU) No 600/2014 and to ensure that they are subject to similar treatment across the Union, Member States should be required to provide for sanctions and measures which are effective, proportionate and dissuasive. Administrative sanctions and measures set out by Member States should satisfy certain essential requirements in relation to addressees, criteria to be taken into account when applying a sanction or measure, publication, key powers to impose sanctions and levels of administrative fines.»

Medlemsstatene skal meddele kommisjonen og ESMA hvordan reglene om tilsynsvirkemidler og sanksjoner er gjennomført i nasjonal rett, se MiFID II artikkel 69 nr. 2 tredje ledd og artikkel 70 nr. 1 tredje ledd.

Reglene om myndighetenes kompetanse, tiltak og sanksjoner finnes i MiFID II del VI, og omfatter bestemmelser om utpeking av tilsynsmyndighet, ulike virkemidler i tilsynsarbeidet, sanksjonering av brudd på regelverket, offentliggjøring av beslutninger, rutiner ved varsling av brudd på regelverket, klageadgang og utenrettslige klageordninger, taushetsplikt og rapporteringsplikt for revisorer. Det gis i tillegg regler om samarbeid med utenlandske tilsynsmyndigheter. I dette kapittelet behandles reglene i MiFID II om tiltak i det løpende tilsynsarbeidet. I tillegg behandles enkelte fellesspørsmål. I kapittel 10 behandles ulike tiltak, administrative og strafferettslige sanksjoner ved brudd på regelverket.

En rekke bestemmelser som svarer til bestemmelsene om tilsynsvirkemidler og sanksjoner i MiFID II, er allerede på plass i norsk rett. Finanstilsynsloven gir generelle regler for Finanstilsynets virksomhet. Loven stiller en rekke virkemidler til rådighet for Finanstilsynet, slik at tilsynet med at foretakene overholder regelverket de er underlagt, skal være effektivt og betryggende. Når Finanstilsynet utøver tilsyn med verdipapirhandelen og aktørene i verdipapirmarkedet, suppleres disse reglene med verdipapirhandellovens og børslovens regler. Enkelte av bestemmelsene i MiFID II har imidlertid ikke noe motstykke i norske regler. Det gjelder i første rekke bestemmel-

sene om administrative gebyrer. Her må utvalget vurdere behovet for lovendringer.

Idet utvalget foreslår å oppheve børsloven og innarbeide den i verdipapirhandelloven, vil forslagene til tilsyns- og sanksjonsbestemmelsene i verdipapirhandelloven knytte seg både til verdipapirforetak og regulerte markeder. Enkelte bestemmelser gjelder for «enhver» som omfattes av verdipapirhandelloven.

9.2 Tilsynsmyndigheten

9.2.1 Gjeldende rett

Finanstilsynet fører tilsyn med verdipapirforetak og andre foretak som driver virksomhet i forbindelse med verdipapirhandel, samt med overholdelsen av bestemmelser om verdipapirhandel gitt i eller i medhold av lov, se finanstilsynsloven § 1 nr. 16 og verdipapirhandelloven § 15-1 annet ledd. Finanstilsynet forestår videre tilsynet med regulerte markeder, se børsloven § 44 og finanstilsynsloven § 1 nr. 14.

Etter verdipapirhandelloven § 15-1 første ledd forestår departementet det overordnede tilsynet med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandel.

9.2.2 Forventet EØS-rett

MiFID II artikkel 67 fastsetter at alle medlemsland skal peke ut en eller flere tilsynsmyndigheter som er ansvarlig for hvert enkelt ansvarsområde under direktivet og forordningen, herunder ansvar for det løpende tilsynet med overholdelsen av de bestemmelser som gjennomfører MiFID II og MiFIR i norsk rett. Artikkel 67 viderefører i det alt vesentlige MiFID I artikkel 48. MiFID II artikkel 68 viderefører MiFID I artikkel 49 uendret. Bestemmelsen understreker at rollefordelingen skal være klart definert, og at myndighetene skal samarbeide nært, der flere nasjonale myndigheter deler tilsynsoppgavene.

9.2.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II innebærer ingen endringer som i seg selv medfører at reglene om tilsynsansvar må endres. Verdipapirhandellovens regler om tilsyn med overholdelsen av loven, er imidlertid videreført uendret helt siden gjennomføring av det første direktivet på verdipapirområdet (ISD). Ved gjennomgang av loven er det således naturlig at utvalget vurderer om reglene fortsatt fremstår som hensiktsmessige, effektive og tidsmessige.

Utvalget bemerker at Finanstilsynet i medhold av finanstilsynsloven § 1, børsloven § 44 og verdipapirhandelloven § 15-1 annet ledd, utfører alle de oppgaver som loven legger opp til at tilsynsmyndigheten skal utføre som et ledd i tilsynsarbeidet. Likevel fastsetter verdipapirhandelloven § 15-1 første ledd at departementet fører det overordnede tilsynet med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandelen. Det er ikke presisert hva departementets tilsynsansvar innebærer i praksis. Tilsvarende bestemmelse om departementets tilsynsansvar finnes ikke innenfor andre deler av Finanstilsynets myndighetsområde. Tilsynet med forvaltningsselskap for verdipapirfond, alternative investeringsfond og institusjoner som faller inn under finansforetaksloven, føres for eksempel av Finanstilsynet, uten at departementet i tillegg er gitt ansvar for tilsyn med overholdelsen av disse regelverkene. Nyere lovgivning på finansområdet legger således opp til at tilsynskompetansen i sin helhet skal legges til Finanstilsynet. De nye direktivene på verdipapirområdet legger opp til at tilsynsansvaret på en tydelig måte skal tilordnes en eller flere offentlige myndigheter, men dersom myndigheten deles, skal arbeidsfordelingen klart fremgå.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 15-1 første ledd oppheves. Utvalget viser til at Finanstilsynet for alle praktiske formål er den institusjonen som forestår tilsynet med verdipapirhandelen på alle de områder hvor Finanstilsynet er tillagt tilsynskompetanse. Rettsutviklingen, herunder utviklingen av mer utfyllende bestemmelser knyttet til virksomhetene som reguleres, atferden i markedene og tilsynsmyndighetenes arbeid og samarbeid med hverandre, tilsier at det bør tydeliggjøres at det løpende tilsynet ligger i Finanstilsynet.

9.3 Virkemidler i det løpende tilsynet med verdipapirmarkedet

9.3.1 Gjeldende rett

Finanstilsynsloven, verdipapirhandelloven og børsloven inneholder en rekke bestemmelser om virkemidler som kan benyttes i tilsynsarbeidet.

Finanstilsynet kan i medhold av finanstilsynsloven § 3 flg. blant annet kreve opplysninger fra foretak under tilsyn, få utlevert dokumenter med videre, foreta stedlig tilsyn og gi pålegg om retting av lovstridige forhold. Hvis foretaket ikke oppfyller sin opplysningsplikt, kan Finanstilsynet pålegge de ansatte i foretaket å gi opplysninger. An-

tar Finanstilsynet at noen driver konsesjonspliktig virksomhet uten å ha nødvendig tillatelse, kan Finanstilsynet gi pålegg om stans av virksomheten, jf. finanstilsynsloven § 4a.

Verdipapirhandelloven § 15-2 første ledd pålegger verdipapirforetak og deres tilknyttede agenter å gi Finanstilsynet de opplysninger som kreves om foretaket. Foretaket plikter videre å utlevere oppgaver og lydopptak som foretaket har plikt til å oppbevare etter loven, samt alle andre dokumenter som angår virksomheten.

Børsloven § 45 pålegger regulerte markeder og selskap i samme konsern å gi en rekke opplysninger til Finanstilsynet, samt å utlevere dokumentasjon som angår virksomheten.

Etter verdipapirhandelloven § 15-2 sjette ledd plikter verdipapirforetaks- og regulerte markeders revisor på forespørsel å gi Finanstilsynet opplysninger om foretakenes virksomhet. Finanstilsynsloven § 3a gir regler om revisors plikt til å rapportere mer alvorlige overtredelser av bestemmelser som regulerer foretakenes virksomhet, på eget initiativ.

Finanstilsynet kan med hjemmel i verdipapirhandelloven § 15-3 første ledd, pålegge enhver å gi de opplysninger Finanstilsynet krever ved mistanke om overtredelse av visse bestemmelser i verdipapirhandelloven. Opplysningsplikten gjelder ikke opplysninger som vedkommende ville vært forhindret fra å gi fra seg i en straffesak.

Verdipapirhandelloven § 15-7 gir Finanstilsynet hjemmel til å gi pålegg om retting i en lang rekke situasjoner. Etter verdipapirhandelloven § 15-7 første ledd, kan Finanstilsynet pålegge verdipapirforetak å rette forholdet dersom foretaket opptrer i strid med lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov. Pålegg om retting kan også gis dersom verdipapirforetak opptrer i strid med interne retningslinjer og instrukser eller dersom foretakets ledelse eller styre ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring.

Etter tredje ledd, kan Finanstilsynet forby verdipapirforetak å drive virksomhet som ikke anses tilfredsstillende regulert i lov, forskrift gitt med hjemmel i lov eller interne retningslinjer og instrukser, når virksomheten kan påføre foretaket eller dets kunder uforsvarlig stor risiko. Finanstilsynet kan også gi pålegg om at slik virksomhet bare kan finne sted på bestemte vilkår.

Bestemmelsens fjerde ledd fastsetter at dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av verdipapirforetaket, eller en aksjeeier ikke har gitt melding om erverv av aksjer til Finanstilsynet etter reglene som gjelder for slike meldinger, eller erverver aksjer i strid med vedtak fattet av Finanstilsynet, kan Finanstilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves, eller at aksjene skal avhendes, etter framgangsmåten i børsloven § 35 fjerde ledd. (For så vidt gjelder henvisningen til børsloven § 35, er denne ikke oppdatert. Relevante regler står nå i lov om regulerte markeder § 36, som henviser til tvangsfullbyrdelsesloven.).

Dersom Finanstilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven, kan Finanstilsynet pålegge vedkommende å bringe handlingen til opphør. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør, og kan rettes mot enhver. Dette følger av verdipapirhandelloven § 15-7 sjette ledd.

Endelig kan Finanstilsynet gi pålegg om at handel i bestemte finansielle instrumenter skal stoppes midlertidig eller permanent dersom særlige grunner tilsier det, se verdipapirhandelloven § 15-7 syvende ledd.

For regulerte markeder finnes regler om pålegg om retting i børsloven § 47. Etter denne bestemmelsen, kan Finanstilsynet pålegge regulerte markeder å rette forholdet dersom foretaket opptrer i strid med lov eller bestemmelser gitt med hjemmel i lov eller egne regler og forretningsvilkår, eller foretakets ledelse eller styremedlemmer ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring. Etter bestemmelsens annet ledd, kan Finanstilsynet pålegge en aksjeeier med betydelig eierandel, som ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig drift av foretaket mv., å ikke gjøre bruk av stemmerettighetene til aksjene. Etter tredje ledd, kan Finanstilsynet pålegge enhver som overtrer bestemmelsene i loven å bringe handlingen til opphør.

9.3.2 Forventet EØS rett

MiFID II artikkel 69 angir de minimumsbeføyelser tilsynsmyndigheten skal ha til rådighet. Flere av bestemmelsene videreføres uendret fra MiFID I artikkel 50. Artikkel 69 stiller imidlertid også enkelte nye krav til tilsynsmyndighetens kompetanse. Disse krever gjennomføring i norsk rett. Etter artikkel 69 nr. 2 bokstav a) til u) skal tilsynsmyndigheten ha følgende beføyelser til rådighet:

a) få tilgang til alle dokumenter eller andre data som er nødvendig for å gjennomføre tilsynsoppgavene, og få kopi av disse,
b) kreve opplysninger fra enhver person, og ved behov kalle vedkommende inn til avhør,
c) foreta stedlig tilsyn og undersøkelser,

d) kreve eksisterende opptak av telefonsamtaler eller elektronisk kommunikasjon eller andre opplysninger om datatrafikk som oppbevares av et verdipapirforetak, en kredittinstitusjon, eller annet foretak som er under tilsyn etter regelverket om verdipapirhandel,
e) kreve arrest eller beslag av eiendeler,
f) kreve midlertidig forbud mot profesjonell virksomhet,
g) kreve at revisorer for verdipapirforetak, regulerte markeder og datarapporteringsforetak fremlegger opplysninger,
h) anmelde saker til påtalemyndigheten,
i) la revisorer eller sakkyndige foreta verifikasjoner eller granskning,
j) kreve opplysninger, herunder all relevant dokumentasjon, fra enhver person om størrelsen på og formålet med en posisjon eller eksponering i et råvarederivat, og om eventuelle eiendeler eller forpliktelser i det underliggende markedet,
k) kreve midlertidig eller varig opphør av enhver atferd som tilsynsmyndigheten mener strider mot bestemmelser som gjennomfører direktivet og forordning (EU) nr. 600/2014, og forhindre at atferden gjentas,
l) vedta alle typer tiltak for å sikre at verdipapirforetak, regulerte markeder og andre som omfattes av direktivet eller forordning (EU) nr. 600/2014, kontinuerlig overholder lovfestede krav,
m) kreve suspensjon av handel med et finansielt instrument,
n) kreve at et finansielt instrument strykes fra handelen, enten på et regulert marked eller i andre handelssystemer,
o) kreve at enhver person treffer tiltak for å redusere størrelsen på en posisjon eller en eksponering,
p) begrense enhver persons mulighet til å inngå en råvarederivatkontrakt, herunder ved å fastsette posisjonsgrenser i samsvar med artikkel 57 i direktivet,
q) gi offentlige uttalelser,
r) i den utstrekning det er tillatt i nasjonal lovgivning, kreve eksisterende opplysninger om tele- og datatrafikk som oppbevares av teleoperatører, ved mistanke om overtredelse av bestemmelsene som gjennomfører direktivet eller forordning (EU) nr. 600/2014 og opplysningene kan være relevante for undersøkelse av overtredelsen,
s) nedlegge midlertidig forbud mot markedsføring eller salg av finansielle instrumenter eller strukturerte innskudd, dersom vilkårene i artikkel 40, 41 eller 42 i forordning (EU) nr. 600/2014 er oppfylt,
t) nedlegge midlertidig forbud mot markedsføring eller salg av finansielle instrumenter eller strukturerte innskudd dersom verdipapirforetaket ikke har utviklet eller benytter en effektiv prosess for godkjenning av produkter, eller på annen måte unnlater å overholde artikkel 16 nr. 3 i direktivet,
u) kreve at en fysisk person fjernes fra et verdipapirforetaks eller en markedsoperatørs ledelsesorgan.

Myndigheten skal kunne utøves direkte, ved delegasjon, i samarbeid med andre myndigheter eller etter begjæring til domstolene. Dette følger av artikkel 72 nr. 1 som er en videreføring av tidligere artikkel 48 nr. 1 første ledd.

I tillegg videreføres MiFID I artikkel 55 om revisorers opplysningsplikt av eget tiltak i ny artikkel 77. Bestemmelsen utvides til å gjelde verdipapirforetak, regulerte markeder og datarapporteringsforetak. Den tidligere bestemmelsen gjaldt kun for oppdrag i verdipapirforetak.

Som nevnt, videreføres flere av reglene over fra MiFID I. MiFID II gir imidlertid nye tilsynshjemler knyttet til oppfølging av reglene for varederivater og posisjonsgrenser. Artikkel 69 nr. 2 bokstav j) gir nye regler om opplysningsplikt, herunder plikt til utlevering av dokumentasjon, og opplysningsplikt knyttet til størrelsen på- og formålet med posisjoner i varederivatmarkedet. Bokstav o) og p) gir nye regler som fastsetter at tilsynsmyndigheten skal ha myndighet til å pålegge enhver person å redusere sine posisjoner og unnlate å inngå kontrakter i varederivatmarkedet. De nye bestemmelsene må ses i sammenheng med at MiFID II og MiFIR gir omfattende regler om handler i varederivater, herunder regler om innføring av posisjonsgrenser. Gjennomføring av disse bestemmelsene i artikkel 69 behandles i kapittel 4 i utredningen og omtales ikke nærmere i dette kapittelet.

Artikkel 69 nr. 2, bokstav s) og t) gir nye regler som fastslår at tilsynsmyndigheten skal kunne suspendere markedsføring og salg av finansielle instrumenter og strukturerte produkter. Reglene må ses i sammenheng med at MiFIR, del VII kapittel I innfører nye regler om adgang til å foreta produktinngrep («product intervention»). Gjennomføring av disse bestemmelsene behandles særskilt i kapittel 9.4.

Nedenfor følger en gjennomgang av de øvrige kravene som stilles i artikkel 69, med forslag til gjennomføring.

9.3.3 Utvalgets vurderinger

9.3.3.1 Innledning

For å kunne løse sine oppgaver på en tilfredsstillende måte, er Finanstilsynet avhengig av effektive håndhevelsesmidler som gir god saksopplysning i tilstrekkelig tempo. Det er imidlertid viktig at håndhevelsesmidlene ikke går lenger enn behovet tilsier og at reglene ivaretar hensynet til rettssikkerhet.

MiFID II artikkel 72 nr. 1 viderefører MiFID I artikkel. 50 nr. 1 og fastsetter at tilsynsmyndigheten skal utøve sin kompetanse innenfor nasjonale rettslige rammer. Etter bestemmelsen kan tilsynsmyndigheten utøve sin kompetanse alene, i samarbeid med andre myndigheter eller ved søknad til «judicial authorities». Utvalget legger således til grunn at direktivet fortsatt gir betydelig frihet med hensyn til hvordan kompetansen skal utøves og på hvilke vilkår.

MiFID II artikkel 69 angir som nevnt, de minimumsbeføyelser tilsynsmyndigheten skal ha til rådighet. Flere av bestemmelsene i artikkel 69 nr. 2 videreføres uendret fra MiFID I artikkel 50, med mindre språklige justeringer og tillegg. Disse bestemmelsene er allerede gjennomført i norsk rett. Utvalget legger i utgangspunktet til grunn at reglene kan videreføres uendret. Utvalget foreslår imidlertid en del endringer av språklig og redaksjonell karakter. For det første foreslår utvalget å oppheve enkelte bestemmelser som er videreført fra tidligere lovgivning, men som har mistet sin betydning fordi situasjonene de regulerer er dekket av andre, nyere bestemmelser. For det annet foreslår utvalget tilpasninger som følge av at børsloven skal innlemmes i verdipapirhandelloven.

Utvalget bemerker innledningsvis at en rekke av bestemmelsene i MiFID II artikkel 69 er generelle i sin form; tilsynsmyndigheten skal ha rett til «ethvert dokument» og be om opplysninger «fra enhver person». Anvendelsesområdet for MiFID II setter imidlertid saklige rammer for bruk av tilsynshjemlene. Generelt utformede tilsynshjemler må dermed leses i denne konteksten. I Ot.prp. nr. 34 (2006–2007), pkt. 12.4.4 drøftet departementet rekkevidden av tilsynshjemlene:

> «Departementet mener at man må legge til grunn en forståelse i samsvar med direktivets ordlyd, som taler om «enhver person» og «ethvert dokument», sml. også tilsvarende forståelse i den svenske utredningen. Etter departementets vurdering er det nødvendig innenfor MiFIDs saklige anvendelsesområde å gi hjemmel for en alminnelig opplysningsplikt og plikt til å legge frem dokumenter også for personer og foretak som ikke er under tilsyn. Departementet foreslår på denne bakgrunn at opplysningsplikten og plikten til å utlevere dokumenter i gjeldende bestemmelse i vphl. § 12-2a, som i hovedsak foreslås videreført i ny vphl. § 15-3, utvides til å gjelde generelt ved mistanke om overtredelse av verdipapirhandelloven kapittel 3, 4, 5, 8, 9, 10 eller 11 eller forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene. Det vil si de kapitelene som omfattes av MiFID og markedsmisbruksdirektivet.»

Departementets uttalelse gjaldt opplysningsplikten, men har relevans for alle situasjoner der MiFID II gir regler som gir tilsynsmyndigheten generell kompetanse. Utvalget vil legge departementets uttalelse til grunn ved gjennomføring av nye kompetansebestemmelser.

9.3.3.2 Opplysningsplikt

Artikkel 69 nr. 2 bokstav a), b) og g) omhandler tilsynsmyndighetens adgang til å kreve dokumenter og annet materiale fremlagt, samt til å kreve opplysninger og kalle inn til avhør. Reglene videreføres uendret, med den modifikasjon at bokstav a) presiserer at retten til å få utlevert dokumenter omfatter elektronisk lagret materiale.

Ved gjennomføring av MiFID I ble bestemmelsene om opplysningsplikt i verdipapirlovgivningen og finanstilsynsloven gjennomgått. Verdipapirhandelloven §§ 15-2 og 15-3 og børsloven § 45 ble endret for å imøtekomme kravene i direktivet. Utvalget foreslår ingen vesentlige materielle endringer i bestemmelsene og viser til drøftelsen i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) pkt. 12.4.4 for så vidt gjelder den nærmere vurdering av innholdet i regelverket.

Børsloven § 45 og verdipapirhandelloven §§ 15-2 og 15-3 inneholder imidlertid enkelte overlappende regler om opplysningsplikt. Det er behov for justeringer som følge av at børsloven foreslås innarbeidet i verdipapirhandelloven.

Utvalget foreslår å innarbeide børsloven § 45 første ledd første setning i ny verdipapirhandellov § 19-2 første ledd (tidligere § 15-2 første ledd), sammen med de øvrige bestemmelsene om opplysningsplikt for foretak under tilsyn. I denne bestemmelsen innarbeides også opplysningsplikt for de nye konsesjonspliktige datarapporteringsforetakene.

Børsloven § 45 første ledd annen setning fastsetter at regulert marked straks skal melde fra til

og bistå Finanstilsynet ved ureglementerte markedsforhold, ved mistanke om vesentlige brudd på egne regler og ved mistanke om markedsmisbruk. Denne regelen gjennomfører MiFID I artikkel 43 nr. 2 som videreføres i MiFID II artikkel 54 nr. 2 og 3. For så vidt gjelder den nærmere omtalen av regelen, viser utvalget til utredningen kapittel 3.3.7. Utvalget foreslår å videreføre børsloven § 45 første ledd annen setning i et nytt § 19-2 tredje ledd, med den endring at plikten utvides til å gjelde ved forstyrrelser i handelssystemet. Dette er i tråd med endringer i MiFID II artikkel 54. Forslaget må ses i sammenheng med utkastet til § 12-5 som omhandler plikten til markedsovervåkning.

Utvalget foreslår videre å overføre reglene om markedsoperatørens varslingsplikt til Finanstilsynet ved brudd på verdipapirhandellovens regler om god forretningsskikk mv., fra verdipapirhandelloven § 15-1 fjerde ledd til ny § 19-2 fjerde ledd, sammen med de øvrige reglene om opplysningsplikt.

Børsloven § 45 annet ledd om opplysningsplikt ved manglende oppfyllelse av fastsatte kapitalkrav, omfattes av verdipapirhandelloven § 15-2 annet ledd uten at endringer er nødvendig. De to bestemmelsene hadde språklig sett en noe ulik utforming og utvalget har foreslått å ta med enkelte av børslovens formuleringer over i verdipapirhandelloven, i ny § 19-2 annet ledd. Endringen har ingen materiell betydning.

Utvalget foreslår å oppheve børsloven § 45 tredje ledd uten å innarbeide regelen i verdipapirhandelloven. Bestemmelsen er, så langt utvalget kan se, i sin helhet dekket av verdipapirhandelloven § 15-2 femte ledd om opplysningsplikt for foretak i forbindelse med finansielle instrumenter foretaket har utstedt og verdipapirhandelloven § 15-3 første ledd som pålegger opplysningsplikt for «enhver» ved mistanke om brudd på nærmere angitte kapitler i verdipapirhandelloven. Bestemmelsene videreføres i utkastet §§ 19-2 sjette ledd og 19-3 første ledd. Utvalget foreslår å utvide opplysningsplikten for enhver som følger av § 15-1 første ledd, til å gjelde ved mistanke om brudd på reglene om regulerte markeder og MiFIR. Utvalget viser til at opplysningspliktens omfang etter MiFID II er den samme for alle deler av regelverket. For øvrig foreslår utvalget at bestemmelsen videreføres uendret i ny § 19-3.

Verdipapirhandelloven § 15-2 sjette ledd gir regler som svarer til MiFID II artikkel 69 nr. 2, bokstav g) om revisorers opplysningsplikt. Bestemmelsen videreføres uendret i ny § 19-2 åttende ledd, slik at lovendring ikke er nødvendig på dette punkt.

MiFID I artikkel 55 om revisors plikt til å varsle tilsynsmyndigheten om nærmere angitte forhold i foretakene under tilsyn, videreføres i MiFID II artikkel 77 med enkelte språklige endringer og justeringer. Blant annet utvides bestemmelsen til å omfatte oppdrag knyttet til regulert marked og datarapporteringsforetak. Utvalget bemerker at regler som dekker MiFID II artikkel 77 allerede finnes i finanstilsynsloven § 3a. Det foreligger således ikke noe behov for å foreta lovendringer på dette punktet.

9.3.3.3 Stedlig tilsyn og andre undersøkelser

Bestemmelsene om *stedlig tilsyn* videreføres i MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav c), men med en utvidet ordlyd. Mens reglen i MiFID I artikkel 50 nr. 2 bokstav c) omtalte «on-site inspections», taler MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav c) om «on-site inspections or investigations». Hva «investigations» er ment å gi i tillegg, er ikke omtalt i fortalen til direktivet. Utvalget antar at betydningen av ord som «inspection» og «investigation» vil variere med rettstradisjonen i de ulike medlemslandene og at denne typen tilføyelser vil gjøres for å presisere omfanget av bestemmelsen. I den svenske utredningen er det lagt til grunn at utvidelsen ikke avstedkommer behov for endringer.[1]

I Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) pkt. 12.4.5 ble det lagt til grunn at MiFID I forutsetter at tilsynsmyndigheten skal kunne foreta alle relevante undersøkelser for å avgjøre om regelverket er overholdt. Utvalget kan ikke se at tilføyelsen medfører at vurderingen av hvilke undersøkelser som skal kunne foretas, må vurderes på nytt. Utvalget viser således til nevnte forarbeider for så vidt gjelder innholdet i reglene om stedlig tilsyn og undersøkelser.

I proposisjonen er det imidlertid også lagt til grunn at direktivets regler om stedlig tilsyn, er begrenset til å gjelde undersøkelser hos foretak som har konsesjon og som sådan er underlagt tilsyn av Finanstilsynet. For slike foretak gir finanstilsynsloven § 3 tilstrekkelig hjemmel til å foreta de undersøkelsene som kreves etter direktivet. På denne bakgrunn, ble det ikke ansett nødvendig å gi verdipapirhandelloven § 15-5 om bevissikring anvendelse for overtredelse av bestemmelsene som gjennomførte MiFID I. I proposisjonen pkt. 12.4. 5 ble regelen omtalt slik:

---

[1] Se SOU 1015: 2 punkt 12.1.2.

«I motsetning til det som er tilfelle i MiFID art. 50 nr. 2 bokstav a og b, inneholder bokstav c ikke noe krav om at denne retten skal gjelde i forhold til «enhver». En slik forståelse er også lagt til grunn i den svenske utredningen som danner grunnlag for implementering av MiFID i svensk rett. Departementet legger i tråd med dette til grunn at direktivets krav om stedlige undersøkelser retter seg mot verdipapirforetak og regulerte markeder, dvs. de som er under tilsyn etter MiFID. Direktivet stiller etter departementets vurdering ikke krav om at det skal kunne utføres stedlig tilsyn eller lignende hos andre enn de som er under tilsyn.

Departementet er på denne bakgrunn enig med utvalget og synspunktene fra høringsinstansene om at det ikke er nødvendig for å oppfylle kravet i MiFID art. 50 nr. 2 bokstav c å gi gjeldende bestemmelse i vphl. § 12-2 b tilsvarende anvendelse. Gjeldende § 12-2b foreslås for øvrig videreført i ny vphl. § 15-5, uten at bestemmelsen utvides som følge av MiFID.

Departementet legger etter dette, i likhet med utvalget, til grunn at MiFID art. 50 nr. 2 bokstav c ikke medfører behov for endringer i norsk rett.

Direktivets forpliktelser på dette punkt anses gjennomført gjennom Kredittilsynets adgang til å foreta inspeksjoner i medhold av kredittilsynsloven. I tillegg vil politi/påtalemyndighet kunne foreta bevissikring etter reglene i straffeprosessloven, der vilkårene for dette er oppfylt.»

I MiFID II endres imidlertid dette landskapet. På viktige områder omfatter ikke lenger tilsynsoppgavene som følger av MiFID II, kun foretak som er underlagt konsesjonsregimet og som omfattes av reglene for tilsyn etter finanstilsynsloven. MiFID II artikkel 1 nr. 5 fastslår således at artikkel 17 nr. 1 til nr. 6 om algoritmehandel også gjelder for medlemmer på regulerte markeder og MHF som er unntatt fra direktivets regler om konsesjon i medhold av artikkel 2 nr. 1 bokstav a), e), i) eller j). Artikkel 1 nr. 6 fastslår at artikkel 57 og 58, som omhandler posisjonsgrenser ved handel i varederivater, også gjelder for dem som er unntatt fra direktivet i medhold av artikkel 2. Finanstilsynets tilsyn med overholdelsen av disse bestemmelsene retter seg, som ved oppfølging av markedsmisbruksreglene, mot *enhver*. I fortalen til MiFID II er adgangen til å foreta undersøkelser omtalt slik:

«It is also necessary for competent authorities to have, in accordance with national law and with the Charter, the ability to access the premises of natural and legal persons. Access to such premises is necessary when there is reasonable suspicion that documents and other data relating to the subject matter of an investigation exist and may be relevant to prove an infringement of this Directive or of Regulation (EU) No 600/2014. Additionally, access to such premises is necessary where the person to whom a demand for information has already been made, fails to comply with such demand wholly or in part; or where there are reasonable grounds for believing that if a demand were to be made, it would not be complied with, or that the documents or information to which the information requirement relates, would be removed, tampered with or destroyed. If prior authorisation is needed from the judicial authority of the Member State concerned, in accordance with national law, such power for access into premises should be used after having obtained that prior judicial authorisation.»

Formuleringene her gir ingen indikasjon på at hensikten i MiFID II er å begrense muligheten for stedlige undersøkelser til foretak under tilsyn. Ettersom finanstilsynsloven § 3 kun omhandler undersøkelser rettet mot foretak under tilsyn, innebærer utvidelsen av anvendelsesområdet for MiFID II dermed også behov for utvidelse av hjemlene for Finanstilsynets undersøkelser. Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 15-5 om bevissikring endres, slik at den gis anvendelse for brudd på reglene som gjennomfører nevnte bestemmelser om algoritmehandel og posisjonsgrenser. Utvalget bemerker at bestemmelsene om posisjonsgrenser og algoritmehandel ivaretar viktige samfunnsmessige hensyn, knyttet til velfungerende markeder og finansiell stabilitet. Det er således av stor betydning at Finanstilsynet har tilstrekkelige hjemler til å følge opp overholdelsen av reglene. Ved å utvide anvendelsesområde for reglene om bevissikring, gis Finanstilsynet samme mulighet til å følge opp disse bestemmelsene som bestemmelsene om markedsmisbruk, slik MiFID II synes å legge opp til. Utvalget viser til utkast til utvidet bestemmelse i ny § 19-5 første ledd.

Artikkel 69 nr. 2 bokstav i) viderefører regelen om at tilsynsmyndigheten skal kunne *la en revisor eller andre sakkyndige foreta kontroll eller undersøkelser*. Hjemmel for dette er gitt i finanstilsynsloven § 2 femte ledd. MiFID II avstedkommer etter utvalgets syn ikke behov for endrede regler på dette punkt.

9.3.3.4 Opplysninger om telekommunikasjon

MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav d) gir regler om innhenting av eksisterende opptak av telefonsamtaler eller annen elektronisk kommunikasjon og trafikkdata fra verdipapirforetak, kredittinstitusjoner og andre foretak som er under tilsyn etter direktivet og MiFIR («regulated entities»). Sistnevnte vil for eksempel være markedsoperatører og datarapporteringsforetak.

Artikkelen viderefører MiFID I artikkel 50 nr. 1 bokstav d), men med en mer detaljert ordlyd. Så langt utvalget kan se, innebærer endringene en presisering av bestemmelsen i tråd med den tolkning som allerede er lagt til grunn i praksis. For det første fremgår det nå klart at slike opplysninger kan innhentes hos foretak under tilsyn («regulated entities»), mens det tidligere sto at tilsynsmyndigheten skulle kunne innhente disse opplysningene, uten at det var uttrykkelig angitt hvem de kunne innhentes hos. For det andre presiseres det at bestemmelsen omfatter både lydopptak og opplysninger om datatrafikk som foretakene har i sin besittelse.

Regler som tilsvarer MiFID II artikkel 2 bokstav d), finnes allerede i verdipapirhandelloven § 15-2 første ledd. Bestemmelsen fastslår at foretakene har plikt til å utlevere lydopptak og annen dokumentasjon som foretaket har plikt til å oppbevare etter verdipapirhandelloven § 10-17. Etter denne bestemmelsen, skal foretaket foreta lydopptak av alle samtaler i tilknytning til yting av investeringstjenester og tilleggstjenester, samt oppbevare lydopptak og tilsvarende elektroniske opptak, etter nærmere angitte regler. I medhold av bestemmelsen, får Finanstilsynet tilgang til den kommunikasjon verdipapirforetak har lagret knyttet til all elektronisk kommunikasjon mellom foretaket, dets ansatte og foretakets kunder. Dette kan være lydopptak av telefonsamtaler, eller lagrede filer fra kommunikasjon på ulike elektroniske plattformer for kommunikasjon, samt logger som viser detaljer om når kommunikasjon har funnet sted. Reglene om lydopptak og oppbevaring av opplysninger om elektronisk kommunikasjon har medført at tilsynet med verdipapirhandellovens regler om god forretningsskikk og markedsmisbruk, har blitt langt mer effektivt. Utvalget foreslår at bestemmelsen videreføres uendret i ny § 19-2 første ledd, men slik at plikten til å utlevere slike opplysninger, i tråd med MiFID II artikkel 69, også vil gjelde for markedsoperatører og datarapporteringsforetak.

Artikkel 69 nr. 2 bokstav r) gir en ny bestemmelse *om innhenting av trafikkdata fra teleoperatør*. Her heter det at tilsynsmyndigheten på nærmere bestemte vilkår kan kreve opplysninger om tele- og datatrafikk fra teleoperatører, *i den utstrekning det er tillatt i henhold til nasjonal lovgivning*. Utvalget legger på denne bakgrunn til grunn at spørsmålet om det skal gis regler om tilgang til data fra teleoperatør, er gjenstand for nasjonalt valg.

Utvalget bemerker at innhenting av informasjon om trafikkdata hos teleoperatørene primært er nødvendig i tilfeller der Finanstilsynet ikke kan få samme informasjon fra foretaket i medhold av reglene i verdipapirhandelloven § 15-2 første ledd, altså der den aktuelle kommunikasjonen ikke involverer verdipapirforetak og deres ansatte. Informasjonen begrenser seg også til å omfatte opplysninger av typen «hvem ringte hvor når», uten at en samtidig får kunnskap om innholdet i samtalen. Denne typen opplysninger kan være avgjørende i saker om markedsmisbruk, hvor hendelsesforløpet ikke trenger ha noen tilknytning til et verdipapirforetak. Utvalget legger imidlertid til grunn at regler om innhenting av trafikkdata fra teleoperatører vil ha relativt liten betydning for kontroll med lovverket som gjennomfører MiFID II, fordi dette regelverket først og fremst gjelder foretakene under tilsyn og deres virksomhet. Her vil lydopptak og opplysninger om annen elektronisk kommunikasjon fra foretakene selv være langt viktigere, for eksempel vil dette gjelde i saker knyttet til god forretningsskikk.

Finanstilsynet kan, i medhold av verdipapirhandelloven § 15-3, første ledd pålegge enhver å gi de opplysninger Finanstilsynet krever ved mistanke om overtredelse av visse bestemmelser i verdipapirhandelloven. Opplysningsplikten gjelder ikke opplysninger som vedkommende ville vært forhindret fra å gi i straffesak. Enhver som utfører arbeid eller tjenester for tilbyder av elektronisk kommunikasjonsnett eller -tjeneste, har taushetsplikt etter lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9. Ifølge verdipapirhandelloven § 15-3 annet ledd, kan Finanstilsynet be departementet (Samferdselsdepartementet, delegert til Nasjonal kommunikasjonsmyndighet) om fritak fra taushetsplikten. Ved vurderingen av om fritak skal gis, skal det blant annet legges vekt på hensynet til taushetsplikten og til sakens opplysning. Finanstilsynet har dermed i prinsippet allerede adgang til å innhente trafikkdata i visse tilfeller, men Finanstilsynet har så langt ikke fått tilgang til trafikkdata fra teletilbyderne med hjemmel i denne bestemmelsen.

Ved lov 15. april 2011 nr. 11 om endringer i ekomloven og straffeprosessloven mv. (gjennom-

føring av EUs datalagringsdirektiv i norsk rett) ble verdipapirhandelloven § 15-3 annet ledd endret, slik at tingretten skal beslutte om det skal gis fritak fra taushetsplikt. Bestemmelsen er imidlertid ikke satt i kraft. Årsaken er at EU-domstolen erklærte EUs datalagringsdirektiv ugyldig i 2014, og at det i etterkant av dette har oppstått spørsmål knyttet til gjennomføringen av EØS-forpliktelser som tilsvarer datalagringsdirektivet i norsk rett.

I Prop.154 L (2015–2016) i pkt. 2.4.5. behandlet departementet spørsmålet om nye regler om innhenting av trafikkdata fra teleoperatører skulle gjennomføres som følge av endringer i UCITS-direktivet. Disse reglene svarer til endringene i MiFID II. Her uttalte departementet:

> «Etter departementets syn bør det ikke foreslås en ny hjemmel i verdipapirfondloven som gir Finanstilsynet hjemmel til å innhente trafikkdata fra e-komtilbydere når det ikke er avklart hva som skjer med EUs datalagringsdirektiv og gjennomføringen av tilsvarende EØS-regler i norsk rett, eller med hjemmelen i verdipapirhandelloven § 15-3 annet ledd. Departementet foreslår derfor ingen slik bestemmelse i verdipapirfondloven nå, men kan vurderes på nytt etter at det er funnet en avklaring med hensyn til gjennomføring av EØS-regler som svarer til EUs datalagringsdirektiv i norsk rett.»

Utvalget bemerker at det allerede er innført en regel i verdipapirhandelloven § 15-3 som ikke er trådt i kraft. Verdipapirhandelloven § 15-3 foreslås videreført i § 19-3. Utvalget ser ingen grunn til å foreslå ytterligere regler før avklaring av problemstillingen over har funnet sted.

9.3.3.5 *Beslag av aktiva og anmeldelse til påtalemyndigheten*

I MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav e) videreføres reglene i MiFID I artikkel 50 nr. 2 bokstav f) om arrest og beslag av aktiva. I Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 12.4.7 ble det lagt til grunn at direktivets krav på disse punktene er oppfylt ved verdipapirhandellovens regler om vinningsavståelse, de straffeprosessuelle reglene om beslag og tvangsfullbyrdelseslovens regler om arrest. Sistnevnte regler er nå å finne i tvistelovens kapittel 33. Utvalget bemerker at reglene videreføres uendret. Utvalget har heller ikke kunnskap om andre forhold som tilsier at endringer bør foreslås på dette punktet.

I artikkel 69 nr. 2 bokstav h) videreføres kravet om at tilsynsmyndigheten skal ha adgang til å henvise saker til strafferettslig forfølgning. Finanstilsynsloven § 6 første ledd fastsetter at Finanstilsynet kan anmelde overtredelser til påtalemyndigheten eller vedkommende offentlige myndighet som saken særskilt hører under. Direktivets krav er således allerede oppfylt.

9.3.3.6 *Pålegg om midlertidig eller permanent opphør av aktivitet*

MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav k) og l) viderefører med enkelte presiseringer MiFID I artikkel 50 nr. 2 bokstav e) og i), og fastsetter at tilsynsmyndigheten skal kunne kreve opphør av enhver atferd som de anser å være i strid med verdipapirhandelloven. Tilsynsmyndigheten skal videre kunne treffe alle nødvendige tiltak for å sikre at verdipapirforetak, regulerte markeder og andre personer som omfattes av regelverket fortsetter å overholde regelverket. Artikkel 69 nr. 2 bokstav f) som fastsetter at tilsynsmyndigheten midlertidig skal kunne forby «professional activity», videreføres uendret fra MiFID I artikkel 50 nr. 2 bokstav g).

For så vidt gjelder den nærmere forståelsen av bestemmelsene, viser utvalget til Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) punkt 12.4.8. Bestemmelsene er gjennomført i verdipapirhandelloven § 15-7 sjette ledd, børsloven § 47 tredje ledd og finanstilsynsloven § 4a, som til sammen oppfyller kravene direktivet setter. Verdipapirhandelloven § 15-7 sjette ledd fastslår at dersom Finanstilsynet har grunn til å tro at noen handler i strid med bestemmelser i loven, eller forskrifter gitt i medhold av denne, kan Finanstilsynet *pålegge vedkommende å bringe handlingen til opphør*. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør. Børsloven § 47 tredje ledd gir tilsvarende bestemmelse for regulerte markeder. Etter finanstilsynsloven § 4a kan Finanstilsynet pålegge den som driver ulovlig virksomhet å stanse virksomheten. Utvalget bemerker at de språklige endringene som gjennomføres i MiFID II, har karakter av presiseringer av gjeldende ordlyd. Utvalget kan således ikke se at endringene i ordlyden genererer behov for endringer i bestemmelsene som gjennomfører direktivet på dette området. Det er ikke nødvendig å foreta endringer i verdipapirhandelloven for å ivareta regelen i børsloven § 47, som oppheves. Verdipapirhandelloven § 15-7 sjette ledd, som foreslås videreført i § 19-7 sjette ledd, er allerede utformet slik at den vil dekke de forhold børsloven § 47 omhandler.

MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav u) gir en ny bestemmelse som fastsetter at tilsynsmyndighe-

ten skal kunne pålegge verdipapirforetak og markedsoperatører å fjerne personer fra styret. Bestemmelsen er ikke nærmere omtalt i fortalen til direktivet, men det synes klart at den må ses i sammenheng med kravene som stilles til vandel og kompetanse for foretakenes styre og ledelse. Selv om bestemmelsen har en helt generell utforming, legger utvalget dermed til grunn at regelen bare omfatter tilfeller der den aktuelle personen ikke tilfredsstiller kravene loven stiller for å kunne inneha vervet det er tale om. Verdipapirhandelloven § 15-7 første ledd og børsloven § 47 første ledd har allerede regler som fastsetter at Finanstilsynet kan pålegge foretakene retting dersom ledelse eller styre ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring. Utvalget foreslår å innarbeide børslovens regel i verdipapirhandelloven § 15-7 første ledd, som videreføres i § 19-7 første ledd. I tillegg foreslår utvalget å presisere at pålegg om retting også kan ilegges datarapporteringsforetak hvor styre og ledelse ikke tilfredsstiller lovens krav til vandel og erfaring. For øvrig er det ikke behov for å foreslå endringer for å oppfylle MiFID II på dette punktet.

9.3.3.7 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter

Artikkel 69 nr. 2 bokstav m) og n) om tilsynsmyndighetens adgang til å kreve suspensjon og strykning av finansielle instrumenter, viderefører MiFID I artikkel 50 nr. 2 bokstav j) og k) uendret. Regler som gjennomfører bestemmelsene er gitt i børsloven § 25 tredje ledd og verdipapirhandelloven § 15-7 syvende ledd. Utvalget viser til Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 12.4.9 for så vidt gjelder gjennomføring av bestemmelsene. Utvalget har ingen holdepunkter for at gjeldende gjennomføring har budt på problemer, eller at det foreligger andre forhold som tilsier at reglene bør endres. Utvalget foreslår å videreføre børsloven § 25 tredje ledd i utkast til verdipapirhandellov § 12-3 femte ledd. Gjeldende verdipapirhandellov § 15-7 syvende ledd foreslås gjennomført i § 9-42 femte ledd, som gjelder suspensjon og strykning for MHFer. På denne måten blir regelverket for suspensjon og strykning for regulert marked og MHF utformet på samme måte.

9.3.3.8 Tilsynsmyndighetens adgang til å gi offentlige uttalelser

Artikkel 69 nr. 2 bokstav q) gir en ny bestemmelse som fastsetter at tilsynsmyndigheten skal kunne «issue public notices». Fortalen gir ingen veiledning med hensyn til hvilke situasjoner bestemmelsen er ment å favne. Utover de begrensninger som følger av regler om lovbestemt taushetsplikt, foreligger det ingen begrensninger i Finanstilsynets adgang til å uttale seg innenfor sitt område. Finanstilsynet driver allerede utstrakt informasjonsvirksomhet, blant annet knyttet til regelverkforståelse. Finanstilsynet utgir rundskriv og publiserer sentrale avgjørelser, utgir investoradvarsler mv. Finanstilsynet publiserer etter dagens praksis alle tilsynsmerknader på verdipapirområdet på sitt nettsted. Formålet med offentliggjøring er å opplyse om Finanstilsynets praksis og å motvirke overtredelser av regelverket. Publisering av tilsynsmerknader utgjør et viktig virkemiddel i Finanstilsynets forebyggende arbeid. Artikkel 69 nr. 2 bokstav q) anses allerede gjennomført i norsk rett.

9.4 Myndighet til å foreta produktinngrep (product intervention)

9.4.1 Gjeldende rett

Det finnes i dag ikke regler om produktinngrep som svarer til MiFID II og MiFIR i norsk rett.

9.4.2 Forventet EØS-rett

I MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav s) og t) gis det nye regler som fastsetter at tilsynsmyndigheten skal kunne suspendere markedsføring og salg av finansielle instrumenter og strukturerte innskuddsprodukter. Reglene må ses i sammenheng med de nye reglene om overvåkning knyttet til produkter på finansområdet og tilsynsmyndighetenes adgang til produktinngrep i MiFIR.

MiFIR del VII, kapittel I gir nye regler om overvåkning av markedet for finansielle instrumenter og strukturerte innskudd, og om de nasjonale og europeiske tilsynsmyndighetenes adgang til å forby eller begrense salg og markedsføring av produktene.

Artikkel 39 fastslår at European Securities and Markets Authority (ESMA) skal overvåke det europeiske markedet for finansielle instrumenter som er markedsført, distribuert eller solgt i EU. European Banking Authority (EBA) får tilsvarende oppgaver i det europeiske markedet for strukturerte innskudd. Nasjonale tilsynsmyndigheter skal overvåke markedet for finansielle instrumenter og strukturerte innskudd som er markedsført, distribuert og solgt i det enkelte medlemsland.

MiFIR artikkel 42 fastsetter at *nasjonale tilsynsmyndigheter* skal kunne forby eller begrense markedsføring, distribusjon eller salg av finansielle instrumenter og strukturerte innskudd med visse nærmere angitte egenskaper, eller en type finansiell virksomhet eller praksis. Myndigheten skal utøves i koordinasjon med ESMA etter artikkel 43 (eventuelt med EFTAs overvåkningsorgan, hvis det anses nødvendig med tilpasningstekster i EØS-avtalen).

Fortalen til MiFIR punkt 29 omtaler nasjonale tilsynsmyndigheters kompetanse til å foreta produktinngrep. Her heter det at tilsynsmyndighetens kompetanse skal styrkes med en tydelig hjemmel til å kunne forby eller begrense markedsføring, distribusjon og salg av ethvert finansielt instrument eller strukturert innskuddsprodukt dersom det oppstår alvorlige betenkeligheter knyttet til spørsmål om investorbeskyttelse, finansmarkedenes eller råvaremarkedenes integritet og funksjon eller stabiliteten i hele eller deler av markedene.

Etter artikkel 42 kan tilsynsmyndigheten forby eller begrense:

a) markedsføring, distribusjon og salg av finansielle instrumenter og strukturerte innskudd, eller finansielle instrumenter eller strukturerte innskudd med visse nærmere angitte egenskaper, eller
b) en type finansiell virksomhet eller praksis.

Artikkel 42 stiller en rekke vilkår for at hjemmelen skal kunne anvendes. Vedtak kan bare treffes dersom tilsynsmyndigheten med rimelig sikkerhet kan fastslå:

a) at et finansielt instrument, et strukturert innskudd eller en aktivitet eller praksis kan føre til alvorlige problemer med investorbeskyttelsen eller innebærer en trussel mot finansmarkedenes eller råvaremarkedenes integritet og funksjon eller mot stabiliteten i hele eller deler av det finansielle systemet i minst ett medlemsland, eller at et derivat skader mekanismene for prisfastsettelse i det underliggende markedet,
b) at gjeldende regulering for det finansielle instrumentet, det strukturerte innskuddet eller den finansielle praksisen ikke i tilstrekkelig grad håndterer risikoen som er omtalt under a), og forholdet ikke kan håndteres ved økt overvåkning eller oppfølging av allerede eksisterende krav,
c) at tiltaket er forholdsmessig ut fra den identifiserte risikoen, graden av profesjonalitet hos de berørte investorer eller markedsaktører og den sannsynlige effekten av tiltakene for investorer eller markedsaktører som innehar, anvender eller drar nytte av det finansielle instrumentet, det strukturerte innskuddet eller den aktuelle virksomheten eller praksisen,
d) at tilsynsmyndigheten har foretatt tilstrekkelige konsultasjoner med tilsynsmyndighetene i andre medlemsland hvor tiltaket kan få betydelige konsekvenser,
e) at tiltaket ikke virker diskriminerende mot tjenester og aktiviteter som ytes fra en annen medlemsstat,
f) at tilsynsmyndigheten har foretatt nødvendig samordning med de offentlige organene som er ansvarlig for tilsyn med det fysiske markedet for jordbruksprodukter etter forordning 1234/2007 EU, der disse er berørt.

Dersom samtlige av de ovennevnte vilkår er oppfylt, kan tilsynsmyndigheten av forsiktighetsgrunner innføre forbud eller begrensning før det finansielle produktet markedsføres, distribueres eller selges. Det kan settes vilkår for, eller gjøres unntak fra, tiltaket som gjennomføres. Tilsynsmyndigheten skal minst en måned før tiltaket trer i kraft varsle alle tilsynsmyndighetene i EØS-statene og ESMA om hvilket finansielt instrument eller hvilken praksis tiltaket omfatter. Varselet skal inneholde en presis beskrivelse av forbudet eller restriksjonen og dens tilsiktede virkning. Varselet skal også inneholde opplysninger om de forhold som ligger til grunn for beslutningen, som viser at vilkårene beskrevet over, er oppfylt. Alle beslutninger om tiltak etter bestemmelsen skal offentliggjøres på tilsynsmyndighetens internettside.

I unntakstilfeller kan tilsynsmyndigheten treffe provisoriske beslutninger. Slike beslutninger kan bare treffes dersom myndigheten finner det nødvendig for å hindre at finansielle instrumenter, strukturerte innskudd eller en praksis eller adferd kan medføre skade. Tilsynsmyndigheten skal i så fall minst 24 timer før beslutningen trer i kraft varsle alle andre nasjonale tilsynsmyndigheter i medlemslandene og ESMA (evt. EBA for strukturerte innskudd). Provisoriske tiltak kan ikke gjøres gjeldende mer enn tre måneder.

Når forholdene som var årsak til beslutningen ikke lenger er til stede, skal tilsynsmyndigheten oppheve beslutningen.

Kommisjonen skal gi utfyllende regler som spesifiserer hvilke kriterier tilsynsmyndighetene skal legge vekt på når de avgjør om det foreligger en alvorlig bekymring for investorbeskyttelsen, en trussel mot finansmarkedenes eller råvaremarkedenes funksjon og virkemåte eller stabiliteten i

hele eller deler av det finansielle systemet i minst én medlemsstat. Kriteriene skal omhandle graden av kompleksitet i det finansielle produktet sett opp mot investorene produktet er ment for, graden av innovasjon produktet eller praksisen innebærer, graden av lånefinansiering produktet innebærer og i forbindelse med velfungerende og stabile markeder, størrelsen på eller markedseksponeringen utstedelsen utgjør.

Artikkel 40 og 41 fastsetter at ESMA og EBA skal kunne forby eller begrense markedsføring, distribusjon eller salg av henholdsvis finansielle instrumenter og strukturerte innskudd med visse nærmere angitte egenskaper, eller en type finansiell virksomhet eller praksis. Bestemmelsene fastsetter vilkår og prosedyrer for slike produktinngrep som tilsvarer vilkårene i artikkel 42. ESMA og EBA kan imidlertid bare beslutte tiltak dersom nasjonale tilsynsmyndigheter ikke allerede har gjort det. EBAs og ESMAs beslutninger går imidlertid foran nasjonale myndigheters beslutninger og beslutningene gjelder i hele EØS, mens nasjonale tilsynsmyndigheters beslutning gjelder i tilsynsmyndighetens hjemstat. ESMA og EBAs myndighet til å fatte bindende vedtak om produktinngrep forutsetter tilpasninger i EØS-avtalen når forordningen tas inn i avtalen. Utvalget antar at EØS-tilpasningen vil innebære at myndighet til å treffe vedtak med direkte virkning i Norge, legges til EFTAs overvåkningsorgan, med adgang til overprøving av EFTA-domstolen.

9.4.3 Utvalgets vurderinger

MiFIRs regler om produktinngrep gir nye inngrepshjemler både for nasjonale tilsynsmyndigheter, for ESMA og for EBA. Reglene kommer til anvendelse der annet EØS-regelverk ikke gir tilstrekkelig rettslig grunnlag for å gjennomføre tiltak, men hvor hensynet til investorbeskyttelsen eller markedets integritet og funksjon medfører et sterkt behov for å forby eller begrense markedsføring, distribusjon eller salg av et finansielt instrument, et strukturert innskudd eller en praksis eller atferd. En rekke vilkår må være oppfylt for at inngrepshjemmelen skal kunne benyttes.

Ettersom reglene gis i form av forordning, skal de gjennomføres ved inkorporasjon etter nødvendige tilpasninger i EØS-avtalen. Dette innebærer at Finanstilsynets kompetanse til å beslutte produktinngrep følger direkte av forordningen. Utvalget kan derfor ikke se at det er behov for lovendringer for å gjennomføre MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav s), som fastsetter at nasjonale tilsynsmyndigheter skal kunne treffe de tiltak som er omfattet av MiFIRs regler om produktinngrep, når vilkårene for dette er oppfylt.

MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav t) fastsetter at tilsynsmyndigheten skal kunne suspendere adgangen til å markedsføre eller selge finansielle instrumenter eller strukturerte innskudd, dersom et verdipapirforetak ikke har utviklet eller gjennomført en effektiv produktgodkjenningsprosess eller på annen måte unnlater å overholde artikkel 16 nr. 3 i direktivet. Utvalget understreker for ordens skyld at bestemmelsen ikke relaterer seg til reglene om produktinngrep etter MiFIR, hvor hjemmelen for å foreta inngrep ikke krever brudd på noen konkret lovbestemmelse. Forutsetningen for å stanse salg og markedsføring etter MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav t) er at verdipapirforetaket som har produsert produktene, mangler eller har unnlatt å gjennomføre en effektiv produktgodkjennelsesprosess, eller på annen måte har unnlatt å oppfylle kravene i artikkel 16 nr. 3.

Utvalget foreslår at det i verdipapirhandelloven § 19-7 åttende ledd utarbeides en hjemmel for Finanstilsynet til å pålegge verdipapirforetak å stanse markedsføring eller salg av finansielle instrumenter eller strukturerte innskudd når verdipapirforetaket som har produsert produktene, ikke har utviklet eller gjennomført en effektiv prosess for fremstilling av produktene eller på annen måte ikke oppfylt kravene etter § 9-19.

9.5 Regler om erstatning ved finansiell rådgivning

En viktig del av forbrukerbeskyttelsen ved finansiell rådgivning, er at kundene har rett til erstatning ved erstatningsbetingende adferd fra finansforetaket/rådgiveren. I norsk rett behandles krav om erstatning ved finansiell rådgivning etter alminnelig ulovfestet erstatningsrett/kontraktsrett. Krav om ugyldighet/heving/lemping behandles som hovedregel etter avtaleloven § 36. Et eksempel er Rt. 2013 s. 388 (Røeggen-saken), hvor Høyesterett satt kundens avtale med foretaket til side med hjemmel i avtaleloven § 36. Praksis fra Finansklagenemnda synes å ha fulgt denne linjen, slik at brudd på verdipapirhandellovens regler om forbrukerbeskyttelse, for eksempel reglene om egnethetsvurdering, vurderes etter avtaleloven § 36. Terskelen for helt eller delvis å sette til side en avtale etter avtaleloven § 36 er relativt høy, og brudd på verdipapirhandelloven vil ikke automatisk medføre at vilkårene for lemping etter § 36 er oppfylt. Ettersom dagens verdipapirhandellov ikke har en

erstatningsregel, vil ikke et erstatningskrav kunne bygges direkte på lovens regler.

Det kan reises spørsmål om dagens erstatningsregler er tilstrekkelige for å sikre god forbrukerbeskyttelse. I Sverige ble det for eksempel innført en egen bestemmelse om erstatning til forbrukere i lov om finansiell rådgivning i 2003. I Danmark fikk de i 2015 en egen erstatningsregel i lov om finansiell virksomhet. Forbrukerrådets medlemmer i Finansklagenemnda Bank har gitt uttrykk for at det er ønskelig med en tilsvarende erstatningsregel i norsk rett. En mulig løsning er å ta en slik regel inn i verdipapirhandelloven. Et annet alternativ er å utarbeide en egen lov, som vil gjelde for all finansiell rådgivning. Et tredje alternativ er, som foreslått i en doktoravhandling fra 2016 (Marte Kjørven, Ytelse av investeringstjenester til forbruker, Oslo, 2016), å ta inn kontraktsrettslige regler som et eget kapittel i finansavtaleloven, herunder en egen erstatningsregel.

Erstatningsregler som gjelder for all finansiell rådgivning, vil kunne bidra til gi større forutberegnelighet for hele finansbransjen, og vil kunne bidra til økt forbrukerbeskyttelse ved at erstatningskrav kan bygges direkte på disse reglene.

Utvalget legger til grunn at MiFID II artikkel 69 nr. 2, som pålegger medlemslandene å ha erstatningsmekanismer, ikke medfører behov for ny lovgivning. Eksisterende mekanismer for erstatning anses å oppfylle bestemmelsen i artikkel 69 nr. 2. I henhold til Verdipapirlovutvalgets mandat punkt I nr. 8, skal utvalget likevel også «… utrede om det er hensiktsmessig med ytterligere nasjonal regulering for å sikre forbrukerbeskyttelse for kunder av verdipapirforetak». Utvalget viser imidlertid til at en utredning av spørsmålet om det bør utarbeides erstatningsregler knyttet til finansiell rådgivning, bør ha et bredere nedslagsfelt enn verdipapirhandelloven og foretakene som reguleres av denne. Dersom det senere viser seg å være behov for det, bør erstatningsregler for finansiell rådgivning utredes i en større sammenheng, hvor det ses på erstatning for rådgivning knyttet til et bredere spekter av finansielle spareprodukter.

9.6 Klageadgang og rettslig prøving

9.6.1 Gjeldende rett

Verdipapirforskriften § 9-13 fastsetter at verdipapirforetak skal ha klare og tilgjengelige prosedyrer for å kunne behandle klager fra ikke-profesjonelle kunder på en forsvarlig og hurtig måte. I tillegg gir Finanstilsynets rundskriv 12/2014 Retningslinjer for klagebehandling i bank-, finans-, forsikrings- og verdipapirvirksomhet, som er basert på retningslinjer gitt av de europeiske tilsynsmyndighetene EBA, ESMA og EIOPA, veiledning.

Loven åpner også for krav om tilknytning eller etablering av klagenemnd. Det vises til verdipapirhandelloven § 10-16a som henviser til (den nå opphevede bestemmelsen) i finansieringsvirksomhetsloven § 2-12 b som gjelder tilsvarende for verdipapirforetak. Her fremgår (fremgikk) det at Kongen ved forskrift kan bestemme at verdipapirforetak skal være tilsluttet utenrettslig tvisteløsningsordning godkjent i medhold av lov. Slike forskrifter er per i dag ikke gitt.

Finansklagenemnda er et utenrettslig tvisteløsningsorgan som behandler tvister som oppstår mellom finansforetak og deres kunder, etter at klage til foretaket er uttømmende utprøvd. Banker, forsikringsforetak, pensjonsforetak, forvaltningsselskaper for verdipapirfond og verdipapirforetak kan være medlemmer av Finansklagenemnda. For verdipapirforetak behandler imidlertid Finansklagenemnda kun tvister knyttet til investeringsrådgivning. Foretak som er medlem av Finans Norge, Finansieringsselskapenes Forening eller Verdipapirfondenes forening, er gjennom sitt medlemskap i disse organisasjonene tilknyttet Finansklagenemnda. Finansklagenemnda er Norges representant i FIN-NET (Financial Dispute Resolution Network), som er et EØS-samarbeid vedrørende behandling av grensekryssende utenomrettslige klager på bank- og forsikringstjenester.

Verdipapirforetakenes Forbund har videre etablert en klageordning for sine medlemmer som behandler klager fra foretakenes kunder eller fra et foretak mot et annet.

Forbrukerrådet behandler også tvister i forbrukersaker hvor det ikke finnes et alternativt utenrettslig tvisteløsningstilbud. Dette er et meglingstilbud i forbrukertvister i alle saker om vare- og tjenestekontrakter mellom næringsdrivende og forbrukere, som ikke faller inn under et annet nøytralt og uavhengig klageorgans saklige kompetanse, og som ikke kan bringes inn for Forbrukertvistutvalget. Dersom det ikke oppnås en løsning i slike tvister, må saken bringes inn for alminnelige domstoler for å få den avgjort.

9.6.2 Forventet EØS-rett

MiFID II artikkel 75 fastsetter at medlemsstatene skal sikre at det innføres effektive og egnede klage- og erstatningsordninger for utenrettslig løsning av forbrukertvister om investeringstjenester og tilleggstjenester som ytes av verdipapir-

foretak, eventuelt ved bruk av eksisterende organer. Medlemsstatene skal dessuten sikre at alle verdipapirforetak er tilknyttet et eller flere organer som foretar slik klagebehandling og tvisteløsning.

Videre skal medlemsstatene sikre at disse organene samarbeider aktivt med tilsvarende organer i andre medlemsstater for å løse tvister på tvers av landegrensene.

Nasjonale tilsynsmyndigheter skal underrette ESMA om ordninger for klagebehandling og tvisteløsning som er tilgjengelige i deres jurisdiksjon.

ESMA skal på sitt nettsted offentliggjøre og ajourføre en liste over alle utenrettslige ordninger.

9.6.3 Utvalgets vurderinger

Verdipapirhandelloven fastsatte frem til opphevelsen av finansieringsvirksomhetsloven § 2-12b at det kunne fastsettes forskrifter om at verdipapirforetak skal være tilsluttet et utenrettslig tvisteløsningsordning godkjent i medhold av lov. Slike forskrifter er som nevnt ikke gitt. MiFID II artikkel 75 stiller krav om at verdipapirforetak må være tilknyttet et slikt organ og at dette organet kan samarbeide aktivt med tilsvarende organer i andre medlemsstater for å løse tvister på tvers av landegrensene. Utvalget legger dermed til grunn at det må utarbeides regler om et slikt klageorgan og medlemskap i klageorganet. Utvalget legger til grunn at et klageorgan som tilfredsstiller kravene i Lov om klageorganer for forbrukersaker av 17. juni 2016, som gjennomfører direktiv 2013/11/EU og forordning (EU) nr. 524/2013 om slike klageorganer, vil tilfredsstille kravene i MiFID II artikkel 75.

Per i dag er Finansklagenemnda medlem av FIN-NET og tilfredsstiller dermed også direktivets krav om samarbeid om klagebehandling ved grensekryssende virksomhet. Finansklagenemnda behandler imidlertid kun saker knyttet til investeringstjenesten investeringsrådgivning. Det er et krav etter direktivet at klageorganet skal kunne behandle saker om alle investeringstjenester og tilleggstjenester. Forbrukerrådet behandler også tvister i forbrukersaker hvor det ikke finnes et alternativt utenrettslig tvisteløsningstilbud. Det er som nevnt et meglingstilbud i forbrukertvister i alle saker om vare- og tjenestekontrakter mellom næringsdrivende og forbrukere, som ikke faller inn under et annet nøytralt og uavhengig klageorgans saklige kompetanse og som ikke kan bringes inn for Forbrukertvistutvalget. Dette organet kan således også behandle forbrukerklager på verdipapirområdet.

Utvalget legger til grunn at det vil være lite praktisk å fastsette nærmere regler om et fremtidig klageorgan i loven. Utvalget legger til grunn det bør fastsettes en forskriftshjemmel etter mønster fra den tidligere bestemmelsen, slik at forskrifter kan utarbeides dersom Finansklagenemnda eller andre skulle innarbeide alle investeringstjenester og tilleggstjenester i en klageordning som tilfredsstiller kravene etter direktivet. Utvalget foreslår at følgende regel tas inn i lovens ny § 9-20: «Departementet kan i forskrift gi regler om klagebehandling, herunder at verdipapirforetak skal være tilsluttet utenrettslig tvisteløsningsordning godkjent i medhold av lov.»

9.7 Tilsyn med foretak med hovedsete i en annen EØS-stat – et utvidet samarbeid med andre tilsynsmyndigheter

9.7.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven kapittel 16 gir regler om tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat. Ifølge verdipapirhandelloven § 16-1 første ledd, kan Finanstilsynet til statistisk bruk pålegge verdipapirforetak som yter investeringstjenester gjennom filial etablert i henhold til § 9-24 å avgi rapporter om sin virksomhet. Videre kan Finanstilsynet kreve de opplysninger fra slike foretak som anses nødvendige for å kontrollere at reglene som gjelder for virksomheten her i landet overholdes.

Etter verdipapirhandelloven § 16-2 kan tilsynsmyndigheten i verdipapirforetakets hjemstat, etter forutgående melding og i samarbeid med Finanstilsynet, foreta stedlig kontroll i filial etablert i henhold til verdipapirhandelloven § 9-24. Etter anmodning fra tilsynsmyndigheten i hjemstaten, kan Finanstilsynet foreta kontrollen. Bestemmelsen er ikke til hinder for at Finanstilsynet foretar den stedlige kontroll som anses nødvendig for å kontrollere at de regler som gjelder for filialens virksomhet her i landet overholdes.

Ifølge verdipapirhandelloven § 16-3 skal Finanstilsynet gi verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til § 9-24, pålegg om retting, herunder opphør av virksomhet her i landet, dersom virksomheten drives i strid med lov eller forskrift. Finanstilsynet kan treffe tiltak for å hindre nye overtredelser dersom pålegg etter første ledd ikke etterkommes. Før Finanstilsynet gir pålegg etter første ledd, skal tilsynsmyndighetene i verdipapirforetakets hjemstat varsles, og gis anledning til å treffe tiltak for å bringe det lovstridige

forholdet til opphør. Hvis det er nødvendig for å verne interessene til investorer og andre som mottar tjenester fra verdipapirforetaket, kan Finanstilsynet treffe nødvendige tiltak uten slikt varsel. Dersom et foretak med hovedsete i annen EØS-stat har fått sin tillatelse tilbakekalt, skal Finanstilsynet treffe tiltak for å hindre at foretaket fortsatt yter investeringstjenester her i landet.

Ovennevnte regler gjennomfører MiFID I artikkel 61. MiFID I del IV inneholder i tillegg en rekke bestemmelser om samarbeid mellom tilsynsmyndigheter. Ved gjennomføring ble det fremhevet at direktivet ga en rekke regler om tilsynssamarbeid mellom tilsynsmyndighetene innen EØS-området og med tilsynsmyndigheter i land utenfor EØS. Departementet sluttet seg til utvalgets vurdering av at disse reglene ga omfattende folkerettslige forpliktelser for Norge, men at direktivbestemmelser som kun retter seg mot tilsynsmyndighetene, ikke trenger noen særskilt gjennomføring i lov eller forskrift.

9.7.2 Forventet EØS rett

9.7.2.1 Innledning

Under finanskrisen i 2008 ble det, som omtalt i kapittel 1, avdekket svakheter i tilsynet med finansmarkedene i EØS-området. Til tross for en tiltagende integrering av de europeiske finansmarkedene, med en rekke finansinstitusjoner som driver virksomhet over landegrensene, var tilsynet fortsatt i hovedsak innrettet nasjonalt. Det samarbeidet som foregikk mellom de nasjonale tilsynsmyndighetene, viste seg å være utilstrekkelig. For å styrke samarbeidet, og legge til rette for et effektivt tilsyn med det integrerte finansmarkedet, vedtok Europaparlamentet og Rådet den 24. november 2010 fire forordninger om et felleseuropeisk system for tilsyn (ESFS). Systemet består som nevnt i kapittel 1 av de tre europeiske tilsynsmyndighetene EBA, ESMA og EIOPA samt ESRB (European Systemic Risk Board). De felleseuropeiske tilsynsmyndighetene skal samarbeide tett med de nasjonale tilsynsmyndighetene for å bedre det integrerte markedets funksjon og virkemåte og for å bidra til et effektivt, enhetlig og sterkt tilsyn. Blant annet skal de samle inn og bearbeide ulike data, utarbeide registre, delta i tilsynskollegier, ha koordineringsfunksjoner og utarbeide ulike anbefalinger. I krisesituasjoner har de på avgrensede områder, og på visse vilkår, kompetanse til å utferdige overnasjonale vedtak. De har også en meglingsfunksjon ved uenighet mellom nasjonale tilsynsmyndigheter. For Norges del er det gjort tilpasninger i EØS-avtalen blant annet når det gjelder myndigheten til å treffe bindende vedtak. EØS-tilpasningen innebærer at myndighet til å treffe vedtak med direkte virkning i Norge legges til EFTAs overvåkningsorgan, med adgang til overprøving av EFTA-domstolen.

ESRB skal drive makrotilsyn i EØS-området ved å identifisere risikoer for den finansielle stabiliteten og utferdige risikovurderinger og anbefale tiltak for å håndtere ulike risikoer.

9.7.2.2 Nærmere om bestemmelsene

MiFID II har regler om samarbeid mellom tilsynsmyndighetene i del VI kapittel II og III. Mange av bestemmelsene videreføres fra MiFID I, men det er også store endringer, særlig fordi ESMA på en rekke områder er gitt oppgaver som skal legge til rette for et effektivt samarbeid. Detaljnivået i beskrivelsen av samarbeidsforpliktelsen er også et annet. Mens MiFID I stort sett ga regler om at tilsynsmyndighetene skulle gi hverandre bistand i konkrete situasjoner, gir MiFID II i tillegg detaljerte regler om hvordan samarbeidet skal foregå og hvordan bistand skal ytes.

Artikkel 79 stiller krav til samarbeid og ytelse av bistand mellom nasjonale tilsynsmyndigheter, herunder utveksling av opplysninger og samarbeid om undersøkelser og tilsyn. Hver medlemsstat skal utpeke en nasjonal tilsynsmyndighet som skal være kontaktpunkt for alle henvendelser etter direktivet og meddele dette til Kommisjonen, ESMA og øvrige medlemsstater. Artikkel 79 angir videre nærmere regler om samarbeidsordninger. Bestemmelsen tar opp i seg reglene som sto i MiFID I artikkel 56 og fastsetter i tillegg enkelte nye regler om samarbeid om tilsyn med varederivatmarkedet. For det første gis det regler om at nasjonale tilsynsmyndigheter skal varsle hverandre og ESMA om alle vedtak om at noen må redusere sine posisjoner eller ikke kan ta posisjoner før vedtaket trer i kraft, herunder hvem vedtaket er rettet mot. For det andre gis det regler om informasjonsutveksling og samarbeid med tilsynsmyndighetene for underliggende fysiske markeder, herunder Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER), offentlige myndigheter som fører tilsyn med spot- og auksjonsmarkedet for utslippstillatelser, og tilsynsmyndigheter for fysiske markeder for jordbruksprodukter.

Artikkel 80 gir regler om samarbeid om stedlig tilsyn og andre kontroller eller undersøkelser. Bestemmelsen inneholder videre prosedyreregler for slikt samarbeid. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 57, med et tillegg om at ESMA

kan delta i tilsynskollegier, herunder stedlige tilsyn som utføres av flere nasjonale tilsynsmyndigheter i fellesskap.

Artikkel 81 inneholder regler om utveksling av opplysninger mellom nasjonale tilsynsmyndigheter. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 58 med nødvendige justeringer for å ta hensyn til det nye europeiske tilsynssystemet.

Artikkel 82 gir en ny bestemmelse om bindende megling mellom nasjonale tilsynsmyndigheter. Bestemmelsen fastsetter at nasjonale tilsynsmyndigheter som retter en henvendelse om bistand til å utføre tilsynshandlinger, eller om å få informasjon fra en annen nasjonal tilsynsmyndighet, kan henvise saken til ESMA dersom de ikke får bistand innen rimelig tid eller anmodningen blir avvist. ESMA skal behandle saken etter prosedyrer som fremgår av ESMA-forordningen. For Norges del er det gjort tilpasninger i EØS-avtalen blant annet når det gjelder myndigheten til å treffe bindende vedtak. EØS-tilpasningen innebærer at myndighet til å treffe vedtak med direkte virkning i Norge legges til EFTAs overvåkingsorgan, med adgang til overprøving av EFTA-domstolen.

Artikkel 83 gir regler om rett til å unnlate å etterkomme en anmodning om samarbeid under nærmere angitte omstendigheter, blant annet dersom det allerede er iverksatt rettslige prosesser knyttet til det forhold henvendelsen gjelder. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 59 med tillegg om at ESMA, i tillegg til aktuelle nasjonale tilsynsmyndigheter, skal varsles dersom en anmodning avslås i medhold av denne bestemmelsen.

Artikkel 84 fastsetter at det skal finne sted konsultasjon mellom nasjonale tilsynsmyndigheter før meddelelse av tillatelse til å yte konsesjonspliktige tjenester i nærmere angitte situasjoner. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 60.

Artikkel 85 fastsetter at vertsstaten til statistisk bruk, kan kreve at ethvert verdipapirforetak som har filial på dens territorium jevnlig rapporterer om sin virksomhet. Videre kan vertsstaten kreve at filialer av verdipapirforetak gir nødvendige opplysninger til kontroll av at filialen overholder vertslandets regler som gjelder for filialen. Slike krav må imidlertid ikke være mer vidtgående enn kravene som stilles til selskaper som har hovedkontor (hjemstat) i den aktuelle vertsstaten. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 61 uendret.

Artikkel 86 gir vertsstatens tilsynsmyndigheter adgang til å treffe tiltak dersom det foreligger tilstrekkelig grunn til å tro at et verdipapirforetak som utøver virksomhet innenfor deres jurisdiksjon, gjennom grensekryssende virksomhet eller filial, ikke overholder regler fastsatt til gjennomføring av direktivet og som hjemstaten har ansvar for å følge opp. Bestemmelsen viderefører, med tilpasninger til det nye tilsynssystemet, MiFID I artikkel 62. Utgangspunktet er at hjemstaten skal varsles, treffe tiltak og varsle vertsstatens tilsynsmyndighet om tiltakene. Dersom hjemstaten ikke treffer tiltak, eller den ulovlige virksomheten likevel fortsetter, kan vertsstatens tilsynsmyndigheter treffe de tiltak som er nødvendige for at de ulovlige handlingene skal opphøre. Vertstaten kan også henvise saken til ESMA som kan behandle saken etter ESMA-forordningens artikkel 19 om avgjørelse av uenighet mellom nasjonale tilsynsmyndigheter. For Norges del er det gjort tilpasninger i EØS-avtalen blant annet når det gjelder myndigheten til å treffe bindende vedtak. EØS-tilpasningen innebærer at myndighet til å treffe vedtak med direkte virkning i Norge legges til EFTAs overvåkingsorgan, med adgang til overprøving av EFTA-domstolen.

Artikkel 87 gir en ny bestemmelse som fastsetter at nasjonale tilsynsmyndigheter skal samarbeide med og utveksle informasjon med ESMA.

Artikkel 88 inneholder bestemmelser om samarbeid med tredjeland, dvs. land utenfor EØS-området. Bestemmelsen viderefører MiFID I artikkel 63 og gir nærmere regler om samarbeidsavtaler om utveksling av opplysninger med tredjeland, og krav om at opplysninger som videreformidles er underlagt taushetsplikt som minst svarer til taushetsplikt etter direktivet. Utveksling av opplysninger skal ha til formål å gi myndighetene mulighet for å utføre deres oppgaver. Bestemmelsen presiserer at ESMA kan inngå slike samarbeidsavtaler i tillegg til nasjonale tilsynsmyndigheter.

Til enkelte av bestemmelsene over gis det RT-Ser som gir nærmere regler for hvordan det praktiske samarbeidet skal skje, for eksempel standardformularer for informasjonsinnhenting.

9.7.3 Utvalgets vurderinger

MiFID II viderefører i stor grad reglene om tilsynssamarbeid fra MiFID I, men med nødvendige tilpasninger knyttet til den europeiske tilsynsmyndigheten ESMA og dennes rolle i tilsynssamarbeidet. Der MiFID II legger myndighet til de europeiske tilsynsmyndighetene, antar utvalget at EØS-tilpasningen vil innebære at myndighet til å treffe vedtak med direkte virkning i Norge legges til EFTAs overvåkningsorgan, med adgang til overprøving av EFTA-domstolen. Ut over dette

kan utvalget ikke se at det er behov for lovendringer knyttet til endringene direktivet gjør for å ivareta den nye situasjonen. Det er avklart at tilsynsmyndigheten i medhold av finanstilsynsloven § 7 kan dele taushetsbelagt informasjon med ESMA og andre relevante tilsynsmyndigheter innen EØS-området.

Som gjennomgangen over viser, gir MiFID II en lang rekke bestemmelser som gjelder samarbeidet mellom tilsynsmyndighetene i EØS-området. Reglene gir en rekke folkerettslige forpliktelser for Norge og gir ikke regler som retter seg mot borgerne direkte. Utvalget bemerker at det ikke er behov for å lovfeste regler som kun retter seg mot tilsynsmyndigheten. Det må legges til grunn at Finanstilsynet sørger for å ha et rutineverk på plass som ivaretar de forpliktelser tilsynsmyndigheten har etter direktivet.

For så vidt gjelder tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat, foreligger det allerede lovbestemmelser som dekker kravene direktivet stiller i kapittel 16. Utvalget foreslår at bestemmelsene videreføres i nytt kapittel 20 med noen få språklige justeringer uten materiell betydning.

I § 9-48 foreslås det imidlertid nye regler for filialetablering mv for foretak utenfor EØS-området. Utvalget foreslår å ta inn en bestemmelse om tilsyn med slike foretak i en ny § 20-5.

Kapittel 10
Administrative tiltak, administrative sanksjoner og straff

10.1 Innledning

Som nevnt i kapittel 9.1, stiller MiFID II mer omfattende og detaljerte krav til medlemsstatenes sanksjonssystem enn de foregående direktivene. Direktivet krever at det er tilgjengelig et bredt spekter av administrative tiltak og sanksjoner ved brudd på sentrale bestemmelser.

MiFID II skiller ikke klart mellom hva som regnes som administrative tiltak og hva som regnes som sanksjoner. For eksempel omtaler overskriften i artikkel 70 «sanctions for infringements», mens bestemmelsens nr. 6 omtaler de konkrete tiltakene som «administrative sanctions and measures». Noen tiltak er også omtalt både i artikkel 69 som omhandler tilsynsvirkemidler, og artikkel 70 som gjelder sanksjoner for overtredelse av regelverket. Dette gjelder for eksempel pålegg om retting. Noen av disse virkemidlene er behandlet under kapittel 9, men omtales for fullstendighetens skyld også kort her.

10.2 Gjeldende rett

10.2.1 Innledning

I verdipapirhandelloven er tilsynsvirkemidlene omhandlet i kapittel 15, mens sanksjonsbestemmelsene er omhandlet i kapittel 17. Det er imidlertid ikke noe vanntett skott mellom de to kapitlene. For eksempel er reglene om dagmulkt plassert i kapittel 17 selv om dagmulkt ikke er en sanksjon for overtredelse av regelverket, men et middel til å fremtvinge oppfyllelse av en lovpålagt handling.

10.2.2 Pålegg om retting

Reglene om pålegg om retting er i verdipapirhandelloven plassert under tilsynsvirkemidlene. Det vises til omtalen under kapittel 9.3.

10.2.3 Tilbakekall av tillatelse

Departementet kan i medhold av børsloven § 6 helt eller delvis endre, sette nye vilkår for, eller tilbakekalle et regulert markeds tillatelse i nærmere angitte tilfeller. Tilbakekall kan blant annet gjennomføres dersom foretaket alvorlig eller systematisk overtrer bestemmelser gitt i lov eller i medhold av lov, eller ikke retter seg etter pålegg fra Finanstilsynet. Finanstilsynet kan tilbakekalle et verdipapirforetaks tillatelse i medhold av verdipapirhandelloven § 9-4.

10.2.4 Pålegg om å gjøre endringer i styre og ledelse

Etter verdipapirhandelloven § 15-7 første ledd kan Finanstilsynet pålegge verdipapirforetak å rette på forholdet dersom styre og ledelse ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring. Tilsvarende bestemmelse for regulerte markeder er gitt i børsloven § 47 første ledd.

10.2.5 Ileggelse av overtredelsesgebyr

Finanstilsynet har hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på flere av verdipapirhandellovens regler, men ikke for overtredelse av bestemmelser som gjennomfører MiFID I.

10.2.6 Vinningsavståelse

Verdipapirhandelloven § 17-2 gir regler om vinningsavståelse for brudd på en lang rekke av lovens bestemmelser. På området som omfattes av MiFID I kan vinningsavståelse ilegges for overtredelse av verdipapirhandelloven §§ 8-2 til 8-6 om ansattes egenhandel, § 9-5 som gjelder regulerte markeders adgang til å drive MHF, § 10-2 om verdipapirforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet, § 10-3 om ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet, § 10-8 første ledd som omhandler clearingplikt, og § 10-11 om god forretningsskikk samt forskrifter gitt i medhold av be-

stemmelsene. Vinningsavståelse kan ilegges ved uaktsomme eller forsettlige brudd på reglene. Vinningsavståelse kan ilegges den som vinningen har tilfalt, uavhengig av om dette er rettssubjektet som har foretatt lovovertredelsen.

10.2.7 Straff

Overtredelse av sentrale bestemmelser i verdipapirhandelloven kan straffes med bøter og fengsel, se verdipapirhandelloven § 17-3. Dette gjelder blant annet flere av bestemmelsene som gjennomfører MiFID I i norsk rett, herunder reglene om god forretningsskikk, krav om tillatelse og krav til organisering av virksomheten. Også reglene om ansattes egenhandel er straffbelagt.

10.3 Forventet EØS- rett

10.3.1 Innledning

I MiFID II endres reglene om forvaltningsmessige tiltak og sanksjoner vesentlig. Bakgrunnen for endringen er et ønske om å forbedre overholdelsen av reglene som følger av direktivet, og tilsynsmyndighetenes evne til å følge opp brudd på reglene. Det er også et uttalt hensyn at sanksjonene skal virke tilstrekkelig preventive. I direktivet er det som nevnt, ikke noe klart skille mellom forvaltningsmessige tiltak og sanksjoner. Det sentrale er at alle land skal ha visse administrative minimumsbeføyelser til rådighet.

Mens dagens bestemmelser om sanksjoner fastslår at nasjonale myndigheter skal ha mulighet til å ilegge sanksjoner som er «effective, proportionate and dissuasive», men overlater til nasjonale myndigheter å fastsette regler om hvilke tiltak og sanksjoner som skal anvendes, forutsetter MiFID II at nasjonale tilsynsmyndigheter *skal* ha nærmere angitte tiltak og sanksjoner til rådighet. Direktivet gir dermed minimumsregler, men med mulighet for nasjonale myndigheter til å gi strengere regler. Det kan således fastsettes regler om flere typer sanksjoner eller gis høyere administrative gebyrer enn direktivets minimum. Bestemmelsene krever at nasjonale myndigheter ikke bare innfører sanksjonsbestemmelser overfor foretak som bryter regelverket, men også overfor den personkrets som kan holdes ansvarlig for brudd på regelverket i foretaket.

Utformingen av bestemmelser som stiller bestemte krav til sanksjonsregimet, er i stor grad felles for den nye generasjonen av direktiver på finansområdet. Bakgrunnen for denne utviklingen belyses i kommisjonens meddelelse av 9. desember 2010, «Reinforcing sanctioning regimes in the financial sector». Her settes det mål om en helhetlig opprustning og samordning av sanksjonsbestemmelsene på finansområdet.

I meddelelsens punkt 3 pekes det på at det er sprik og svakheter i de nasjonale sanksjonsregimene. For det første mangler mange nasjonale myndigheter viktige sanksjoner for brudd på regelverket, mange mangler hjemmel for å ilegge overtredelsesgebyr, eller har for lave satser for slike gebyrer, noen mangler mulighet for å ilegge sanksjoner både til foretak og personer. For det andre tar nasjonale myndigheter ulike hensyn når de vurderer om administrative sanksjoner skal ilegges og hvordan overtredelsesgebyr skal utmåles. For det tredje er det stor forskjell på om det legges til rette for strafferettslige eller administrative sanksjoner, eller en kombinasjon av disse. Endelig er det stor forskjell på effektiviteten i håndhevelsen av regelverket og om sanksjoner i praksis ilegges.

Kommisjonen påpeker at de store variasjonene i effektiviteten i sanksjonsregimet blant annet kan medføre mangelfull overholdelse av regelverket og redusert tillit til finansmarkedet. På denne bakgrunn foreslår kommisjonen en rekke tiltak som kan styrke og samordne nasjonale tilsynsmyndigheters sanksjonering av brudd på de ulike direktivbestemmelsene på finansområdet, herunder innføring av regler som stiller minimumskrav til de nasjonale sanksjonsregimene, blant annet om typer av sanksjoner, offentliggjøring, tilstrekkelig høye overtredelsesgebyrer, og krav om at sanksjonene skal omfatte både juridiske personer og individer.

I Fortalen til MiFID II er regimet for forvaltningsmessige tiltak og sanksjoner omtalt slik:

> «(141) In order to ensure compliance by investment firms, market operators authorised to operate an MTF or OTF, regulated markets, APAs, CTPs or approved reporting mechanisms (ARMs), those who effectively control their business and the members of the investment firms and regulated markets' management body with the obligations deriving from this Directive and from Regulation (EU) No 600/2014 and to ensure that they are subject to similar treatment across the Union, Member States should be required to provide for sanctions and measures which are effective, proportionate and dissuasive. Administrative sanctions and measures set out by Member States should satisfy certain essential requirements in relation to addressees, criteria to be taken

into account when applying a sanction or measure, publication, key powers to impose sanctions and levels of administrative fines.

(142) In particular, competent authorities should be empowered to impose fines which are sufficiently high to offset the benefits that can be expected and to be dissuasive even for larger institutions and their managers.»

Medlemsstatene kan imidlertid beslutte at de ikke skal fastsette regler om administrative sanksjoner for overtredelse av bestemmelser som omfattes av strafferettslige sanksjoner etter nasjonale lovgivning. I så fall skal medlemsstatene underrette kommisjonen om den relevante straffebestemmelsen. Vilkåret for ikke å fastsette administrative sanksjoner er således at den konkrete nasjonale bestemmelsen som gjennomfører direktivet eller den konkrete reglen i forordningen, er omfattet av en straffebestemmelse.

I fortalen til MiFID II er adgangen til å velge straffesporet omtalt slik:

«(150) Even though nothing prevents Member States from laying down rules for administrative and criminal sanctions for the same infringements, Member States should not be required to lay down rules for administrative sanctions for the infringements of this Directive or of Regulation (EU) No 600/2014 which are subject to national criminal law. In accordance with national law, Member States are not obliged to impose both administrative and criminal sanctions for the same offence, but they should be able to do so if their national law so permits. However, the maintenance of criminal sanctions instead of administrative sanctions for infringements of this Directive or of Regulation (EU) No 600/2014 should not reduce or otherwise affect the ability of competent authorities to cooperate, access and exchange information in a timely way with competent authorities in other Member States for the purposes of this Directive and of Regulation (EU) No 600/2014, including after any referral of the relevant infringements to the competent judicial authorities for criminal prosecution.»

Medlemsland som velger å beholde straffesporet, skal sørge for at nasjonale tilsynsmyndigheter likevel kan samarbeide om og utveksle informasjon om sanksjonering med andre tilsynsmyndigheter, i tråd med direktivet og MiFIR.

10.3.2 Nærmere om de nye sanksjonsbestemmelsene

Nedenfor følger en gjennomgang av de nye sanksjonsbestemmelsene. For å lette fremstillingen beskriver utvalget direktivteksten uten at sitatform benyttes systematisk.

Artikkel 70 nr. 2 gir regler om hvem som skal kunne ilegges sanksjoner ved brudd på regelverket. Her heter det:

«Member States shall ensure that where obligations apply to investment firms, market operators, data reporting services providers, credit institutions in relation to investment services or investment activities and ancillary services, and branches of third-country firms in the case of an infringement, sanctions and measures can be applied, subject to the conditions laid down in national law in areas not harmonised by this Directive, to the members of the investment firms' and market operators' management body, and any other natural or legal persons who, under national law, are responsible for an infringement.»

Det følger av bestemmelsen at når foretak med tillatelse til å drive virksomhet som omfattes av verdipapirhandelloven overtrer regelverket, skal medlemmer av foretakets styre eller andre fysiske eller juridiske personer som i henhold til nasjonal lovgivning er ansvarlig for overtredelsene, kunne ilegges sanksjoner på de vilkår som er fastsatt i nasjonal lovgivning.

Ifølge artikkel 70 nr. 3 til 5 skal overtredelse av nærmere angitte bestemmelser i direktivet og forordningen anses som brudd på direktivet og forordningen. Dette innebærer at brudd på disse artiklene som minimum må omfattes av sanksjonsregimet. Artikkel 70 nr. 3 bokstav a) angir artiklene i MiFID II, mens bokstav b) angir hvilke av artiklene i MiFIR som minimum skal omfattes.

Å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet uten nødvendig konsesjon eller tillatelse, skal etter artikkel 70 nr. 4 regnes som brudd på følgende bestemmelser i direktivet og forordningen:

«(a) Article 5 or Article 6(2) or Articles 34, 35, 39, 44 or 59 of this Directive; or
(b) the third sentence of Article 7(1) or Article 11(1) of Regulation (EU) No 600/2014.»

I korthet innebærer dette at den som driver virksomhet som krever en tillatelse uten først å ha

innhentet tillatelsen, skal anses å ha overtrådt de bestemmelser som fastsetter at tillatelse kreves.

Artikkel 70 nr. 5 fastsetter at manglende samarbeid eller oppfyllelse av forpliktelser i forbindelse med en gransking eller en kontroll eller anmodning som omfattes av artikkel 69, skal anses som en overtredelse av direktivet.

Artikkel 70 nr. 1 fastsetter at tilsynsmyndigheten skal kunne ilegge sanksjoner og tiltak som er effektive, forholdsmessige og preventive for alle typer overtredelser av direktivet, også dem som ikke er spesielt nevnt i nr. 3-5 i bestemmelsen. Ved overtredelse av bestemmelsene som nevnes i artikkel 70 nr. 3-5 *skal* imidlertid tilsynsmyndigheten i henhold til artikkel 70 nr. 6 minst kunne pålegge følgende administrative tiltak og sanksjoner:

a) gi en offentlig erklæring om at en person eller et foretak har brutt regelverket, og om overtredelsens karakter,
b) gi pålegg om at den som bryter regelverket opphører med atferden og ikke gjentar handlingen,
c) tilbakekalle eller suspendere tillatelsen til et verdipapirforetak, en markedsoperatør med tillatelse til å drive en MHF eller en OHF eller et regulert marked samt datarapporteringsforetak i henhold til artikkel 8, 43 og 65,[1]
d) ilegge et midlertidig, eller ved gjentatte alvorlige overtredelser permanent forbud mot at et medlem av et verdipapirforetaks styre, eller en annen person som er ansvarlig for overtredelsen, skal kunne utøve ledelsesfunksjoner i verdipapirforetak,
e) nedlegge midlertidig forbud mot at verdipapirforetak er medlem av regulerte markeder eller MHF eller kunde av OHF,
f) ilegge administrative overtredelsesgebyrer for en juridisk person, med et maksimumsbeløp på minst 5 000 000 euro eller, i stater som ikke har euro som valuta, den tilsvarende verdien i nasjonal valuta 2. juli 2014, eller opptil 10 % av den juridiske personens samlede årsomsetning i henhold til de seneste tilgjengelige regnskapene som er godkjent av styret. Dersom den juridiske personen er et morforetak eller et datterforetak av et morforetak som skal utarbeide konsernregnskaper i henhold til direktiv 2013/34/EU, skal relevant samlet omsetning være den samlede årsomsetningen eller tilsvarende type inntekt i samsvar med relevant rettsaker på regnskapsområdet ifølge det seneste tilgjengelige konsernregnskapet som er godkjent av det overordnede morforetakets ledelsesorgan,
g) for en fysisk person, administrative overtredelsesgebyrer med et maksimumsbeløp på minst 5 000 000 euro, eller i medlemsstater som ikke har euro som valuta, den tilsvarende verdien i nasjonal valuta 2. juli 2014,
h) administrative overtredelsesgebyrer med et maksimumsbeløp på minst det dobbelte av den fordelen som ble oppnådd ved overtredelsen, dersom fordelen kan beregnes, selv om beløpet overstiger maksimumsbeløpene i bokstav f) og g).

Etter artikkel 70 nr. 7 kan medlemsstatene velge å gi regler om ytterligere sanksjoner eller høyere administrative gebyrer enn bestemmelsen fastsetter.

Artikkel 72 nr. 2 fastsetter at tilsynsmyndigheten skal ta alle relevante omstendigheter i betraktning når typen sanksjon og utmåling av sanksjonen skal besluttes. Bestemmelsen gir også en liste med momenter som skal tillegges vekt når de er relevante i saken. I vurderingen av hvilke forvaltningsmessige tiltak og sanksjoner som skal ilegges, skal tilsynsmyndighetene foreta en helhetlig vurdering blant annet ut fra:

a) overtredelsens grovhet og varighet,
b) graden av ansvar hos den som er ansvarlig for overtredelsen,
c) den ansvarlige fysiske eller juridiske personens finansielle styrke, særlig ut fra en juridisk persons samlede omsetning eller av en fysisk persons årsinntekt og nettoeiendeler,
d) betydningen av den fortjenesten som er oppnådd, eller det tapet som er unngått, for den ansvarlige fysiske eller juridiske personen, i den grad dette kan fastslås,
e) tap påført tredjemann som følge av overtredelsen, i den grad dette kan fastslås,
f) den ansvarlige fysiske eller juridiske personens vilje til å samarbeide med tilsynsmyndigheten, uten at det berører behovet for å sikre tilbakebetaling av denne personens oppnådde fortjeneste eller unngåtte tap,
g) tidligere overtredelser begått av den fysiske eller juridiske personen.

Bestemmelsens siste ledd understreker at tilsynsmyndigheten kan ta hensyn til flere faktorer enn de som er omhandlet i første ledd, når de bestemmer typen av og nivået på administrative sanksjoner og tiltak.

[1] Artikkel 44 nr. 5 er ikke tatt med i oppregningen av relevante direktivbestemmelser. Dette beror trolig på en inkurie ettersom regulerte markeder er nevnt i teksten.

10.4 Utvalgets vurderinger

10.4.1 Kort om EØS-relevans av sanksjonsbestemmelsene

Et grunnleggende utgangspunkt for EU-samarbeidet er sentral regelproduksjon med lokal håndhevelse. Dette innebærer at håndheving av fellesskapsreglene skal foretas av nasjonale håndhevingsorganer. Utgangspunktet er videre at statene ikke har plikt til å innføre nærmere bestemte sanksjoner for å sikre håndheving av fellesskapsretten. Utgangspunktet kan imidlertid fravikes ved at nærmere angitte sanksjoner (eller sentralisert håndheving) følger direkte av direktiver og forordninger. På finansområdet skjer det en markert rettsutvikling i retning av rettsakter som stiller krav til felles minimumssanksjoner ved overtredelse av regelverket. I de fleste tilfeller kan medlemsstatene isteden velge å innføre straffereregler for brudd på hele eller deler av regelverket.

De nye sanksjonsbestemmelsene i MiFID II er utformet som minimumsbestemmelser, slik at nasjonale myndigheter plikter å gjennomføre bestemmelsene, men står fritt til å fastsette strengere regler. Dette fremgår av artikkel 70 nr. 6 hvor det heter at medlemsstatene, innenfor rammen av nasjonal rett, minst skal fastsette de angitte administrative tiltak og sanksjoner bestemmelsen angir. I artikkel 70 nr. 7 fremgår det at myndighetene kan fastsette flere, eller strengere sanksjoner. Dersom medlemsstatene har fastsatt straffereaksjoner for overtredelse av hele eller deler av forordningen eller bestemmelsene som gjennomfører direktivet, *kan* imidlertid medlemstaten unnlate å fastsette administrative sanksjoner for dette forholdet, se artikkel 70 nr. 1. Straffesanksjoner er ikke omfattet av EØS-avtalen.

Spørsmålet om EØS-relevans av reglene om administrative sanksjoner i MiFID II blir først endelig avgjort når direktivet tas inn i EØS-avtalen. Forslag til bestemmelser skal imidlertid ferdigstilles før forhandlingene er sluttført. Utvalget fremmer derfor forslag til bestemmelser med en forutsetning om EØS-relevans på bakgrunn av foreløpige vurderinger. Utvalget bemerker at bestemmelsene om sanksjoner tydelig er formulert som minimumsbestemmelser som alle medlemsstater er forpliktet til å gjennomføre. Utvalget legger dermed til grunn at det foreligger en forpliktelse til å gjennomføre regler om nærmere angitte administrative sanksjoner, med mindre det foreligger et straffebud som omfatter forholdet.

10.4.2 Administrative sanksjoner og andre tiltak. Begrepsbruk

MiFID II skiller som nevnt ikke klart mellom hva som er å betrakte som et administrativt tiltak og hva som er å betrakte som en administrativ sanksjon. Artikkel 70 inneholder regler om begge deler. Utvalget må imidlertid foreta et skille fordi administrative sanksjoner, i motsetning til andre forvaltningstiltak, vil kunne være straff etter EMK og utløse rettigheter etter konvensjonen. Videre vil de særlige saksbehandlingsreglene i saker om administrative sanksjoner i forvaltningsloven kapittel IX, som ble vedtatt av Stortinget 18. mai 2016 på grunnlag av Prop. 62 L (2015–2016), komme til anvendelse. I disse reglene er det i § 43 annet ledd tatt inn en definisjon av begrepet administrativ sanksjon. Det heter:

> «Med administrativ sanksjon menes en negativ reaksjon som kan ilegges av et forvaltningsorgan, som retter seg mot en begått overtredelse av lov, forskrift eller individuell avgjørelse, og som regnes som straff etter den europeiske menneskerettskonvensjon.»

Utvalget legger denne definisjonen til grunn for sitt arbeid. I Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 3.2 er sanksjonsbegrepet omtalt nærmere. Her slutter Justisdepartementet seg i hovedsak til Sanksjonslovutvalgets innstilling hvor det ble fremhevet at det karakteristiske for en sanksjon er at den er tilbakeskuende og har et vesentlig pønalt element. Tiltak som er «fremadrettet» vil derimot ikke omfattes av sanksjonsdefinisjonen. På verdipapirområdet er en rekke forvaltningstiltak innrettet med tanke på at lovbrudd skal opphøre og forhindres frem i tid, blant annet reglene om pålegg om retting og tilbakekall av tillatelser til foretak som har vist seg uskikket til å operere i markedet.

Nedenfor drøfter utvalget de ulike tiltakene og sanksjonene MiFID II fastsetter at nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha til rådighet. I kapittel 10.4.3 til 10.4.6 drøfter utvalget tiltakene som ikke er å betrakte som administrative sanksjoner etter definisjonen i forvaltningsloven. I 10.4.7 drøfter utvalget overtredelsesgebyr, straff samt andre administrative sanksjoner. I kapittel 10.5 drøfter utvalget offentliggjøring av sanksjoner og andre tiltak.

10.4.3 Pålegg om retting

Etter MiFID II artikkel 70 nr. 6 bokstav b) skal tilsynsmyndigheten ha mulighet til å pålegge den som overtrer regelverket å avslutte atferden og

avstå fra å gjenta slik atferd. Utvalget viser til beskrivelsen av gjeldende rett under kapittel 9.3. Finanstilsynet har allerede hjemler som dekker artikkel 70 nr. 6 bokstav b). Det er således ikke behov for lovendringer for å gjennomføre MiFID II på dette punket.

10.4.4 Tilbakekall av tillatelse

MiFID II artikkel 70 nr. 6 bokstav c) fastsetter at tilsynsmyndigheten skal kunne treffe vedtak om at verdipapirforetak, markedsoperatører og regulerte markeder, samt datarapporteringsforetak skal kunne få sine tillatelser til drive virksomhet tilbakekalt på midlertidig eller permanent grunnlag i samsvar med artikkel 8, 43 og 65. Det er ikke henvist til artikkel 44 nr. 5. Ettersom teksten i bestemmelsen omtaler både markedsoperatører og regulerte markeder, legges det til grunn at det beror på en inkurie at artikkel 44 nr. 5 ikke er nevnt. Idet det uansett skal utarbeides bestemmelser om tilbakekall i tråd med nevnte artikkel, kan ikke utvalget se at utelatelsen har noen betydning. Det er utarbeidet forslag til bestemmelser om tilbakekall av tillatelse i utkastets §§ 9-7, 9-48 syvende ledd, 11-3 og 14-3 som oppfyller kravene i artikkel 70 nr. 6 bokstav c).

Utvalget bemerker at reglene om tilbakekall først og fremst tar sikte på å hindre at foretak som av ulike grunner har vist seg uskikket mv., fortsetter å operere i markedet. De konsesjonspliktige foretakene i verdipapirmarkedet utfører oppgaver med stor samfunnsmessig betydning. Det overordnede formålet med verdipapirmarkedet er å sikre trygg, sikker og effektiv handel med finansielle instrumenter slik at verdipapirmarkedet kan fungere som kapitalkilde for næringslivet og som grunnlag for investeringsvirksomhet og sparing. At det er høy tillit til aktørene som har konsesjon til å utføre oppgaver i verdipapirmarkedet, er avgjørende for at dette formålet skal oppnås. Derfor stilles det strenge krav til slike foretaks etiske standard, herunder krav til å overholde regelverket som er satt til å beskytte markedet selv og dets ulike deltakere.

Et tilbakekall av en tillatelse tar dermed først og fremst sikte på å beskytte markedet og dets deltakere. Selv om et tilbakekall fremstår som et omfattende inngrep for foretak som rammes, er tiltaket ikke av pønal karakter, men skal sikre viktige hensyn frem i tid. Dette er i tråd med dagens forståelse av reglene om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester etter verdipapirhandelloven og til å drive virksomhet som regulert marked etter børsloven.

Finanstilsynets oppgave er å se til at de institusjoner det har tilsyn med, virker på hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med lov og bestemmelser gitt i medhold av lov, samt med den hensikt som ligger til grunn for institusjonens opprettelse, dens formål og vedtekter, jf. finanstilsynsloven § 3. Ett av virkemidlene tilsynsmyndigheten har for å ivareta sine oppgaver er, etter nærmere angitte kriterier, å tilbakekalle eller endre verdipapirforetaks og regulerte markeders tillatelser, jf. verdipapirhandelloven § 9-4 og børsloven § 6 første ledd bokstav d). Hensynet bak bestemmelsen er at det enkelte foretak skal virke på en hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med regelverket og tillatelsen, herunder slik at foretakets kunder oppnår den beskyttelsen som følger av verdipapirhandellovens regler, og videre at markedet skal være velfungerende, blant annet ved å opprettholde tilliten til verdipapirforetakene som sådan. I avgjørelsen av om tilbakekall skal skje på grunn av overtredelser av regelverket etter verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd nr. 4, skal det vurderes om tilbakekall er en egnet og nødvendig reaksjon for å ivareta nevnte hensyn, herunder hvorvidt et mindre inngripende tiltak er en tilstrekkelig reaksjonsform.

I denne vurderingen er det blant annet lagt vekt på i hvilken utstrekning overtredelsene gir grunn til å tro at foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, og videre at hensynet til markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan blir ivaretatt. Overtredelsenes karakter, subjektive forhold samt eventuelle forbedringstiltak er elementer i vurderingen.

Med subjektive forhold menes en vurdering av hvorvidt det er utvist skyld og graden av skyld hos den eller de personer eller det organ som direkte har foretatt overtredelsene, og i hvilken grad overtredelsene kan knyttes til forhold hos ledelsen, styret, aksjonærer, eller andre med faktisk innflytelse i foretaket eller et samvirke av disse. Skyldforhold vil således kunne være et relevant moment ved vurderingen av om tilbakekall skal skje, men slik at det ikke er et vilkår for tilbakekall etter verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd nr. 4. Med overtredelsenes karakter menes overtredelsenes art, omfang og grovhet. Subjektive forhold og overtredelsenes karakter vil anses som relevante momenter i den utstrekning de forutsettes å påvirke sannsynligheten for at foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, eller påvirke markedsaktørenes tillit til verdipapirforetak som sådan.

Med forbedringstiltak menes tiltak igangsatt av foretaket for å avhjelpe de forhold som har medført eller medvirket til overtredelsene. Betydningen av forbedringstiltak avhenger av i hvilken grad tiltakene forutsettes å redusere sannsynligheten for at foretaket i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, og i hvilken utstrekning tiltakene forutsettes å påvirke markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan, eller om tilbakekall motsetningsvis er nødvendig for å opprettholde slik tillit. Elementer i denne vurderingen er blant annet art og omfang av tiltak sett opp mot subjektive forhold og overtredelsenes karakter.

I vurderingen av hvorvidt en mindre inngripende reaksjonsform vil være tilstrekkelig, legges det vekt på om en slik reaksjon i tilstrekkelig grad reduserer sannsynligheten for at foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, og om reaksjonsformen i tilstrekkelig grad ivaretar hensynet til markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan.

Gjennomgangen viser at avgjørelsen av om en tillatelse til å drive virksomhet som verdipapirforetak eller regulert marked skal trekkes tilbake som følge av brudd på regelverket, etter dagens regler gjøres ut fra en vurdering av om det aktuelle foretaket fortsatt er egnet til å inneha tillatelsen ut fra hensynet til fremtidige kunder og tilliten til verdipapirmarkedet og institusjonene som virker i dette. Tilbakekallet er således ikke å betrakte som straff etter EMK. Reglene om tilbakekall av tillatelse til å drive konsesjonspliktig virksomhet i verdipapirmarkedet faller dermed ikke inn under definisjonen av en administrativ sanksjon i forvaltningsloven § 43 annet ledd.

I Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 14.5.2 fremhever Justisdepartementet at det er ønskelig med et klarere skille i lovgivningen mellom administrative rettighetstap og andre tilbakekall.

> «Departementet slutter seg til utvalgets anbefaling om at en i lovgivningen klarere bør skille mellom tilbakekall av offentlige tillatelser som har karakter av administrativt rettighetstap (sanksjon), og slike tilbakekall som ikke har det. Dette vil etter departementets syn skape større klarhet om hvilke hensyn det primært bør legges vekt på ved bruken av de ulike hjemlene, og det vil skape større klarhet om hvilke saksbehandlingsregler og regler om domstolsprøving mv. som gjelder i ulike tilfeller. Dette betyr ikke nødvendigvis at de ulike hjemlene må stå i ulike paragrafer i loven. Det er likevel sentralt at en under lovforberedelsen har et bevisst forhold til karakteren av det enkelte grunnlaget for tilbakekall som foreslås, og at lovstrukturen vurderes nøye med sikte på å oppnå ønsket klarhet.
>
> Det vil på denne bakgrunn være en fordel om særlovgivning som hjemler administrativt tilbakekall av offentlige tillatelser, etter hvert gjennomgås og vurderes med sikte på å vurdere utskilling av bestemmelser som etter sitt innhold er ment å dreie seg om administrativt rettighetstap, eller at det på annen måte gjøres tydelig at det dreier seg om en slik sanksjon.»

Utvalget bemerker at både børsloven § 6 annet ledd bokstav d) og verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd nr. 4 sine regler om tilbakekall er noe knappe i sin utforming, idet de kun henviser til «alvorlige og systematiske brudd» på lovverket. Bestemmelsene er plassert i kapittelet om tillatelse, slik at det ut fra konteksten gis veiledning om hvordan reglene er å betrakte. Utvalget legger til grunn at det, i tråd med Justisdepartementets anbefaling om at det klart bør fremgå om et tilbakekall utgjør en administrativ sanksjon eller ikke, bør foretas presiseringer i teksten som klargjør at tilbakekall ikke utgjør en slik sanksjon. Utvalget foreslår å endre begge de nevne bestemmelser slik at det uttrykkelig fremgår at tilbakekall kan foretas dersom foretaket alvorlig eller systematisk overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, slik at det er grunn til å frykte for at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet. Tilsvarende utforming foreslås også gitt i den nye bestemmelsen om tilbakekall av tillatelsen til datarapporteringsforetak.

10.4.5 Forbud mot å utøve ledelsesfunksjoner i verdipapirforetak

Etter artikkel 70 nr. 6 bokstav d) skal tilsynsmyndigheten ha kompetanse til å ilegge et midlertidig, eller ved gjentatte alvorlige overtredelser permanent, forbud mot at et medlem av et verdipapirforetaks styre, eller en annen person som er ansvarlig for overtredelsen, skal kunne utøve ledelsesfunksjoner i verdipapirforetak. Tilsynsmyndigheten skal etter bestemmelsen kunne rette pålegget direkte til den fysiske personen som er ansvarlig for overtredelsen(e). Tilsvarende regler finnes ikke i verdipapirhandelloven i dag. Det er dermed nødvendig å endre loven for å gjennomføre direktivet på dette punktet. Artikkel 70 nr. 6 bokstav d) nevner uttrykkelig medlemmer av *ver-*

dipapirforetaks styre eller annen person som er ansvarlig for overtredelsen.

Dagens regler om krav til foretakets styre og ledelse retter seg til foretaket. På samme måte som kravene om tillatelse og tilbakekall av tillatelse for foretak som utfører oppgaver i verdipapirmarkedet, er kravene til foretakenes styre og ledelse satt for å beskytte de samfunnsmessige interessene verdipapirmarkedet ivaretar. Etter dagens lov, skal tillatelse til å drive virksomhet som verdipapirforetak nektes dersom foretakets ledelse ikke oppfyller krav til hederlig vandel eller for øvrig har utvist utilbørlig adferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte, se verdipapirhandelloven § 9-8 annet ledd nr. 2 sammenholdt med verdipapirhandelloven § 9-9 første ledd. Etter verdipapirhandelloven § 15-7 første ledd, kan Finanstilsynet pålegge verdipapirforetaket å rette forholdet dersom foretakets ledelse eller styre ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring. Bestemmelsene er foreslått videreført i §§ 9-10 og 19-7, med enkelte justeringer. Tilvarende regler for regulerte markeder er gitt i børsloven § 10, som foreslås videreført i § 11-7. Ved endringer i styre og ledelse skal Finanstilsynet vurdere om kravene til vandel og erfaring er oppfylt. I alle tilfeller foretas en konkret vurdering av om vedkommende er egnet til å inneha den posisjonen søknaden gjelder. Et avslag rettes til foretaket, og ikke til den personen søknaden om godkjenning gjelder.

Som gjennomgangen over viser, foreligger det allerede i dag effektive mekanismer for å hindre at personer som på grunn av regelbrudd anses uskikket til å lede virksomhet som krever tillatelse i verdipapirmarkedet, innehar slike stillinger. Reglene er fremoverskuende og det sentrale er om vedkommende er skikket til å utføre den aktuelle oppgaven. Å avslå en søknad om godkjenning etter disse bestemmelsene innebærer ikke noen administrativ sanksjon.

MiFID II innebærer at det må innføres regler om at tilsynsmyndigheten skal kunne ilegge fysiske personer forbud mot å inneha ledelsesfunksjoner i verdipapirforetak. Det fremgår ikke av artikkel 70 om en slik regel skal utformes som en adgang til å treffe forvaltningstiltak eller som en sanksjonsbestemmelse. Artikkel 70 inneholder som nevnt begge typer regler. Utvalget legger dermed til grunn at det er opp til nasjonale myndigheter å velge hvordan bestemmelsen skal utformes.

Spørsmålet er om et vedtak om forbud mot å inneha visse stillinger i verdipapirforetak mv. rettet direkte mot personen som har begått bruddene, bør betraktes på en annen måte enn når vedtaket retter seg mot foretaket. I Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 14 er reglene om tilbakekall av tillatelse utførlig behandlet. Justisdepartementet definerer i kapittel 14.1 administrativt rettighetstap som et vedtak som kan fastsettes av et forvaltningsorgan om å trekke tilbake eller begrense en offentlig tillatelse på grunn av en lovovertredelse, når dette utgjør straff etter EMK. Utgangspunktet er videre at tilbaketrekking av en offentlig tillatelse fordi den som har tillatelsen ikke er skikket eller egnet til å inneha en stilling eller å drive en virksomhet eller aktivitet som bygger på tillatelsen, *ikke* er straff etter EMK. Dette gjelder selv om tiltaket kan fremstå som meget tyngende for den som rammes. Der vurderingen av egnethet eller skikkethet er basert på at det er begått lovbrudd, og dette er avgjørende for tilbakekall av tillatelsen, viser gjennomgangen av praksis i proposisjonens kapittel 14.2 at det legges avgjørende vekt på om vurderingstemaet er hvorvidt vedkommende er skikket til å utøve den aktuelle virksomheten. At begåtte straffbare handlinger ofte kan være sentrale for vurderingen av egnethet eller skikkethet, fører i følge Justisdepartementet normalt ikke til at tilbakekallet må anses som straff etter EMK. Så lenge det må skje en selvstendig vurdering av om innehaveren av tillatelsen er egnet eller skikket til å drive den aktuelle virksomheten, foreligger det ikke praksis som tilsier at tilbakekall vil være å betrakte som straff etter EMK. For konkurskarantene, som på mange måter kan ligne et forbud mot å inneha ledelsesfunksjon i verdipapirforetak etter MiFID II, er det lagt til grunn at karantene ikke er straff etter EMK.

Som nevnt over, er kravene som settes til foretakenes styre og ledelse satt for å beskytte de samfunnsmessige interessene verdipapirmarkedet ivaretar. At reglene som gjelder for virksomhetene som opererer i markedet, følges av sentralt plasserte personer med ansvar for at funksjonene utføres i samsvar med regelverket, er av fundamental betydning for tilliten til markedet. Tilsvarende vil det være ødeleggende for tilliten til både markedet og institusjonene som virker i dette, om personer som i egenskap av styremedlem eller ledende ansatt i slike foretak begår brudd på reglene som er satt til å beskytte markedene og aktørene der, forsetter å inneha sentrale stillinger. Det vil være de samme hensyn som gjør seg gjeldende når et forbud ilegges direkte overfor den aktuelle overtrederen og ved egnethetsvurderingen som gjøres overfor foretaket. I begge tilfeller vil vurderingen være fremoverskuende og det

sentrale i vurderingen vil være om vedkommende på grunn av overtredelsene er uskikket til å inneha stillingen. Slik utvalget ser det, er det dermed ikke grunnlag for å betrakte et vedtak om forbud mot å inneha ledelsesfunksjoner i foretak med tillatelse til å drive virksomhet i verdipapirmarkedet som en administrativ sanksjon, men som et tiltak som skal sikre markedets tillit og integritet, altså de samfunnsmessige verdiene verdipapirhandelloven beskytter.

Mens egnethetsvurderingen kan foretas fortløpende og etter en konkret vurdering knyttet opp mot den enkelte stilling det søkes for, vil imidlertid et vedtak om forbud mot å inneha ledelsesfunksjon som beskrevet i MiFID II artikkel 70 nr. 6 bokstav d), gjelde for enhver ledende stilling for en tidsbegrenset periode, eller ved gjentatte alvorlige brudd på regelverket, permanent. Utvalget legger på denne bakgrunn til grunn at utgangspunktet bør være at forbud mot å inneha ledelsesfunksjon bare bør benyttes ved de klare tillitsbruddene hvor vedkommende ved sine handlinger har vist seg uskikket til å inneha det tillitsverv ledelsesfunksjonen i et foretak innebærer. Det bemerkes også at et slikt forbud er en forholdsvis inngripende reaksjon, med store konsekvenser for den det gjelder. Utvalget legger til grunn at MiFID II artikkel 70 nr. 6 bokstav d) legger opp til at det skal være adgang til å treffe vedtak som gjelder for en tidsbegrenset periode. Utvalget viser til at forvaltningsloven uansett gir mulighet til at forvaltningen av eget tiltak kan omgjøre egne vedtak.

For andre yrkesgrupper foreligger mulighet for inndragning av tillatelse, for eksempel for drosjesjåfører, revisorer og advokater. Idet kravene til styret og ledelse i institusjonene som har sentrale funksjoner i verdipapirmarkedet er satt for å beskytte viktige samfunnsmessige interesser, kan utvalget ikke se at det vil være uforholdsmessig å hindre at personer som har vist seg grovt uskikket til å inneha slike ledelsesposisjoner utestenges fra muligheten til å lede institusjonene. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at det ved gjentatte alvorlige overtredelser kan fattes vedtak om et forbud mot å inneha ledelsesfunksjoner i foretak med konsesjon til å drive virksomhet i verdipapirmarkedet.

For å gjennomføre direktivforpliktelsen etter artikkel 70 nr. 6 bokstav d) må et forbud mot å ha ledelsesfunksjon kunne besluttes ved overtredelse av de bestemmelser som direktivet nevner i MiFID II artikkel 70 nr. 3. Slik utvalget ser det vil det imidlertid være uheldig å foreta en konkret oppregning av hvilke bestemmelser i loven som må være overtrådt for at et vedtak om forbud mot å inneha ledelsesfunksjon skal ilegges. Utvalget viser til at hele verdipapirhandelloven er satt til vern av verdipapirmarkedet. Det vil være svært uheldig hvis brudd på regler om organisering av virksomhetene kan lede til forbud mot å inneha ledende stilling i foretakene, mens brudd på regler om innsidehandel og informasjonsplikt ikke vil kunne medføre et slikt forbud. Utvalget legger til grunn at forbud mot å inneha ledelsesfunksjon må kunne ilegges for brudd på alle bestemmelser i loven etter en samlet vurdering av om bruddene er av en slik karakter at vedkommende må anses uskikket til å inneha en slik stilling. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at forbud skal kunne ilegges ved forsettlige eller grovt uaktsomme brudd på verdipapirhandelloven eller forskrifter gitt i medhold av loven.

Ifølge MiFID II artikkel 70 nr. 6 bokstav d) skal ledelsesforbudet kunne ilegges «any member of the investment firm's management body or any other natural person, who is held responsible, to exercise management functions in investment firms». På bakgrunn av dette foreslås det at forbud mot å inneha ledelsesfunksjon kan ilegges styremedlemmer, daglig leder eller faktisk leder i foretaket. MiFID II gjelder etter sin ordlyd kun for styret og ledelse i verdipapirforetak. Utvalget kan imidlertid ikke se at det finnes reelle grunner for at de samme reglene ikke skal gjelde for styre og ledelse hos markedsoperatører og datarapporteringsforetak med konsesjon til å drive virksomhet i verdipapirmarkedet. Utvalget foreslår at en ny bestemmelse om forbud mot å inneha ledelsesfunksjon tas inn i kapittel 19, altså kapittelet som inneholder regler om tilsynsmessige tiltak, og at denne bestemmelsen omfatter alle foretak med konsesjon til å yte tjenester i verdipapirmarkedet.

10.4.6 Midlertidig forbud mot medlemskap på regulert marked og MHF mv.

MiFID II artikkel 70 nr. 6 bokstav e) fastsetter at tilsynsmyndigheten skal kunne nedlegge midlertidig forbud mot at verdipapirforetak er medlem eller deltaker på regulert marked og MHF eller kunde hos OHF. En slik hjemmel foreligger ikke etter dagens regler. Bestemmelsen er ikke nærmere omtalt i fortalen til direktivet. Utvalget legger til grunn at hensikten med bestemmelsen er å hindre at foretak som overtrer regelverket utsetter det aktuelle markedet eller andre markedsdeltakere for risiko, og ikke å sanksjonere foretaket. Utvalget foreslår at det tas inn en hjemmel som

svarer til MiFID II artikkel 70 nr. 6 bokstav e) i en ny bestemmelse i § 19-9.

10.4.7 Overtredelsesgebyr, straff og andre sanksjoner

10.4.7.1 Utgangspunktet for valg mellom administrative sanksjoner og straff – kort gjennomgang av den generelle rettsutviklingen knyttet til sanksjoner

Overtredelse av loven kan gjøres straffbar eller sanksjoneres administrativt. De senere årene har prinsippene for kriminalisering og prinsippene for bruk av forvaltningssanksjoner vært drøftet i flere sammenhenger.

I forarbeidene til straffeloven ble spørsmålet om hvilke handlinger som bør gjøres straffbare drøftet. Justisdepartementet slutter seg i det vesentlige til vurderingene i Straffelovkommisjonens delutredning VII, NOU 2002: 4, og Sanksjonsutvalgets utredning.[2] Den tradisjonelle straffens begrunnelse er behandlet i Ot.prp. nr. 90 (2003–2004) punkt 6. I kapittel 7.5 drøfter Justisdepartementet hvilke handlinger som bør være straffbare. Departementet fremhever særlig tre momenter som bør tas i betraktning ved denne vurderingen:

1. bare handlinger som fører til skade eller fare for skade, bør kriminaliseres (skadefølgeprinsippet),
2. straff bør bare brukes dersom andre reaksjoner og sanksjoner ikke finnes eller åpenbart ikke vil være tilstrekkelige (subsidiaritetsprinsippet), og
3. straff bør bare benyttes dersom nyttevirkningene er klart større enn skadevirkningene.

Forslag til endringer i forvaltningsloven, som bl.a. gir nye regler om saksbehandling ved ileggelse av administrative sanksjoner, ble vedtatt ved lov 27. mai 2016 nr. 15 om endringer i forvaltningsloven. Forarbeidene til lovendringen er blant annet Prop. 62 L (2015–2016) Endringer i forvaltningsloven mv. (administrative sanksjoner mv.), som ble lagt frem for Stortinget 19. februar 2016. Justiskomiteen sluttet seg i Innst. 243 L (2015–2016) til hovedtrekkene i Justisdepartementets vurderinger. Lovendringene følger opp Sanksjonsutvalgets utredning, NOU 2003: 15 «Fra bot til bedring», men i proposisjonen er også utviklingen i tiden etter utredningen tatt i betraktning.

Hovedsiktemålet med lovendringene er å legge til rette for en mer enhetlig behandling av saker om administrative sanksjoner, innenfor betryggende rettslige rammer, og med oppfyllelse av de krav til rettssikkerhet som følger av Grunnloven og internasjonale konvensjoner, i første rekke Den europeiske menneskerettskonvensjon (EMK). Justisdepartementet drøfter, med utgangspunkt i at det ofte er behov for sanksjoner mot lovbrudd, hvilke lovbrudd som bør kunne sanksjoneres administrativt som et alternativ til tradisjonell strafferettslig forfølgning. Sentralt i vurderingen står avveiningen mellom effektiv håndheving av lovverket og kravet om rettssikkerhet for den enkelte. Proposisjonen bygger på at hjemmel for administrative sanksjoner må gis i særlovgivningen. Hjemmel for administrative sanksjoner bør bare innføres etter en grundig vurdering av behovet veid opp mot betenkelighetene, og med utgangspunkt i de anbefalingene om bruk av administrative sanksjoner som gis i proposisjonen.

De nye reglene i forvaltningsloven gir rettslige rammer for bruken av administrative sanksjoner, saksbehandlingsgarantier ved forvaltningens behandling av saken og utvidet domstolsprøving sammenlignet med det som følger av tradisjonell norsk rett.

I Prop. 62 L (2015–2016) drøftes også mulige administrative sanksjoner, herunder overtredelsesgebyr, administrativt rettighetstap, tilleggsbetaling, tap av offentlig ytelse, forbud mot virksomhet som ikke krever tillatelse, formell advarsel og offentliggjøring av navn på foretak. Det gis anbefalinger om bruk av de ulike typene administrative sanksjoner. Justisdepartementets anbefalinger for når henholdsvis straff og administrative sanksjoner bør kunne brukes, oppsummeres på følgende måte:

> «Visse anbefalinger er felles både for bruk av straff og administrative sanksjoner:
> – Et mer inngripende virkemiddel bør ikke brukes hvis det samme målet kan nås med mindre inngripende tilgjengelige virkemidler. Dette gjelder både ved valget mellom bruk av sanksjoner og andre tiltak, og ved valget mellom straff og administrative sanksjoner.
> – Om en lovovertredelse skal sanksjoneres, bør som utgangspunkt vurderes ut fra hver enkelt handlingsnorm.
> – Det bør være en forutsetning for å gi hjemmel for å sanksjonere et lovbrudd at lov-

[2] Se Ot.prp. nr. 90 (2003–2004) punkt 7.5.1.

bruddene i praksis blir søkt avdekket og håndhevet.

Særlig med sikte på straff gjelder følgende:

- De interesser straffesanksjonen skal beskytte, bør i et samfunnsperspektiv være så viktige at de forsvarer bruk av straff.
- Normalt bør straff bare brukes ved alvorlige overtredelser.

Særlig med sikte på administrative sanksjoner gjelder følgende:

- Bruk av administrative sanksjoner må være rettssikkerhetsmessig forsvarlig.»[3]

I Prop. 62 L (2015–2016) punkt 9. 3 redegjør Justisdepartementet nærmere for forhold som bør tas i betraktning ved utformingen av bestemmelser om administrative sanksjoner. Justisdepartementet sluttet seg i det vesentlige til Sanksjonsutvalgets vurderinger av legalitetsprinsippets krav til hjemmelens klarhet ved ileggelse av administrativ sanksjon og hvilke konsekvenser det må få for utforming av sanksjonshjemlene.[4] Justisdepartementet understreket behovet for at handlingsnormen, som er en del av grunnlaget for å kunne sanksjonere overtredelser av loven, utformes tilstrekkelig klart. Det gjelder både med sikte på *hvilke plikter* som gjelder og *hvem* som har plikter etter loven. I mange tilfeller vil handlingsnormen avgjøre hvem som kan ilegges sanksjoner, idet sanksjonshjemmelen ofte nøyer seg med å vise tilbake til den som har plikter, eventuelt er «ansvarlig», etter handlingsnormen. Tilstrekkelig bevissthet om hvem som er adressat for handlingsnormene kan bidra til mer effektiv håndheving av lovgivningen. Spørsmålet om en overtredelse skal sanksjoneres, bør som utgangspunkt vurderes ut fra hver enkelt handlingsnorm. Bruk av sanksjonshjemler som generelt rammer overtredelser av bestemmelser i loven eller forskrift gitt i medhold av loven, anses uheldig. Hensynene bak legalitetsprinsippet tilsier også at det bør klargjøres at foretak kan holdes ansvarlig, der slik sanksjonering er ønskelig.

Det må videre fremgå hvilket krav til subjektiv skyld som skal gjelde for å kunne ilegge den administrative sanksjonen, og det bør fremgå klart av loven selv hvilken type administrativ sanksjon som kan ilegges. Dersom også overtredelser av bestemmelser i forskrift skal kunne sanksjoneres, må loven gi hjemmel for det. Det kan også være aktuelt å henvise uttrykkelig til de alminnelige bestemmelsene i forvaltningsloven som regulerer den administrative sanksjonen, men justisdepartementet gir ingen absolutt anbefaling om det.

Justisdepartementet uttaler at en så langt som mulig bør unngå at en i samme paragraf regulerer både administrative sanksjoner og andre reaksjoner mot lovbrudd. Hvilke forvaltningsorganer som kan ilegge den administrative sanksjonen, kan fremgå av loven selv eller av annet grunnlag, typisk delegeringsvedtak. Det må også fremgå hvorvidt forvaltningsorganet skal, eller bare kan, ilegge administrativ sanksjon dersom vilkårene er oppfylt. Departementet anbefaler at det normalt ikke innføres en plikt for sanksjonsmyndigheten til å ilegges administrativ sanksjon selv om vilkårene er oppfylt. Videre bør det vurderes om det er hensiktsmessig å gi regler om foreldelse av adgangen til å ilegge administrativ sanksjon. Det må vurderes hvorvidt det skal fastsettes hjemmel for å gi utfyllende regler i forskrift. Departementet antar for eksempel at det kan være aktuelt å fastsette nærmere regler om fastsettelse og gjennomføringen av den administrative sanksjonen, slik som bestemmelser om utmåling. Dersom man ønsker å fravike forvaltningslovens alminnelige regler helt eller delvis, må det fremgå tilstrekkelig klart, enten av særloven selv eller av forskrift som har tilstrekkelig klar hjemmel i særloven.

Utvalget bemerker at de prinsippene som er omtalt over er relevant for utarbeidelse av regelverket knyttet til administrative tiltak, sanksjoner og straff på hele finansområdet. Utvalget legger prinsippene som fremkommer til grunn for sine vurderinger.

10.4.7.2 Nærmere om overtredelsesgebyrer

Etter MiFID II artikkel 70 nr. 1 er det et nasjonalt valg for den enkelte stat om overtredelser av MiFIR og nasjonale regler som gjennomfører direktivet skal kunne sanksjoneres med overtredelsesgebyr, eller om overtredelser i stedet bare skal kunne sanksjoneres gjennom det strafferettslige sporet. Det er derfor ingen plikt for norske myndigheter til å innføre overtredelsesgebyr. MiFID II artikkel 70 nr. 3 til 5 inneholder imidlertid en oppregning av hvilke overtredelser som minimum skal kunne sanksjoneres. Dersom det ikke innføres regler om overtredelsesgebyr, må straffebestemmelsene i verdipapirhandelloven utvides til å omfatte alle artiklene som er omtalt i artikkel 70 nr. 3 til 5, for at norsk rett skal være i overensstemmelse med EØS-retten på dette punkt. Videre følger det av artikkel 70 nr. 1 at EU-kommisjonen skal varsles om at straff er valgt framfor administrative sanksjoner, dersom det ikke innføres over-

[3] Prop. 62 L (2015–2016) punkt 7.4.6.

[4] NOU 2003: 15 punkt 13.3.1og 26.1.

tredelsesgebyr. For Norges vedkommende skal slikt varsel sendes EFTAs Overvåkingsorgan, jf. protokoll 1 til EØS-avtalen.

Etter utvalgets syn bør Finanstilsynet få hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr som administrativ sanksjon for brudd på de bestemmelsene i verdipapirhandelloven som direktivet artikkel 70 nr. 3 til 5 fremhever at det er særlig viktig å håndheve. Utvalget legger til grunn at det i vurderingen av om Finanstilsynet skal få hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr, må foretas en avveining av behovet for å innføre overtredelsesgebyr på den ene siden opp mot hensynet til rettssikkerhet for dem som kan bli ilagt overtredelsesgebyr på den andre siden. Når det gjelder hensynet til rettssikkerhet, viser utvalget til at overtredelsesgebyr etter den foreslåtte bestemmelsen skal kunne ilegges av Finanstilsynet, og at vedtak om overtredelsesgebyr skal kunne påklages til departementet etter reglene i forvaltningsloven. Vedtaket kan deretter prøves av domstolene i sivilprosessens former, og domstolene skal kunne prøve alle sider av saken, jf. den nye bestemmelsen i forvaltningsloven § 50 som ble vedtatt av Stortinget 18. mai 2016, etter forslag fra Justisdepartementet i Prop. 62 L (2015–2016) «Endringer i forvaltningsloven mv. (administrative sanksjoner mv.)«. Ved nevnte lovendring ble det også lovfestet i forvaltningsloven § 48 at forvaltningen har plikt til å orientere om vernet mot selvinkriminering som følger av EMK med videre. I Prop. 62 L (2015–2016) har Justis- og beredskapsdepartementet også redegjort for beviskrav ved administrative sanksjoner, se særlig proposisjonen kapittel 19. De nye reglene i forvaltningsloven vil utfylle bestemmelsen i verdipapirhandelloven om overtredelsesgebyr og bidra til å ivareta hensynet til rettsikkerhet. Etter utvalgets vurdering vil de nye lovbestemmelsene om overtredelsesgebyr som foreslås i § 21-4 ikke være straff i Grunnlovens forstand, selv om reaksjonen i tillegg til å ha en preventiv funksjon, har et pønalt formål. Utvalget bemerker at det også av direktivet fremgår at bestemmelsene ikke er ment som straff, idet det uttrykkelig uttales at reglene «ikke berører medlemsstatenes rett til å fastsette og ilegge strafferettslige sanksjoner», se MiFID II artikkel 70 nr. 1.

Selv om en legger til grunn at overtredelsesgebyrene har et visst pønalt element, er det overordnede formålet å bidra til å sikre et velordnet og effektivt verdipapirmarked. Et velordnet og effektivt verdipapirmarked med høy grad av tillit, er avgjørende for næringslivets evne til å tiltrekke seg kapital og for at markedet skal gi grunnlag for sparing. Effektiv sanksjonering av brudd på spillereglene bidrar til å opprettholde markedets integritet og troverdighet, hvilket innebærer at det er stort behov for mulighet til å ilegge overtredelsesgebyrer. Dertil kommer at verdipapirretten er et rettsområde som krever høy grad av spesialkompetanse hos den som skal vurdere relevante sanksjoner. Finanstilsynet har særskilt kunnskap om lovgivningen på verdipapirområdet og om undersøkelse av overtredelser. Det vil være ressursbesparende, både for Finanstilsynet og politiet/påtalemyndigheten, om Finanstilsynet selv kan ilegge et overtredelsesgebyr, i stedet for at saken må oversendes til politiet/påtalemyndigheten. Overtredelsesgebyr kan etter utvalgets syn føre til at flere saker enn i dag følges opp med en formell reaksjon. Dette kan virke preventivt og bidra til å beskytte aktørene i markedet og til å øke tilliten til markedet. I dag har Finanstilsynet få formelle reaksjonsmuligheter på verdipapirområdet, utover å kreve retting og kalle tilbake tillatelsen til foretaket. Hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr kan bidra til at sanksjoneringen blir mer fleksibel, slik at den i større grad kan tilpasses overtredelsens art og alvorlighetsgrad. Straff bør forbeholdes alvorlige eller gjentatte overtredelser hvor det kan være aktuelt å vurdere fengselsstraff, mens overtredelsesgebyr ellers vil være en egnet og hensiktsmessig reaksjon ved overtredelser, som alternativ til strafferettslig bot. Utvalget viser også til at det dreier seg om overtredelser av offentlig reguleringslovgivning rettet mot næringsdrivende, en type overtredelser som ifølge Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 13.2 kan egne seg for reaksjoner i form av administrative sanksjoner. Utvalget viser dessuten til at MiFID II gir anvisning på at det er særlig viktig å reagere mot de overtredelsene som det her foreslås å kunne sanksjonere med overtredelsesgebyr. Hjemmel for Finanstilsynet til å ilegge overtredelsesgebyr vil også bidra til at reglene om sanksjoner blir mer ensartede i EØS-området. På denne måten motvirkes regelverksarbitrasje.

10.4.7.3 Hvem skal kunne ilegges overtredelsesgebyr etter bestemmelsene?

MiFID II og MiFIR retter seg i all hovedsak mot foretak som driver virksomhet i verdipapirmarkedet. Det vil si at loven som gjennomfører regelverket pålegger foretaket plikter. Utvalget legger dermed til grunn at det først og fremst vil være aktuelt å ilegge foretak overtredelsesgebyr. Utvalget foreslår at det presiseres i § 21-4 første ledd at Finanstilsynet kan ilegge overtredelsesgebyr dersom foretaket eller noen som har handlet på

vegne av foretaket har overtrådt de aktuelle bestemmelsene i verdipapirhandelloven. Personkretsen vil være den samme som etter straffeloven § 27 første ledd første punktum. Det foreslås ikke å fastsette krav om skyld for at et foretak skal kunne ilegges overtredelsesgebyr. Det vises til anbefalingen fra Justis- og beredskapsdepartementet i Prop. 62 L (2015–2016) om at det ikke skal være krav om skyld for å kunne ilegge foretak overtredelsesgebyr, se for eksempel proposisjonen kapittel 9.3.

Når det gjelder anonyme og kumulative feil, viser utvalget til at den nye bestemmelsen i forvaltningsloven § 46 første ledd inneholder regler om at administrativ foretakssanksjon kan ilegges også ved anonyme og kumulative feil, dersom det er fastsatt i særlov at administrativ sanksjon kan ilegges overfor et foretak. Utvalget legger til grunn at bestemmelsen vil utfylle reglene i verdipapirhandelloven, slik at det ikke er behov for tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandelloven.

MiFID II artikkel 70 nr. 2 fastsetter at når regelverket retter seg mot foretak som har konsesjon til å drive virksomhet i verdipapirmarkedet *skal* medlemmer av foretakets styre eller andre fysiske eller juridiske personer som i henhold til nasjonal lovgivning er ansvarlig for overtredelsen, også kunne ilegges overtredelsesgebyr på de vilkår som nasjonal lovgivning setter. Det er dermed overlatt til nasjonale myndigheter å fastsette vilkår for at overtredelsesgebyr skal kunne ilegges. Slik utvalget ser det, er personlig ansvar for brudd på foretakets plikter en alvorlig reaksjon. I utgangspunktet er det i foretakenes interesse at bestemmelser som er satt til vern av markedet, overholdes. Selv om overtredelser faktisk foretas av enkeltpersoner er det normalt som ledd i virksomheten, slik at det gir en rimeligere ansvarsplassering hvis foretaket bærer ansvaret. Å plassere ansvaret primært hos foretaket, vil fremme krav til internkontroll, rutiner og systemer slik at lovovertredelser kan forebygges. Slik utvalget ser det, er det kun naturlig å ilegge overtredelsesgebyr for ansvarlige personer, der det foreligger alvorlige brudd på personens plikter etter loven. Utvalget foreslår derfor at overtredelsesgebyr kun skal kunne ilegges ansvarlige personer som har opptrådt forsettlig eller grovt uaktsomt.

En forutsetning for å ilegge overtredelsesgebyr er at vedkommende kan holdes personlig ansvarlig for overtredelsen etter nasjonal rett. Dette medfører at personkretsen som kan ilegges overtredelsesgebyr i medhold av bestemmelsene, vil kunne variere blant medlemslandene. Etter alminnelig norsk selskapsrett vil det være styret og daglig leder som er ansvarlig for virksomheten. I foretak som har konsesjon i verdipapirmarkedet er ansvar plassert hos styremedlem, daglig leder eller faktisk leder av virksomheten, altså den personkretsen som er gjenstand for egnethetsvurdering etter utkastet §§ 9-10, 11-7 og 14-4. Det er dermed naturlig at denne personkretsen omfattes. Det vil imidlertid bero på omstendighetene knyttet til den enkelte overtredelse hvor ansvaret skal plasseres.

Utvalget foreslår at det tas inn en bestemmelse i lovens § 21-4, som gir hjemmel til å ilegge fysiske personer som er styremedlem, daglig leder eller faktisk leder hos foretaket overtredelsesgebyr, men bare dersom vedkommende har utvist forsett eller grov uaktsomhet i forbindelse med overtredelsen som fører til at foretaket kan ilegges overtredelsesgebyr. Reglene er, slik utvalget ser det, nødvendig for å oppfylle direktivforpliktelsene.

Noen få av reglene som gjennomfører MiFID II vil kunne overtres av andre fysiske personer enn de som sitter i konsesjonspliktige foretaks styre og ledelse. Dette gjelder ved overtredelse av bestemmelsene som retter seg mot enhver, altså også rettssubjekter som ikke har konsesjon til å drive virksomhet i verdipapirmarkedet. Dette gjelder reglene om algoritmehandel og posisjonsgrenser. I tillegg gjelder det saker der det drives konsesjonspliktig virksomhet uten nødvendig tillatelse. Utvalget legger til grunn at overtredelsesgebyr vil kunne være en egnet reaksjon også i slike tilfeller. Utvalget bemerker at dette vil dreie seg om et fåtall personer som må forutsettes å være profesjonelle deltakere i verdipapirmarkedet. Utvalget foreslår at det for de aktuelle bestemmelsene tas inn regler om at fysiske personer kan ilegges overtredelsesgebyr dersom de forsettlig eller uaktsomt overtrer bestemmelsene om algoritmehandel og posisjonsgrenser og der noen driver konsesjonspliktig virksomhet uten nødvendige tillatelser.

10.4.7.4 Hvilke overtredelser bør medføre overtredelsesgebyr?

Utvalget foreslår hjemmel for å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på de bestemmelsene som direktivet artikkel 70 nr. 3 lister opp at det er særlig viktig å sanksjonere. I tillegg gir MiFID II artikkel 70 nr. 4 anvisning på at det skal kunne sanksjoneres mot den som driver konsesjonspliktig virksomhet uten tillatelse. Overtredelsesgebyr skal også kunne rettes mot foretak som har fått tillatelse ved hjelp av uriktige erklæringer eller andre uregelmessigheter. I tillegg fastsetter artikkel 70

nr. 5 at overtredelsesgebyr skal kunne ilegges ved manglende oppfyllelse av pålegg fra tilsynsmyndigheten. Utvalget foreslår at en bestemmelse om dette tas inn i § 21-4.

Justisdepartementet gir i Prop. 62 L (2015–2016) uttrykk for at det bør vurderes konkret for hver enkelt handlingsnorm om en overtredelse skal sanksjoneres. For så vidt gjelder lovbestemmelsene i kapittel 8-16 utgjør nesten alle bestemmelsene gjennomføring av MiFID II og MiFIR hvor direktivet fastsetter at medlemslandene skal gjennomføre regler om overtredelsesgebyr. Vurderingen er således gjort i det felles EØS-regelverket. Utvalget har vurdert om overtredelsesgebyr skal kunne anvendes i større utstrekning enn direktivet krever. Utvalget bemerker at de få reglene i nevnte kapitler som ikke utgjør gjennomføring av direktiv og forordning er satt for å beskytte viktige hensyn i det norske verdipapirmarkedet. Utvalget finner det på denne bakgrunn riktig at reglene om overtredelsesgebyr gjøres gjeldende også for disse bestemmelsene. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at overtredelsesgebyr skal kunne ilegges for brudd på alle reglene i kapittel 8 til 16 og forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene. I tillegg foreslår utvalget at det kan ilegges overtredelsesgebyr for brudd på bestemmelsene om pålegg gitt av tilsynsmyndigheten.

10.4.7.5 Størrelsen på overtredelsesgebyr

Dagens regler inneholder ikke beløpsgrenser for overtredelsesgebyr. MiFID II artikkel 70 nr. 6 bokstav f) til h) fastsetter svært høye maksimumsbeløp. Nasjonale myndigheter kan fastsette regler om enda høyere maksimumsbeløp, men kan ikke la være å fastsette slike beløp, eller fastsette beløp som er lavere. Dette fremgår av artikkel 70 nr. 7. Det må dermed inntas regler for å gjennomføre direktivbestemmelsene.

Maksimumsbeløp for en juridisk person skal kunne utgjøre opptil 5 000 000 euro, eller opptil 10 % av den samlede årsomsetningen i henhold til siste tilgjengelige årsregnskap som er godkjent av ledelsen. Dersom det er tale om et morselskap eller et datterselskap av et morselskap som skal utarbeide konsernregnskap etter direktiv 2013/34/EU, skal den samlede omsetningen være den totale årsomsetningen, eller tilvarende inntekt etter relevante regnskapsdirektiver, etter siste tilgjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsen i det overordnede morforetaket.

For en fysisk person skal beløpet kunne settes til opptil 5 000 000 euro.

I begge tilfeller kan gebyret isteden fastsettes til opptil to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, når det er mulig å fastsette dette, selv om dette beløpet blir høyere enn beløpene nevnt over.

For land utenfor eurosonen skal beløpet omregnes til nasjonal valuta pr. 2. juli 2014.

Utvalget bemerker at størrelsen på de maksimale overtredelsesgebyrene ligger langt over nivået på overtredelsesgebyrer som ilegges i Norge i dag, eller for den saks skyld på bøtenivået i norske straffebestemmelser. Slik sett passer maksimumsreglene dårlig i norsk rettstradisjon. At maksimumsbeløpet er høyt, er imidlertid av liten betydning så lenge fastsettelsen uansett skal skje etter en konkret vurdering. Hertil kommer at maksimumsgebyrets størrelse reflekterer at også de aller største finansinstitusjonene i Europa omfattes av regelverket. At de maksimale satsene på overtredelsesgebyrene samordnes i EØS-området kan bidra til å hindre regelverksarbitrasje. Felles regler er videre en fordel i saker med forgreninger til flere land. I Prop. 62 L (2015–2016), kapittel 13.3.4 uttaler Justisdepartementet at det ved brudd på offentligrettslig regulering av næringsvirksomhet vil kunne ilegges større overtredelsesgebyrer for alvorlige overtredelser både mot foretak og fysiske personer. Konkurranseloven åpner allerede for høye administrative gebyrer på sitt område. Det fremgår av den nye bestemmelsen i forvaltningsloven § 44 annet ledd at det må fastsettes en øvre ramme for utmålingen av overtredelsesgebyr i lov eller forskrift, jf. Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 13.3. Ettersom en maksimumssats uansett må fastsettes, kan utvalget vanskelig se at det foreligger noen grunn til å fravike direktivets maksimumssatser.

Utvalget bemerker at direktivet legger opp til at maksimumssatsene skal fastsettes på noe ulikt vis i forskjellige situasjoner. I korthet kombineres et fastsatt maksimumsbeløp med fastsettelse etter en prosentsats av årsomsetning eller to ganger oppnådd vinning. Utvalget legger til grunn at reglene direktivet legger opp til angir en presis beskrivelse av maksimalbeløpet, eller grunnlaget for å beregne maksimalbeløpet, slik Prop. 62 L (2015–2016) gir anvisning på i kapittel 13.3.4.

Utvalget foreslår at bestemmelser om overtredelsesgebyrets størrelse som svarer til direktivet, innarbeides i reglene om overtredelsesgebyr, som egne ledd i § 21-4.

10.4.7.6 Oppfyllelsesfrist, tvangsfullbyrdelse og foreldelse

Den alminnelige regelen i forvaltningsloven § 42 er at verken klage eller søksmål fører til utsatt iverksetting av vedtak, med mindre forvaltningen selv beslutter det. I forvaltningsloven § 44 er det inntatt en normalregel om at oppfyllelsesfristen for overtredelsesgebyr skal være fire uker fra vedtaket ble truffet. At overtredelsesgebyrene potensielt kan bli meget store, tilsier, slik utvalget ser det, at det bør gis en lenger frist. Utvalget foreslår derfor en betalingsfrist på to måneder. Dette er for øvrig i samsvar med betalingsfristen etter konkurranseloven § 29 tredje ledd andre punktum, hvor det fremgår at overtredelsesgebyr etter denne bestemmelsen forfaller til betaling to måneder etter at vedtaket er mottatt.

Et annet spørsmål er om overtredelsesgebyr skal kunne tvangsfullbyrdes. Hensynet til et effektivt sanksjonssystem tilsier etter utvalgets oppfatning at det bør være enkel adgang til fullbyrdelse av overtredelsesgebyr. Justisdepartementet har i Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 26.4 tatt til orde for at sanksjonsvedtak som går ut på plikt til å betale penger, bør danne tvangsgrunnlag for utlegg, og på denne bakgrunn er det vedtatt endringer i tvangsfullbyrdelsesloven § 7-2 bokstav d). Samtidig peker Justisdepartementet på at det offentlige, før vedtaket er endelig, bare har behov for sikkerhet for kravet på penger som følger av vedtaket. Det offentlige bør ut fra dette ikke kunne begjære utleggstrekk og tvangsdekning av utleggspant før vedtaket er endelig. At tvangsdekning og utleggstrekk bare kan begjæres når vedtaket er endelig er på denne bakgrunn lovfestet i tvangsfullbyrdelsesloven § 4-18 femte ledd. Bestemmelsen gjelder for vedtak om administrativ sanksjon på betaling av penger, og vil derfor gjelde for overtredelsesgebyr etter verdipapirhandelloven, med mindre det gjøres eksplisitt unntak i verdipapirhandelloven.

I konkurranseloven § 29 er det valgt en løsning der tvangskraften av et vedtak om overtredelsesgebyr suspenderes dersom det reises søksmål om gyldigheten av vedtaket. Utvalget har vurdert om en tilsvarende begrensning bør inntas i verdipapirhandelloven ut fra at overtredelsesgebyrene potensielt kan bli svært store. Etter utvalgets oppfatning vil imidlertid endringene som er vedtatt i tvangsfullbyrdelsesloven § 4-18 femte ledd ivareta både det offentliges behov for sikkerhet og den som ilegges overtredelsesgebyr på en hensiktsmessig måte, og på denne bakgrunn foreslår utvalget ikke at tvangskraften av vedtak om overtredelsesgebyr suspenderes dersom det reises søksmål mot vedtaket.

At ilagt overtredelsesgebyr er tvangsgrunnlag for utlegg følger av de vedtatte endringene i tvangsfullbyrdelsesloven § 7-2 bokstav d), og det er etter utvalgets oppfatning ikke nødvendig at dette også sies i verdipapirhandelloven.

Justisdepartementet har i sin høringsmerknad til Prop. 154 L (2015–2016) om endringer i verdipapirfondloven uttalt at det bør vurderes om det er hensiktsmessig med regler om foreldelse av overtredelsesgebyr. Utvalget viser til at overtredelsesgebyr vil være et alternativ til bot, slik at det er naturlig å se hen til reglene om foreldelse i straffeloven § 86, der foreldelsesfristen er to år for blant annet bøter. Akvakulturloven § 30 inneholder også en bestemmelse om foreldelsesfrist på to år. Utvalget foreslår en tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandelloven § 21-4 niende ledd.

10.4.7.7 Er det behov for å opprettholde et parallelt strafferegime?

Etter dagens regler er enkelte av bestemmelsene som gjennomfører MiFID I straffbelagt. Dette gjelder i første rekke reglene om god forretningsskikk, krav om tillatelse og krav om føring og oppbevaring av lister over investeringstjenester og transaksjoner. Når utvalget foreslår å innføre administrative sanksjoner oppstår spørsmålet om det er behov for å opprettholde gjeldende straffebestemmelser. Det inngår i utvalgets mandat å vurdere om straffebestemmelsene skal opprettholdes og om det skal innføres fler. Siden utvalget mener det bør innføres overtredelsesgebyr, er spørsmålet om det er behov for å opprettholde et parallelt strafferettslig sanksjonsspor.

Kriminaliseringsprinsippene som er beskrevet i forarbeidene til straffeloven og uttalelsene i Prop. 62 L (2015–2016) gir på dette punktet enkelte føringer. I Prop. 62 L (2015–2016) legges det til grunn at brudd på offentligrettslig reguleringslovgivning bare bør belegges med straff dersom lovbruddet er tilstrekkelig alvorlig og hvis tilfredsstillende regeletterlevelse ikke kan oppnås ved bruk av andre sanksjoner. På bakgrunn av de retningslinjene som gis i proposisjonen har utvalget vurdert om visse brudd på reglene som gjennomfører MiFID II er tilstrekkelig alvorlige til å begrunne bruk av straff, og om straff på dette området er nødvendig for å sikre at regelverket følges. Straff bør bare benyttes dersom andre reaksjoner og sanksjoner ikke vil være tilstrekkelige.

Etter utvalgets syn bør et parallelt straffespor opprettholdes. I dag kan overtredelser av enkelte

av de bestemmelsene som gjennomfør MiFID I straffes med bøter eller fengsel inntil ett år. Utvalget peker på at overtredelse av enkelte av bestemmelsene i verdipapirhandelloven har meget stort skadepotensiale. For det første gjelder dette reglene som er satt til beskyttelse av den enkelte investor, og da særlig reglene om god forretningsskikk og regler om krav om tillatelse for å drive virksomhet som verdipapirforetak. Ved grove brudd på disse bestemmelsene kan handlingene det er tale om ligge i grenselandet mot bedragaribestemmelsene i straffeloven. Sterke allmennpreventive hensyn taler for at det bør være mulig å straffeforfølge brudd på disse reglene. For det annet gjeler dette overtredelse av bestemmelser som er av særlig betydning for å verne markedet mot skadelige hendelser. Dette er i første rekke bestemmelser som retter seg mot atferd som har vist seg å kunne føre til store markedsforstyrrelser, for eksempel reglene om algoritmehandel og posisjonsgrenser.

Etter dagens regler er det også forbundet med straffeansvar å ikke rette seg etter pålegg fra Finanstilsynet. Utvalget legger til grunn at strafferegelene også på dette punktet bør videreføres. Utvalget viser til at manglende oppfyllelse av lovpålagte plikter overfor tilsynsmyndigheten kan medføre at Finanstilsynet mister mulighet til å gripe inn i situasjoner som kan være meget alvorlige for markedet tilsynet skal beskytte.

Det er imidlertid *ikke* naturlig at alle bestemmelser som nå gjøres til gjenstand for overtredelsesgebyr også skal belegges med straff. Tvert i mot viser utvalget til at det krever en særlig begrunnelse å utvide området for straffetrusselen. Loven inneholder en rekke regler det ikke er naturlig å straffebelegge.

Hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr bidrar til at sanksjoneringen blir mer fleksibel, slik at den i større grad kan tilpasses overtredelsens art og alvorlighetsgrad.

Ettersom utvalget skal foreta en samlet vurdering av verdipapirhandellovens straffebestemmelser i delutredningen nr. 3, som også omfatter gjennomføring av Markedsmisbruksdirektivet, foreslås det i denne utredningen ingen endring eller utvidet anvendelse av straff for brudd på bestemmelsene i verdipapirhandelloven. Eksisterende straffebestemmelser foreslås videreført med oppdaterte paragrafhenvisninger. Utvalget viser til at det er store fordeler forbundet med å se hele regelverket under ett. De bestemmelsene som peker seg ut som aktuelle har også så klare sider mot markedsmisbruksregelverket at det bare av den grunn er ønskelig å avvente ytterligere utvidelse av straffebestemmelsene til den samlede vurderingen i delutredning nr. 3.

10.4.7.8 Vinningsavståelse

Etter dagens regler er det adgang til å ilegge vinningsavståelse for brudd på reglene om ansattes egenhandel, regulerte markeders adgang til å drive MHF, verdipapirforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet, ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet og reglene om god forretningsskikk, samt forskrifter gitt i medhold av bestemmelsene. Reglene skiller seg fra regler om overtredelsesgebyr og bøtestraff ved at vinningen kan inndras hos den som vinningen har tilfalt, uavhengig av om dette er rettssubjektet som har begått overtredelsen. Reglene har en viktig funksjon der det ikke er praktisk mulig å inndrive kravet hos overtreder, for eksempel fordi midlene er overført til et annet rettssubjekt på tidspunktet for sanksjonering. Reglene har i praksis vist seg nyttige. Utvalget kan ikke se at det foreligger noe sterkt behov for å oppheve reglene og foreslår at de videreføres i samme omfang som tidligere. Vinningsavståelse er en administrativ sanksjon som faller inn under de nye reglene i forvaltningsloven kapittel IX.

10.4.7.9 Retningslinjer ved valg av administrative tiltak og sanksjoner

Det følger av MiFID II artikkel 72 nr. 2 at tilsynsmyndigheten skal ta alle relevante omstendigheter i betraktning når det skal foretas valg mellom ulike administrative tiltak eller sanksjoner og når utmåling av sanksjonen skal besluttes. Momentene som nevnes er overtredelsens grovhet og varighet, overtrederens økonomiske evne, oppnådd vinning eller unngått tap, tap påført tredjemann, overtreders vilje til å samarbeide med tilsynsmyndigheten og tidligere overtredelser. Det understrekes at tilsynsmyndigheten kan ta hensyn til flere faktorer enn dem som er omhandlet i bestemmelsen, når de bestemmer typen av og nivået på administrative tiltak og sanksjoner.

Momentene som nevnes skal imidlertid vektlegges både ved valg av reaksjon og som momenter ved utmåling av administrative overtredelsesgebyrer «when appropriate».

De nye reglene i forvaltningsloven § 44 tredje ledd om utmåling av overtredelsesgebyr mot fysisk person og § 46 annet ledd om avgjørelse av om et foretak skal ilegges administrativ sanksjon og ved individuell utmåling av sanksjonen, angir også momenter det «kan» legges vekt på i avgjø-

relsen. Det er stor grad av overlapp mellom momentene som angis i forvaltningsloven og i artikkel 72 nr. 2, men også enkelte forskjeller. Blant annet nevner artikkel 72. nr. 2 at det skal legges vekt på overtrederens vilje til å samarbeide med tilsynsmyndighetene.

Det er også enkelte andre forskjeller mellom bestemmelsene. Mens forvaltningsloven taler om momenter det «kan legges vekt på» taler artikkel 72 om momenter tilsynsmyndigheten «skal ta i betraktning» hvis de er relevante (appropriate). Selv om det kan synes som artikkel 72 nr. 2 stiller strengere krav til skjønnsutøvelsen, modereres artikkelens «skal» av forbeholdet. Det fremgår også uttrykkelig av både første og siste ledd i artikkelen at alle relevante omstendigheter skal tas i betraktning. Utvalget legger dermed til grunn at heller ikke artikkel 72. nr. 2 legger opp til å legge strenge rammer for forvaltningsskjønnet.

På ett punkt skiller imidlertid bestemmelsene seg klarere fra hverandre. Forvaltningsloven § 46 gjelder ved spørsmål *om* sanksjon mot foretak skal ilegges og *utmåling* av sanksjonen. Den regulerer imidlertid ikke spørsmålet om *valget mellom ulike sanksjoner*. I Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 10.3.3. ble spørsmålet drøftet slik:

> «I likhet med det som gjelder etter straffeloven § 28, har departementet valgt å utforme bestemmelsen slik at den får anvendelse for spørsmålet om sanksjon bør ilegges og ved utmåling av sanksjonen. Idet listen av momenter antas å gi mindre veiledning ved valget mellom flere mulige sanksjoner, reguleres det ikke i lovforslaget.»

Artikkel 72 nr. 2 sier imidlertid uttrykkelig at bestemmelsen også gjelder *valg av administrativ tiltak/sanksjon*. Fordi artikkel 72 omfatter både tiltak (som pålegg om retting) og sanksjoner (som gebyr) omfatter den også valg mellom flere virkemidler enn den forvaltningsloven § 46 gjelder (bare sanksjoner), slik at verdien av en slik veiledning i dette tilfellet blir noe større.

Utvalget foreslår å innta egne regler om hva det bør legges vekt på ved valg av administrative tiltak/sanksjoner og utmåling av sanksjoner i verdipapirhandelloven som skal gjelde ved siden av reglene i forvaltningsloven. Utvalget foreslår at en bestemmelse om dette utformes etter mønster av MiFID II artikkel 72 nr. 2. Utvalget legger til grunn at formålet med å utforme generelle regler i forvaltningsloven er å samle momenter som vil gjøre seg gjeldende i mange saker om administrative sanksjoner, uten at adgangen til å gjøre tilpasninger på områder der andre hensyn gjør seg gjeldende svekkes. Et slikt hensyn er å gjennomføre felles EØS-regler i tråd med direktiver og forordninger. En mulig løsning er å utarbeide en bestemmelse i verdipapirhandelloven som viser til forvaltningslovens regel, og som samtidig inneholder de tilleggsmomenter artikkel 72 nr. 2 krever. Utvalget mener imidlertid at dette kan gi en lite oversiktlig situasjon for dem reguleringen treffer. Det gir en langt mer oversiktlig situasjon for aktørene å finne én bestemmelse i verdipapirhandelloven som svarer til alle deler av artikkel 72 nr. 2. Riktignok vil det innebære noe dobbeltregulering fordi momenter som nevnes både i artikkel 72 nr. 2 og forvaltningsloven § 46 annet ledd vil fremgå i begge lover. Slik utvalget ser det, gir det en bedre løsning å akseptere en viss dobbeltbehandling enn at bare enkelte av momentene fra artikkel 72 nr. 2 nevnes eksplisitt i verdipapirhandelloven. Sistnevnte løsning vil nødvendigvis føre til at de som ikke slår opp i forvaltningsloven (antakelig de fleste) får et svært skjevt bilde av hva forvaltningen faktisk vil legge vekt på. Utvalget foreslår at bestemmelsen utformes slik at momentene «bør» vektlegges. Det bemerkes at artikkel 72 nr. 2 tydelig angir at momentene bare skal vektlegges i den grad de er relevante og at andre momenter etter omstendighetene kan tas i betraktning. I tråd med artikkel 72 nr. 2 foreslår utvalget at bestemmelsen utformes slik den kommer til anvendelse også ved valg av tiltak og sanksjoner. Det vises til utkast til bestemmelse i § 21-5.

10.5 Offentliggjøring av administrative sanksjoner og andre tiltak

10.5.1 Gjeldende rett

Forvaltningsorganer kan som allment utgangspunkt offentliggjøre opplysninger om sakene de behandler, enten av eget tiltak eller etter ønske fra andre. Hovedregelen i norsk rett er at alle dokumenter utarbeidet av et offentlig organ *er offentlige*, se Lov 19. mai 2006 nr. 16 om rett til innsyn i dokument i offentleg verksemd (heretter offentleglova eller offl.) § 3. Et dokument anses utarbeidet når det er sendt ut av organet, eller er ferdigstilt, se offl. § 4. Innsyn kan utsettes dersom nærmere bestemte vilkår er til stede, blant annet hvis dokumentet kan gi et misvisende bilde av saken. Offentliggjøring skal skje gjennom offentlig journal i medhold av offl. § 10. Det offentlige organet som har utarbeidet dokumentet kan etter samme bestemmelse gjøre dokumentet tilgjengelig på in-

ternett. Unntak fra sistnevnte gjelder for visse personopplysninger.

Alminnelige regler om taushetsplikt finnes i offl. § 13. Etter offl. § 24 annet ledd kan det gjøres unntak fra offentlighet for dokument om lovbrudd. Meldinger, tips eller liknende dokument fra private om lovbrudd kan unntas fra innsyn etter offl. § 24 annet ledd første punktum uten tidsavgrensning. Andre dokumenter om lovbrudd kan etter § 24 annet ledd annet punktum unntas inntil saken dokumentene gjelder er avgjort. Forvaltningen har dermed som utgangspunkt rett til å gi innsyn i opplysninger om at en administrativ sanksjon er ilagt, med mindre opplysningene er underlagt lovbestemt taushetsplikt, jf. offl. § 13 første ledd.

For *fysiske personer* er taushetsplikten regulert i forvaltningsloven § 13 første ledd nr. 1. Her fremgår det at opplysninger om «noens personlige forhold» er underlagt taushetsplikt. Hvorvidt opplysninger om at en person er ilagt en sanksjon etter verdipapirhandelloven og grunnlaget for dette, er underlagt taushetsplikt som «noens personlige forhold» kan ikke besvares generelt. I Justis- og beredskapsdepartementets «Rettleiar til offenleglova», er rettstilstanden med sikte på opplysninger om lovbrudd mv. beskrevet slik:

> «Tradisjonelt har ein lagt til grunn at opplysningar om at ein person eller ei verksemd har gjort seg skuldig i straffbare handlingar eller andre lovbrot, er underlagde teieplikt. Dette synet kan i mange tilfelle ikkje lenger stå ved lag. For lovbrot som er skjedd i næringsverksemd har det vorte stadig meir vanleg at brot på lover og forskrifter som blir oppdaga av offentlege kontrollinstansar, blir offentleggjorde. Dette gjeld til dømes Mattilsynet sine kontrollar av at restaurantar og serveringsstader følgjer næringsmiddelforskriftene. Opplysningar om at personar er mistenkte for økonomisk kriminalitet i næringsverksemd blir òg ofte offentleg kjende.
>
> Det er vanskeleg å seie eksakt kva opplysningar om straffbare handlingar eller andre lovbrot som er underlagde teieplikt. Ein må ta omsyn både til karakteren av lovbrotet og den offentlege interessa i at opplysningane blir kjende. Opplysningar om lovbrot som er gjorde i næringsverksemd eller i samband med utøving av eit yrke som det er knytt ei særleg tillit til, som til dømes helsepersonell, vil som utgangspunkt ikkje vere underlagde teieplikt. Det må likevel leggjast vekt på om opplysningane berre gjeld mistanke om lovbrot. I mange tilfelle kan det vere teieplikt på mistankestadiet, men ikkje når lovbrotet er konstatert, til dømes gjennom at nokon er domfelt eller har vedteke eit førelegg.»[5]

Taushetsplikten for «noens personlige forhold» etter forvaltningsloven § 13 nr. 1, gjelder ikke opplysninger om foretak og andre juridiske personer. Taushetsplikten må her vurderes etter forvaltningsloven § 13 første ledd nr. 2, som pålegger taushetsplikt om «drifts- eller forretningsforhold som det vil være av konkurransemessig betydning å hemmeligholde». Opplysninger om ileggelse av en administrativ sanksjon og grunnlaget for dette vil ikke være en slik opplysning om forretningsforhold som er underlagt taushetsplikt.

Finanstilsynsloven § 7 fastsetter at tilsynets ansatte har taushetsplikt overfor uvedkommende om det som de får kjennskap til i sitt arbeid. Etter verdipapirhandelloven § 15-6 tredje ledd har enhver som utfører arbeid for Finanstilsynet eller departementet taushetsplikt overfor uvedkommende om opplysninger som omhandler tiltak og sanksjoner og som knytter seg til overtredelse av bestemmelsene i kapittel 3, 4 eller 5 i loven, dersom offentliggjøring av opplysningene kan skape alvorlig uro på finansmarkedene eller påføre berørte parter uforholdsmessig stor skade.

> Hovedregelen etter domstolloven § 124 første ledd er at straffesaker og straffedommer er offentlige. Domstolloven inneholder flere unntak fra dette utgangspunktet. Det kan særlig nevnes at retten etter domstolloven § 130 første ledd kan forby at hele eller deler av en rettsavgjørelse gjengis offentlig hvis hensynet til privatlivets fred eller fornærmedes ettermæle krever det, eller etterforskningshensyn krever at en kjennelse eller beslutning avsagt i en straffesak utenfor hovedforhandling ikke blir offentlig gjengitt. Det vil svært sjelden være grunnlag for å forby at en rettsavgjørelse gjengis offentlig av hensyn til domfelte selv.

Etter personopplysningsloven § 2 nr. 8 bokstav b) skal det regnes som sensitive personopplysninger «at en person har vært mistenkt, siktet, tiltalt eller dømt for en straffbar handling». Det er forbudt å gjøre slike opplysninger tilgjengelige på internett, jf. offentlegforskrifta § 7 annet ledd bokstav c).

---

[5] Justisdepartementets Rettleiar til offentleglova, publikasjon G-0419 N, 2009 på side 81–82.

10.5.2 Forventet EØS-rett

MiFID II artikkel 71 inneholder bestemmelser om offentliggjøring av vedtak om sanksjoner og andre tiltak. Etter artikkel 71 nr. 1 første ledd skal tilsynsmyndigheten publisere alle vedtak som pålegger en administrativ sanksjon eller et tiltak for overtredelse av regler som gjennomfører MiFID II og MiFIR, på sin hjemmeside. Offentliggjøring skal skje så snart som mulig etter at vedkommende som er ilagt sanksjonen er underrettet om vedtaket. Publiseringen skal minst inneholde opplysninger om hva overtredelsen gjelder og identiteten til den ansvarlige for overtredelsen. Plikten til offentliggjøring gjelder ikke avgjørelser av undersøkelsesmessig karakter.

Artikkel 71 nr. 1 annet ledd inneholder unntak fra hovedregelen om offentliggjøring. Hvis tilsynsmyndigheten etter en konkret vurdering av saken finner at identifisering av foretak eller personlige opplysninger om fysiske personer er uforholdsmessig, eller dersom offentliggjøring vil true stabiliteten i finansmarkedene eller pågående undersøkelser, skal kompetent myndighet enten:

a) utsette offentliggjøringen inntil årsaken til at offentliggjøring ble utsatt ikke lenger gjør seg gjeldende,
b) anonymisere vedtaket som offentliggjøres, dersom dette kan gjøres på en måte som beskytter personopplysningene på en måte som tilfredsstiller kravene i nasjonal lov, eller
c) unnlate å offentliggjøre vedtaket dersom utsatt offentliggjøring eller anonymisering ikke anses tilstrekkelig til å sikre stabiliteten i finansmarkedene, eller kan anses forholdsmessig fordi tiltakene anses å være av mindre betydning.

Hvis tilsynsmyndigheten besluttet å offentliggjøre et vedtak eller et tiltak i anonymisert form, kan offentliggjøring av de aktuelle opplysningene utsettes i et rimelig tidsrom hvis det er grunn til å tro at årsakene til at vedtaket skulle anonymiseres vil falle bort i løpet av denne perioden.

Dersom et vedtak om å ilegge en sanksjon eller et annet tiltak bringes inn for domstolene eller andre myndigheter, skal tilsynsmyndigheten straks publisere opplysninger om dette på sin offisielle nettside, sammen med etterfølgende opplysninger om utfallet av klagen. Enhver avgjørelse som opphever eller endrer en tidligere avgjørelse om å ilegge en administrativ sanksjon eller et annet tiltak, skal også offentliggjøres. Dette følger av artikkel 71 nr. 2.

I følge artikkel 71 nr. 3 første ledd skal publiseringene etter bestemmelsen ligge på nettsiden til tilsynsmyndigheten i minst fem år. Personopplysninger skal bare ligge på nettsiden så lenge det er nødvendig, og i tråd med gjeldende regler om personvern.

Bestemmelsens annet ledd fastsetter at tilsynsmyndigheten har plikt til å informere ESMA om alle sanksjonsvedtak, herunder vedtak om administrative sanksjoner som er fattet, men ikke publisert og om avsagte straffedommer. ESMA skal opprette en egen database for tilsynsmyndighetene som skal inneholde opplysninger om sanksjoner.

I følge artikkel 71 nr. 4 skal medlemslandene hvert år gi ESMA aggregert informasjon om sanksjoner og tiltak. Land som har valgt å ha straffe-rettslige sanksjoner skal gi aggregert informasjon om påbegynte etterforskninger og om domsavsigelser.

ESMA skal lage årlige rapporter om sanksjoner.

10.5.3 Utvalgets vurderinger

Utgangspunktet er at forvaltningsorganer kan offentliggjøre opplysninger om saker som de behandler, se også omtale av dette i Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 25. Utvalget legger til grunn at det ikke er nødvendig med lovbestemmelser som gir Finanstilsynet plikt til å offentliggjøre vedtak om administrative sanksjoner og andre tiltak ved overtredelser. En slik plikt vil følge ved innlemmelse av direktivet og forordningen i EØS-avtalen. Finanstilsynet publiserer etter dagens praksis alle tilsynsmerknader på verdipapirområdet på sitt nettsted. Tilsvarende gjelder vedtak om sanksjoner rettet mot foretak og personer, for sistnevnte etter en nærmere vurdering og i anonymisert form. Formålet med offentliggjøring er å opplyse om Finanstilsynets praksis og å motvirke overtredelser av regelverket.

Reglene om taushetsplikt i forvaltningsloven § 13 og finanstilsynsloven § 7 begrenser Finanstilsynets adgang til å offentliggjøre opplysninger. Personopplysningsloven kan også begrense adgangen til å offentliggjøre opplysninger. Bestemmelsene i MiFID II artikkel 71 nr. 1 annet avsnitt innebærer imidlertid at Finanstilsynet må foreta en konkret avveining mellom hensynet til at allmennheten skal få informasjon om avgjørelsene på den ene siden, og hensynet til dem som opplysningene gjelder og stabiliteten i finansmarkedene på den andre siden. Verdipapirhandelloven § 15-6 tredje ledd, som videreføres i § 19-6 annet ledd,

fastslår som nevnt at enhver som utfører arbeid for Finanstilsynet eller departementet har taushetsplikt overfor uvedkommende om opplysninger som omhandler tiltak og sanksjoner og som knytter seg til overtredelse av bestemmelsene i kapittel 3, 4 eller 5 i loven, dersom offentliggjøring av opplysningene kan skape alvorlig uro på finansmarkedene eller påføre berørte parter uforholdsmessig stor skade. Utvalget foreslår at bestemmelsen utvides til å gjelde vedtak om tiltak og sanksjoner for brudd på alle bestemmelser i loven og forskrifter gitt i medhold av loven. Bestemmelsen vil gjelde i stedet for forvaltningsloven § 13 for så vidt gjelder taushetsplikt for opplysninger om sanksjoner og andre tiltak knyttet til overtredelser av verdipapirhandelloven.

Utvalget bemerker at flere av direktivene på verdipapirområdet har nye bestemmelser om offentliggjøring av sanksjoner og tiltak. Blant annet er slike regler gjennomført i UCITS V. I Prop. 154 L (2015–2016) fremmes forslag til gjennomføring av reglene. For så vidt gjelder offentliggjøring av sanksjoner foreslår departementet en ny bestemmelse i verdipapirfondloven § 11-8 første ledd som svarer til verdipapirhandelloven § 15-6 tredje ledd. I forslag til ny bestemmelse i verdipapirfondloven er det presisert at forvaltningsloven § 13 og §§ 13 b til 13 e ikke gjelder når bestemmelsen kommer til anvendelse. Utvalget foreslår at tilsvarende presisering tas inn i verdipapirhandellovens bestemmelse. Utvalget viser til at Finanstilsynet ifølge MiFID II artikkel 71 nr. 1 bokstav b), i visse situasjoner skal offentliggjøre vedtak om sanksjoner og andre tiltak anonymt hvis dette sikrer en effektiv beskyttelse av personopplysninger. Dette kan gjøres i tråd med bestemmelsen i forvaltningsloven § 13 a nr. 2. Aktørene i finansmarkedet må forholde seg til flere direktivområder. Det er derfor et selvstendig poeng at direktivbestemmelser som har karakter av «fellesregler» for flere direktivområder, gjennomføres på samme måte hele i hele lovverket for ikke å skape uklarhet knyttet til det materielle innholdet i reglene.

10.6 Nye regler om vern av varslere

10.6.1 Gjeldende rett

Arbeidsmiljøloven § 2-4 inneholder regler som gir arbeidstakere rett til å varsle om kritikkverdige forhold. I arbeidsmiljøloven § 2-5 er det regler som gir arbeidstakere vern mot gjengjeldelse ved varsling. Videre vises det til at Arbeids- og sosialdepartementet i høringsnotat av 20. juni 2016 om endringer i arbeidsmiljølovens regler om varsling, foreslår at offentlige myndigheter skal ha taushetsplikt om identiteten til ansatte som varsler om forhold hos arbeidsgiveren. Taushetsplikten skal også gjelde overfor «sakens parter og deres representanter». Det er bare identiteten som skal være taushetsbelagt, ikke innholdet i det varselet myndighetene har mottatt. Det er ingen regler i verdipapirhandelloven om vern ved varsling.

10.6.2 Forventet EØS-rett

MiFID II artikkel 73 gir nye regler om varsling til tilsynsmyndigheten om overtredelser eller kritikkverdige forhold, såkalt «whistle blowing».

Etter artikkel 73 nr. 1 første ledd skal medlemsstatene sørge for at tilsynsmyndighetene etablerer effektive ordninger som legger til rette for å rapportere potensielle eller faktiske overtredelser av MIFIR eller nasjonale bestemmelser som gjennomfører MiFID II til tilsynsmyndigheten.

Etter artikkel 73 nr. 1 annet ledd skal ordningene minst omfatte:

a) særskilte rutiner for mottak av meldinger om overtredelser og oppfølgningen av disse, inkludert etablering av sikre kommunikasjonskanaler for slike rapporter,
b) tilstrekkelig beskyttelse av ansatte i finansinstitusjoner som varsler om overtredelser i finansinstitusjonen, og som minimum beskyttelse mot gjengjeldelse, diskriminering og andre former for urettferdig behandling,
c) beskyttelse av identiteten til både personen som varsler og den fysiske personen som antas å være ansvarlig for overtredelsen, i alle faser av prosessen, med mindre offentliggjøring kreves etter nasjonal lovgivning som ledd i ytterligere undersøkelser eller etterfølgende administrativ sak eller rettssak.

Medlemsstatene skal etter artikkel 73 nr. 2 kreve at verdipapirforetak, markedsoperatører, datarapporteringsforetak, kredittinstitusjoner med konsesjon til å yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester, samt filialer fra tredjeland, skal ha interne rutiner for at ansatte kan varsle om mulige overtredelser internt gjennom en særskilt uavhengig og selvstendig kanal.

10.6.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at nye regler om beskyttelse av varslere er gjennomført på flere direktivområder. Bestemmelsene er innholdsmessig like, selv om ordlyden og oppbygningen av bestemmelsene avviker noe fra direktiv til direktiv. Ettersom aktø-

rene i finansbransjen forholder seg til mange ulike direktivområder er det av betydning for dem at like direktivregler også gjennomføres likt i norsk rett. Det er således viktig at reglene utformes på samme måte, fordi dette vil lette regelverksforståelsen og gjøre systematikken i regelverket mer synlig.

Reglene om varsling er nylig vurdert av Finansdepartementet i forbindelse med gjennomføring av UCITS V. Reglene i MiFID II artikkel 73 svarer med enkelte forskjeller i språk og oppbygning, til tilsvarende bestemmelse i UCITS V. Utvalget mener på denne bakgrunn det skal gode grunner til for å legge andre vurderinger til grunn enn de som nylig er foretatt i Prop. 154 L (2015–2016), kapittel 2.4.5.5.

MiFID II artikkel 73 nr. 1 a) om rutiner for mottak av varsler om overtredelser og oppfølging av varslene, retter seg mot Finanstilsynet som tilsynsmyndighet for verdipapirlovgivningen. Utvalget legger til grunn at forpliktelsen til å følge de krav direktivet stiller til offentlige myndigheter oppstår når direktivet innlemmes i EØS-avtalen. Utvalget legger til grunn at Finanstilsynet er forpliktet til å innrette sine rutiner mv. slik at de oppfyller kravene som stilles til offentlige myndigheter i artikkel 73. Det er dermed ikke nødvendig å fastsette regler på dette punktet.

Etter artikkel 73 nr. 2 skal verdipapirforetak, kredittinstitusjoner med konsesjon til å yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester, markedsoperatører, datarapporteringsforetak og filialer av foretak etablert i tredjeland ha rutiner som sikrer at de ansatte kan varsle om overtredelser internt gjennom en særskilt, uavhengig og selvstendig kanal. Utvalget viser til at foretakene i kraft av å være arbeidsgivere plikter å ha rutiner for varsling etter arbeidsmiljøloven § 2-4 annet ledd. Det er også uttrykkelig fastsatt i arbeidsmiljøloven § 2-4 annet ledd at arbeidstaker har rett til å varsle til tilsynsmyndigheter eller andre offentlige myndigheter. Utvalget kan dermed ikke se at det er nødvendig med lovendringer for å oppfylle direktivets krav på dette punkt.

For så vidt gjelder kravene i artikkel 73 nr. 1 bokstav b) om at ansatte skal beskyttes mot gjengjeldelse, forskjellsbehandling og andre former for urettferdig behandling, inneholder arbeidsmiljøloven § 2-5 regler om vern mot gjengjeldelse. Utvalget legger derfor til grunn at direktivets krav er oppfylt slik at det ikke er nødvendig med særlige regler i verdipapirhandelloven.

Ifølge MiFID II artikkel 73 nr. 1 c) skal identiteten til både varsleren og den fysiske personen som varsler omfatter, til enhver tid beskyttes, med mindre offentliggjøring kreves etter nasjonal lovgivning som ledd i ytterligere undersøkelser eller etterfølgende rettssak. Utvalget bemerker at tips til Finanstilsynet om overtredelser normalt ikke vil være taushetsbelagt etter reglene i finanstilsynsloven § 7, som pålegger taushetsplikt for opplysninger om «en kundes forhold». At en person har varslet om mulige overtredelser, vil heller ikke alltid være underlagt taushetsplikt etter forvaltningsloven, som pålegger taushetsplikt for opplysninger om personlige forhold og forretningshemmeligheter. Varslerens identitet vil neppe uten videre være et «personlig forhold». Det samme vil antakelig gjelde hvem som er mistenkt for overtredelsen, i hvert fall hvis dette er et foretak. Bestemmelsen i offentleglova § 24 annet ledd om at forvaltningen kan unnta fra innsyn «melding, tips eller liknande dokument om lovbrot frå private», er en «kan-regel», mens MiFID II artikkel 73 nr. 1 bokstav c) krever at vern av identiteten sikres gjennom alle stadier av saken, hvis ikke det foreligger uttrykkelig hjemmel til å kreve opplysningene i etterfølgende administrativ eller rettslig prosess.

I Prop. 154 L (2015–2016) om gjennomføring av UCITS V har departementet foreslått en ny bestemmelse i verdipapirfondloven § 11-8 andre ledd som gir Finanstilsynet og departementet taushetsplikt om identiteten til den som gir meldinger, tips og liknende opplysninger om overtredelser. Forslaget har et videre virkeområde enn tilsvarende bestemmelse om taushetsplikt i forslag til endringer i arbeidsmiljøloven, idet det også dekker tips fra andre enn arbeidstakere. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at det tas inn en tilsvarende regel om taushetsplikt i bestemmelsen som viderefører reglene i verdipapirhandelloven § 15-6, se forslag til § 19-6 tredje ledd. Ifølge MiFID II artikkel 73 nr. 1 c) skal imidlertid identiteten til *både varsleren og den fysiske personen som varsler omfatter*, til enhver tid beskyttes, med mindre offentliggjøring kreves etter nasjonal lovgivning som ledd i ytterligere undersøkelser eller etterfølgende rettssak. Kravet om beskyttelse av fysiske personer det varsles om utgjør en utvidelse i forhold til reglene i UCITS V som bare omfatter varslerens identitet. Tilsvarende utforming er gitt i PRIIPs-forordningen (Regulation on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products) artikkel 28. Begge regelsett er utarbeidet etter at UCITS V var ferdigstilt. Utvalget legger til grunn at utvidelsen bør innarbeides i bestemmelsen om varsling.

Utvalget vil nevne at det kan reises spørsmål om regler om taushetsplikt om varsling burde inn-

arbeides i Finanstilsynsloven og på denne måten gjøres gjeldende på hele Finanstilsynets arbeidsområde. Utvalget peker på at en rekke nye direktiver på finansområdet har regler om varslervern. Utvalget antar imidlertid at behovet for å unnta identiteten til varslere vil være det samme uavhengig av om det foreligger noen direktivforpliktelse til å gjennomføre slike regler. Det ligger imidlertid utenfor utvalgets mandat å foreslå regler på andre områder enn verdipapirområdet.

10.7 Forvaltningsklage og adgang til å reise søksmål

10.7.1 Gjeldende rett

Vedtak etter verdipapirhandelloven er enkeltvedtak som følger saksbehandlingsreglene i forvaltningsloven §§ 24 og 25. Forvaltningsloven § 28 fastsetter at et enkeltvedtak kan påklages av en part eller annen med rettslig klageinteresse i saken til det nærmeste overordnede forvaltningsorgan som har truffet vedtak.

Tvisteloven § 1-5 fastsetter at søksmål om gyldigheten av forvaltningsvedtak reises mot den myndighet som har truffet avgjørelsen i siste instans. Forvaltningsloven § 27 b fastsetter at det forvaltningsorgan som har truffet vedtaket, kan bestemme at søksmål om gyldigheten av forvaltningsvedtak, eller krav om erstatning som følge av vedtaket, ikke skal kunne reises uten at vedkommende part har nyttet sin adgang til å klage over vedtaket, og at klagen er avgjort av den høyeste klageinstans som står åpen. Søksmål skal likevel i alle tilfelle kunne reises når det er gått 6 måneder fra klage første gang ble framsatt, og det ikke skyldes forsømmelse fra klagerens side at klageinstansens avgjørelse ikke foreligger.

Tvisteloven § 15-7 første ledd bokstav b) fastsetter at partshjelp tillates for foreninger og stiftelser, samt offentlige organer med oppgave å fremme særskilte interesser, i sak som ligger innenfor deres formål og naturlige virkeområde.

For så vidt gjelder vedtak om administrative sanksjoner gir kapittel IX i forvaltningsloven nye regler for saksbehandling og domstolsprøving som fyller kravene i EMK.

10.7.2 Forventet EØS-rett

MiFID II artikkel 74 nr. 1 fastsetter at alle beslutninger som treffes i henhold til bestemmelsene i forordning (EU) nr. 600/2014 eller i henhold til lover og forskrifter vedtatt i samsvar med direktivet skal være begrunnet og kan prøves for en domstol. Retten til domstolsbehandling får også anvendelse dersom det ikke er tatt en beslutning innen seks måneder etter innlevering av en søknad om tillatelse som inneholder alle opplysninger som kreves.

Etter artikkel 74 nr. 2 skal medlemstatene fastsette at ett eller flere av følgende organer, som fastsatt i nasjonal lovgivning, i forbrukernes interesse og i samsvar med nasjonal lovgivning også kan bringe saken inn for domstolen eller forvaltningsmyndighet for å sikre at forordning (EU) nr. 600/2014 og nasjonale bestemmelser som er vedtatt for å gjennomføre dette direktiv, anvendes:

a) offentlige organer eller deres representanter,
b) forbrukerorganisasjoner som har en berettiget interesse i å verne forbrukere,
c) yrkesorganisasjoner som har en berettiget interesse i å beskytte sine medlemmer.

10.7.3 Utvalgets vurderinger

Vedtak etter verdipapirhandelloven er enkeltvedtak som følger saksbehandlingsreglene i forvaltningsloven §§ 24 og 25. Utvalget legger til grunn at reglene om domstolsprøving av forvaltningsvedtak i tvisteloven § 1-5 og forvaltningsloven § 27b, samt tvisteloven § 15-7 første ledd boktav b) om partshjelp tilfredsstiller kravene direktivet setter på dette punktet. Utvalget legger til grunn at det vil være i samsvar med direktivet at vedkommende benytter sin administrative klageadgang før det gis adgang til domstolsprøving.

Etter forslaget til ny § 9-6 fjerde ledd skal vedtak om tillatelse meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at fullstendig søknad ble mottatt. Tilsvarende bestemmelser er gitt for regulerte markeder og datarapporteringsforetak i §§ 11-2 annet ledd og 14-2 annet ledd. Utvalget legger til grunn at Finanstilsynets manglende oppfyllelse av fristen vil kunne innklages for domstolen.

Utvalget foreslår etter dette ingen endringer.

Kapittel 11
Administrative og økonomiske konsekvenser

11.1 Innledende betraktninger i henhold til utredningsinstruksen

Direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) har blitt endret en rekke ganger siden det trådte i kraft i 2007. Finanskrisen i 2008 avdekket behov for endringer knyttet blant annet til transparens i derivatmarkedene, transparens i aksjemarkedene etter fragmentering av handelen mellom konkurrerende markedsplasser og i såkalte «dark pools», og styrking av investorbeskyttelsen blant annet ved investeringsrådgivning og ved salg av strukturerte produkter. MiFID II og MiFIR er et resultat av Kommisjonens gjennomgang av MiFID I med sikte på å styrke reguleringen av markedet for finansielle instrumenter, og rettsaktene oppstiller en rekke nye krav til aktører som leverer investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet knyttet til finansielle instrumenter i EØS-området. Det ble derfor ansett mest hensiktsmessig å utarbeide et helt nytt direktiv og forordning, fremfor å gjøre endringer i eksisterende rettsakter.

Formålet med direktivet og forordningen er å øke tilliten til, og effektiviteten i finansmarkedene med lavere risiko for markedsforstyrrelser og redusert systemrisiko. Dette skal oppnås gjennom tiltak for å øke transparensen i markedet, styrke investorbeskyttelsen, regulere hittil uregulerte markeder og foretak, bedre foretakenes risikostyring og sikre tilsynsmyndighetenes mulighet til effektiv oppfølging.

MiFID II og MiFIR med tilhørende kommisjonsdirektiver/-forordninger og tekniske standarder utgjør til sammen et meget omfattende og detaljert regelverk. Gjennom EØS-avtalen er Norge forpliktet til å gjennomføre regelverket i norsk rett. Mens direktiver skal gjennomføres i norsk lov- og forskriftsverk ved utarbeidelse av nødvendige nasjonale bestemmelser, gjøres forordningene direkte gjeldende gjennom henvisnings- eller inkorporasjonsbestemmelser. Manglende eller avvikende gjennomføring vil utgjøre et brudd på Norges EØS-forpliktelser. Utvalget foreslår i denne utredningen de endringer i verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter som er nødvendige for å oppfylle Norges EØS-forpliktelser.

MiFID II og MIFiR innebærer at det i hovedsak gis fullharmoniserte EØS-regler med lite nasjonalt handlingsrom. MIFiR skal gjennomføres som sådan, mens MiFID II i all hovedsak innebærer fullharmonisering. På noen områder gir MiFID II likevel mulighet for å vedta regler som går ut over direktivets minimumsregler, og på områder som ikke reguleres av MiFID II og MiFIR, vil det fortsatt være mulighet for å gi nasjonale regler. Utvalget har i liten grad foreslått bruk av nasjonal handlefrihet ved innføringen av MiFID II i Norge, men foreslår å beholde enkelte gjeldende bestemmelser som ligger utenfor direktivet.

MiFID II og MiFIR med tilhørende kommisjonsrettsakter og forordninger er som nevnt et detaljert og omfattende regelverk. Utvalget har vurdert hvordan regelverket kan gjennomføres i norsk rett på en måte som gir best mulig systematikk og klarhet for brukerne. I den forbindelse har utvalget tatt stilling til flere prinsipielle spørsmål som oppstår ved gjennomføringen.

For det første har utvalget foreslått en mer direktivnær gjennomføring av reglene enn det som har vært vanlig i norsk rettstradisjon. Det er flere årsaker til dette valget. Først og fremst er det tale om et område hvor mange aktører driver virksomhet i flere europeiske markeder og forholder seg aktivt til direktivtekstene. Disse aktørene forventer å finne et regelverk som kan relateres til direktivet. For det annet utgjør de forventede EØS-reglene en blanding av direktiv- og forordningstekster hvor det henvises mellom de ulike regelsettene. I en slik kontekst vil det etter utvalgets syn representere en betydelig ekstrautfordring for brukeren av regelverket å måtte forholde seg til en lovtekst som gjør koblingen mellom regelsettene mindre tydelig. Utvalget viser også til at erfaringen tilsier at lov- og forskriftstekster som står fjernt fra ordlyden i de direktivene som skal gjennomføres, ikke nødvendigvis

bidrar til en klarere rettstilstand. Det vises til utredningens punkt 1.3.2.2 for utvalgets nærmere drøftelse av spørsmålet.

For det andre foreslår utvalget, som hovedregel, en gjennomføring av de aktuelle direktivene og forordningene i tråd med et trinnhøydeprinsipp, fremfor at hver enkelt regel vurderes ut fra hvilket detaljnivå som hører hjemme i henholdsvis lov og forskrift. Dette innebærer at regler som står i hoveddirektivet (MiFID II) og hovedforordningen (MiFIR) gjennomføres i lov. Kommisjonsdirektiver og -forordninger gjennomføres i forskrift. Bakgrunnen for valget er at utvalget mener det er behov for et tydelig system for gjennomføring, og at dette i seg selv kan bidra til å skape orden i regelverket. Det vises til nærmere omtale av utvalgets løsning under punkt 1.3.2.2.

Det tredje punktet angår utvalgets forslag om å samle børsloven og verdipapirhandelloven i én lov. I dagens lovverk er de delene av MiFID I som omhandler verdipapirforetak, gjennomført i verdipapirhandelloven, mens de delene av regelverket som omhandler regulerte markeder, omhandles i børsloven. Utvalget mener at det vil gi bedre sammenheng i regelverket om alle reglene i MiFID II med tilhørende forordninger, gjennomføres på ett sted. Utvalget foreslår å inkorporere børsloven i verdipapirhandelloven i et eget kapittel om regulerte markeder. Det vises til utvalgets nærmere vurderinger under punkt 1.3.2.3.

Videre stiller direktivet krav om innføring av administrative sanksjoner som reiser enkelte prinsipielle spørsmål. Blant annet kan statene velge å ha flere og strengere administrative sanksjoner enn direktivets minimum. Statene kan også velge å innføre straffesanksjoner istedenfor administrative sanksjoner for alle brudd på direktivet og forordningen. Utvalget viser til den utdypende redegjørelsen i kapittel 10.

Som nevnt innebærer EØS-avtalen en plikt til å gjennomføre det aktuelle EU-regelverket. Det anses ikke hensiktsmessig å skissere alternative løsninger eller foreta en full avveining av nytten av regelverket sett opp mot kostnaden. Utvalget har derfor valgt å foreta en overordnet analyse av det nye regelverkets konsekvenser for næringsliv, forbrukere og myndigheter i henhold til utredningsinstruksen. Nærmere informasjon om funnene fra konsekvensanalysen finnes i underkapitlene 11.3, 11.4 og 11.5.

For øvrig vises det til den overordnede nytte-kostnadsanalysen på felleseuropeisk nivå publisert av ESMA i desember 2014.[1] Denne analysen gir støtte for utvalgets kvalitative vurderinger av regelverkets konsekvenser, men gir lite grunnlag for å utlede kvantitative konklusjoner om effektene for de norske aktørene. Videre vil en rekke detaljer ved regelverket, deriblant terskelverdier for unntaksbestemmelsene knyttet til posisjoner i varederivater, gis gjennom bindende tekniske standarder. Disse er fortsatt under utarbeidelse, og det er således usikkerhet omkring antall nye norske foretak som vil omfattes av MiFID II.

Utvalgets anbefaling til vedtak er i all hovedsak gitt av premissene i MiFID II og MiFIR, som Norge er pålagt å innføre. På de fleste områder vil alternative tiltak ikke oppfylle minstekravet i forpliktelsene. På de få områdene der man har nasjonalt handlingsrom, anses alternativer ut over minimumskravet ikke å være hensiktsmessige. En nærmere beskrivelse av utvalgets forslag finnes i kapitlene 3–10.

MiFID II er et omfattende regelverk med mange og komplekse krav. En vellykket gjennomføring av regelverksendringene vil kreve en betydelig kompetanseheving hos private aktører som er omfattet. For å sikre at formålene nås, forutsettes også at Finanstilsynet tildeles tilstrekkelige ressurser til kompetanseheving og oppfølging av regelverket. Videre vil gjennomføringen lettes dersom eventuelle uklarheter i regelverket raskt kan oppklares i en aktiv dialog mellom private aktører og Finanstilsynet, og om nødvendig med involvering av ESMA.

11.2 Overordnet vurdering av samfunnsøkonomiske konsekvenser

Fra et teoretisk ståsted vil økt harmonisering av regelverket for verdipapirhandel bidra til effektivitet i finansmarkedene. Økt effektivitet vil generelt lede til lavere finansieringskostnader for næringslivet og bedre risikohåndtering ved bruk av derivatmarkedene, noe som igjen vil ha positiv effekt på samfunnsøkonomien og bidra til høyere økonomisk vekst. Videre vil lavere systemrisiko som følge av styrket tilsyn ha en implisitt verdi ved å redusere potensialet for finansielle kriser og den høye økonomiske kostnad som de påfører finansielle foretak, øvrig næringsliv, forbrukere og i siste instans skatteytere.

På den annen side vil innføringen av regelverket innebære omstillingskostnader, bl.a. i form av nye tekniske og administrative systemer, og løpende kostnader til rapportering, drift og oppføl-

[1] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/consultation_paper-annex_a_cba_final.pdf

ging. I hovedsak vil disse kostnadene falle på foretakene i verdipapirmarkedene og Finanstilsynet, men investorer og brukere av finansielle tjenester kan indirekte påvirkes.

Økte kostnader eller øvrige krav som følger av regelverket, kan påvirke både tilbud og etterspørsel etter enkelte finansielle tjenester. Noen av dagens tjenester kan bli ansett for kostbare eller uhensiktsmessige, og både tjenester og foretak kan forsvinne fra markedet. Samtidig kan det forventes at nye forretningsmuligheter vil oppstå, f. eks. innen datarapportering.

Nedenfor følger en oversikt over de viktigste administrative og økonomiske konsekvensene som følger av endringene som følger av MiFID II og MiFIR.

11.3 Administrative og økonomiske konsekvenser for foretak under tilsyn

Endringene i MiFID II vil blant annet få betydning for verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, regulerte markeder og MHFer. Forvaltningsselskap for verdipapirfond og forvaltere av alternative investeringsfond vil bli direkte berørt i den grad de også har tillatelse til å yte investeringstjenester. I tillegg vil de kunne bli indirekte berørt, blant annet av reglene om vederlag fra andre enn kunden.

Ved utgangen av november 2016 var det totalt 128 verdipapirforetak i Norge. 20 av disse var filialer av utenlandske verdipapirforetak, mens 35 var del av bankkonsern. På samme tidspunkt var det gitt fire konsesjoner til regulerte markeder, herunder konsesjoner til børs. Tre foretak hadde konsesjon til å drive MHF. 31 foretak hadde konsesjon som forvaltningsselskap for verdipapirfond, og 35 foretak hadde konsesjon som forvalter av alternative investeringsfond.

Hvorvidt det enkelte foretak blir omfattet av de nye bestemmelsene, vil blant annet avhenge av terskelverdiene for unntak. Videre vil variasjonen i verdipapirforetakenes tjenestespekter medføre at foretakene påvirkes ulikt av endringene. Det er derfor vanskelig å gi anslag om kostnader for det enkelte foretak.

I forbindelse med gjennomføringen av MiFID II i Sverige har den svenske Fondhandlarforeningen, de svenske verdipapirforetakenes bransjeforening, gjort enkelte usikre anslag på ressursbruk, herunder på direkte kostnader for det enkelte foretaks tilpasninger til det samlede nye regelverket. Den svenske og norske verdipapirforetaksbransjen er ikke nødvendigvis direkte sammenlignbar, men utvalget mener at de svenske anslagene kan gi relevant veiledning på den forventede ressursbruken også for norske aktører.

Fra de svenske aktørene som har kvantifisert sine kostnader, har Fondhandlarforeningen fått oppgitt merkostnader for det enkelte foretak i intervallet 10–500 millioner svenske kroner. Det laveste beløpet gjelder foretak som driver nisjevirksomhet, mens det høyeste beløpet gjelder foretak som tilbyr de fleste av investeringstjenestene og -aktivitetene omfattet av MiFID II.

De svenske foretakenes ressursbruk er også kvantifisert i form av andelen av deres samlede personalressurser som vil medgå til tilpasning til MIFID II og MIFIR. Aktørene har oppgitt slik ressursbruk i intervallet mellom 2 og 15 prosent, der den laveste prosentsatsen gjelder for store verdipapirforetak og den høyeste prosentsatsen gjelder for mindre verdipapirforetak. Som tallene viser, forventes ressursbruken å bli relativt sett betydelig større hos de mindre foretakene enn hos de store.

På generelt grunnlag er det klart at det vil være ressurskrevende for foretak å sette seg inn et nytt og detaljert regelverk. Vellykket innføring vil forutsette kompetansehevingstiltak for ansatte og styre. I mange tilfeller vil man også være avhengig av å innhente juridisk og IT-teknisk bistand.

11.3.1 Endringer i verdipapirmarkedets infrastruktur

Med MiFID II gis det mulighet til å etablere organiserte handelsfasiliteter (OHF), som en ny form for handelsplass. OHFer kan tilby handel i de fleste verdipapirer med unntak av egenkapitalinstrumenter, og har noe større fleksibilitet i utførelsen av handlene sammenliknet med regulerte markeder og multilaterale handelsfasiliteter (MHF). Videre åpner regelverket for å etablere SME Growth Markets, som er spesialiserte MHFer rettet mot SMB-markedet og med opptaks- og rapporteringskrav som hensyntar foretakenes størrelse.

Samtidig som disse nye handelsplassene etableres, begrenses muligheten til OTC-handel og utførelse av ordre mot egen beholdning. Foretak som ønsker å utføre kundeordre mot egen beholdning, skal registrere seg som systematisk internaliserer (SI) hos tilsynsmyndighetene dersom virksomhetens omfang overstiger visse terskelverdier. Disse blir underlagt strenge krav til prisstillelse og offentliggjøring.

Disse endringene er ment å lede til at en større andel av handlene i mindre likvide verdipapir flyttes fra OTC-markedet til handelsplasser under tilsyn. Dette vil bidra til en mer transparent prisdannelse og som en følge økt likviditet og flere aktører i ellers lite likvide verdipapirer. I tillegg til å øke investorbeskyttelsen, kan disse endringene gi lavere finansieringskostnader for små og mellomstore bedrifter.

Foretak som ønsker å etablere nye handelsplasser for å tilby sine kunder et bredere tjenestetilbud, vil få oppstartskostnader, herunder utgifter knyttet til søknad om konsesjon, og høyere løpende kostnader. Enkelte verdipapirforetak vil måtte registrere seg som SIer, og vil få økte kostnader knyttet til prisstillelse og offentliggjøring av priser for likvide og illikvide verdipapirer.

11.3.2 Endringer for varederivathandel

Rapporteringsplikten for varederivathandel utvides betydelig. Både handelsplasser og verdipapirforetak blir underlagt krav om daglig rapportering av derivatposisjoner til Finanstilsynet. I tillegg skal handelsplasser ukentlig rapportere aggregerte posisjoner til både Finanstilsynet og ESMA.

Utvidet rapportering og tilsyn vil øke muligheten for å avdekke risikooppbygging eller markedsmanipulasjon, og som et resultat kunne øke tilliten til varederivatmarkedene. Det kan likevel ikke utelukkes at aktørene vil tilpasse seg ved for eksempel i større grad å handle fysiske kontrakter som faller utenfor regelverket.

Daglig og ukentlig posisjonsrapportering er et nytt krav. Særlig markedsplassene vil få økte kostnader med teknisk tilrettelegging og løpende posisjonsrapportering, men også enkelte verdipapirforetak som ikke handler varederivatkontraktene over en markedsplass, vil bli berørt. Markedsplassene vil også få kostnader med å sette opp egne systemer for å overvåke at posisjonsgrensene ikke brytes.

11.3.3 Transaksjonsrapportering

MiFID II utvider omfanget av transaksjonsrapporteringen til tilsynsmyndighetene både fordi tilnærmet alle transaksjoner i finansielle instrumenter nå skal rapporteres, og fordi detaljgraden på informasjon som skal oppgis per transaksjon er betydelig høyere.

Den nye rapporteringen vil bedre Finanstilsynets mulighet til å overvåke og avdekke markedsmisbruk. Informasjonen vil også gi Finanstilsynet et bedre datagrunnlag for å vurdere risikoen i enkeltforetak og i finansmarkedene generelt. Det vil kunne etableres tjenester knyttet til drift av godkjente rapporteringsordninger (Approved Reporting Mechanism, ARM).

På den annen side vil endringene medføre både omstillingskostnader for nye systemer og løpende kostnader for de om lag 130 foretak som forventes omfattet av de utvidede reglene.

11.3.4 Algoritmehandel og høyfrekvent algoritmehandel

Det nye regelverket innebærer at handelsplasser som tillater algoritmehandel og høyfrekvent algoritmehandel, blir underlagt nye krav til systemer, testing og kontroll. Slike krav stilles også til verdipapirforetak som benytter algoritmer i sin virksomhet. Videre vil unntakene fra konsesjonsplikt etter MiFID II ikke omfatte foretak som benytter høyfrekvent algoritmehandel, og slike foretak vil derfor bli underlagt krav om konsesjon som verdipapirforetak også der de ikke yter slike tjenester til kunder.

Formålet med de nye reglene er å styrke tiltroen til finansmarkedene og redusere risikoen for at problemer hos en aktør sprer seg til markedet for øvrig. Det forventes at handelen med verdipapirer blir mer robust og at det sjeldnere vil oppstå behov for å stanse handelen.

Handelsplasser og verdipapirforetak er allerede i dag underlagt en del krav for denne type handler, men de utvidete kravene vil gi økte kostnader til oppgradering av systemer og compliance-prosedyrer. Endringene vil omfatte alle norske handelsplasser og stort sett alle verdipapirforetak. Videre vil et mindre antall foretak som utfører høyfrekvent algoritmehandel og som i dag ikke er underlagt tilsyn, kunne få kostnader forbundet med søknad om konsesjon og løpende tilsynsavgift.

11.3.5 Transparenskrav i markedet

Regulerte markeder har i dag krav om offentliggjøring av ordrebok for aksjer med pris og dybde, samt krav om offentliggjøring av handelsinformasjon. Med MiFID II utvides kravet til å gjelde alle handelsplasser og SIer. Kravene vil med det nye regelverket også gjelde instrumenter som handles på lignende måte som aksjer, som depotbevis og børsomsatte fond, og strukturerte finansielle produkter, visse typer obligasjoner og derivater. Samtidig med at transparenskravene både for ordre og handler utvides, gis det noen flere muligheter for unntak fra kravene. Vilkårene for unntak er

imidlertid strenge og til dels kompliserte å fastsette på grunn av beregningsmetodene som skal benyttes.

Transparens i markedet knyttet til både ordre og handler (pre- og post-trade) vil kunne føre til en mer effektiv prisdannelse, og gjennom større tiltro bidra til flere aktører i markedet. Publiseringskravet gir rom for etablering av nye tjenesteleverandører som konsoliderte offentliggjøringssystemer (CTP) og godkjente offentliggjøringsordninger (APA).

Endringene vil medføre direkte kostnader til systemoppgradering for handelsplassene. Enkelte markedsaktører kan få økte kostnader ved at de må knytte seg til en datarapporteringstjeneste. Videre kan uheldig tilpasning av transparensreglene for ordreinformasjon, særlig i tilfeller med et tynt marked og få aktører, muliggjøre at enkeltaktører identifiseres. I slike tilfeller kan markedsaktører trekke seg ut, hvilket vil påvirke likviditeten i markedet. I tillegg vil det medgå ressurser til søknader om unntak fra transparenskravene (waivere).

11.3.6 Foretaksstyring

MiFID II utvider kravene til god foretaksstyring. Blant annet tydeliggjøres styrets ansvar, kvalifikasjonskrav for styre og ledelse skjerpes, og det spesifiseres tid og ressurser som skal allokeres til styreverv. Eierkontrollen blir også mer omfattende, dokumentasjonskravet økes betydelig og det stilles blant annet krav om en vurdering av erververs økonomiske soliditet.

Økt fokus på kontroll og compliance fra styre og ledelse har til hensikt å sikre at foretakene drives effektivt og i samsvar med regelverket. Dette vil bidra til at det tilbys tjenester av bedre kvalitet og at foretakenes beredskap til å unngå eller håndtere uregelmessigheter styrkes.

Foretakene vil få økte kostnader til dokumentasjon knyttet til eierkontroll og gjennomgang av eksisterende rutiner for foretaksstyring, samt løpende utgifter i form av strengere kontrollrutiner og at styret må avsette mer tid til oppfølging. Utgifter til opplæring av styremedlemmer og andre nøkkelpersoner må påregnes.

11.3.7 Forbrukerbeskyttelse

Økt forbrukerbeskyttelse er et av hovedformålene med MiFID II. Ved ytelse av investeringsrådgivning stilles strengere krav til vurdering av kundens behov, blant annet gjennom en ny egnethetsrapport som skal fremlegges for ikke-profesjonelle kunder. Kravene til informasjon og dokumentasjon av relevante risikoer, kostnader og eventuelle interessekonflikter mellom rådgiver og investor blir også mer detaljerte. Blant de mest vidtrekkende endringene er innføring av strengere krav til foretak som vil tilby uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning. Tilbydere av slike tjenester kan ikke lenger motta returprovisjon fra tredjeparts tjenestetilbydere, og de må gjennomføre en utvelgelsesprosess for å sikre et diversifisert og egnet utvalg av instrumenter som de tilbyr kundene. Produktleverandører må etablere en intern produktgodkjennelsesprosess som beskriver målgruppen, alle relevante risikoer og distribusjonsstrategien. Eksisterende produkter skal regelmessig vurderes ut i fra endringer i risiko og målgruppens behov. Alle distributører skal tilsvarende etablere produktkontrolltiltak som sikrer at produktene tilfredsstiller målgruppens behov, samt sikre at de har tilstrekkelig kompetanse og kunnskap om produktene de tilbyr.

Utvalget legger til grunn at dette vil innebære økte kostnader for verdipapirforetakene. Foretakenes virksomhet og produkttilbud er imidlertid svært ulik, og det er dermed vanskelig å si noe nærmere om omfanget av disse kostnadene. Det kan heller ikke utelukkes at foretakene vil gjøre en fornyet vurdering av sin virksomhet i lys av de nye kravene og de kostnadene som påføres dem, og vurdere endringer i tjenestetilbudet.

11.4 Administrative og økonomiske konsekvenser for øvrige markedsaktører, næringsliv og forbrukere

11.4.1 Markedet for varederivater

Under MiFID II vil flere finansielle instrumenter anses som varederivater. Enkelte ikke-finansielle foretak som handler i varederivater, vil kunne bli underlagt konsesjonskrav og dermed tilsyn som verdipapirforetak etter det nye regelverket. Kravet gjelder selv om det ikke ytes investeringstjenester til andre, forutsatt at virksomheten ligger over nærmere bestemte terskelverdier. Dersom foretaket må søke om tillatelse, vil dette medføre at foretaket blir underlagt organiserings- og kapitalkrav på lik linje med øvrige verdipapirforetak. Det innføres også grenser for størrelsen på derivatposisjonene som kan holdes av både foretak og fysiske personer. Ikke-finansielle foretak kan likevel søke Finanstilsynet om dispensasjon fra posisjonsbegrensningen for derivater som benyttes til sikringsformål.

Tiltakene er ment å styrke tilliten til derivatmarkedene. Endringene kan imidlertid også med-

føre at aktørene tilpasser seg regelverket og søker å unngå å handle kontrakter som er å anse som finansielle instrumenter.

Ikke-finansielle foretak som omfattes av de nye reglene, kan bli underlagt konsesjonsplikt og tilsynsavgift. Terskelverdiene for unntak fra konsesjonsplikt er ikke fastsatt pr. i dag, og det er derfor stor usikkerhet knyttet til antall nye foretak som vil måtte søke om tillatelse. Konsesjonsplikt vil medføre økte kostnader knyttet til interne rutiner og retningslinjer for å ivareta foretakets forpliktelser, compliancekostnader og kostnader knyttet til IT-løsninger som ivaretar foretakets forpliktelser blant annet for rapportering.

11.4.2 Økt forbrukerbeskyttelse

Økt forbrukerbeskyttelse og strengere krav til verdipapirforetakene vil kunne få innvirkning på tilbudet til forbrukerne. Tiltakene innføres for å redusere risikoen for interessekonflikter mellom investor på den ene side og leverandør og distributør av investeringsprodukter på den annen side. Det skapes et klarere skille mellom salg av produkter på vegne av en tjenesteleverandør og uavhengig investeringsrådgivning uten binding til bestemte tilbydere. Prisen som betales for rådgivning, blir også tydeliggjort, og investorer som ikke ønsker rådgivning, kan trolig oppnå lavere kostnader for investeringsprodukter. Investorer skal med regelverksendringene være trygge på at produktene som tilbys, er tilpasset deres behov, og dette kan bidra til vekst i etterspørselen etter spare- og investeringsprodukter.

Gjennom et forbud mot returprovisjon til uavhengige rådgivere vil kostnaden for rådgivning synliggjøres for investor i form av et honorar som skal dekke rådgivers kostnader. Allerede i dag belastes investor indirekte for denne kostnaden bl.a. som en andel av forvaltningshonoraret for fondsprodukter. Det er likevel grunn til å anta at betalingsviljen for rådgivning vil synke når kostnaden blir tydeliggjort. Man kan derfor ikke se bort i fra at antallet rådgivningsforetak vil synke, slik at tilbudet til forbruker endres. Særlig antas dette å gjelde mindre foretak. Likeledes kan mindre fondsforvaltere oppleve distribusjon som mer krevende, mens de større fondsforvalterne med tilgang til distribusjon gjennom bank eller verdipapirforetak innen samme konsern trolig vil merke mindre til endringene. I Sverige forventes en vridning mot plassering i fond og andre produkter som tilbys gjennom de store bankkonsernene, og samme effekt kan ikke utelukkes i det norske markedet.

Økte krav til produktutvikling og -distribusjon kan medføre at enkelte produkter ikke lenger vil tilbys, og et snevrere tilbud av mer standardiserte produkter kan bli konsekvensen.

Endringene vil bety større utgifter til produktutvikling og -oppfølging, mens distribusjonsutgiftene kan bli både høyere eller lavere enn tidligere avhengig av distribusjonsstrategi. Uten endringer i verdipapirfondloven, vil forvaltningsselskap som kjøper inn analysetjenester, måtte dekke slike utgifter av egne midler.

11.5 Administrative og økonomiske konsekvenser for myndighetene

Virksomhetsområdet som omfattes av MiFID II og MiFIR, faller inn under Finanstilsynets ansvarsområde. Finanstilsynet vil ha ansvaret for forvaltningen av regelverket, tilsyn med foretakene og markedene omfattet av direktivet, og være sanksjonsmyndighet i tilfeller av regelbrudd.

Samtlige tiltak nevnt i underkapitlene 11.3 og 11.4 vil derfor også ha konsekvenser for Finanstilsynets arbeid. I en innføringsperiode vil endringene i regelverket kreve økte ressurser fra Finanstilsynet til utforming av forskrifter, informasjonstiltak og behandling av søknad om tillatelser fra nye foretak som blir omfattet. I det løpende arbeidet vil oppfølgingen av regelverket bli mer kompleks og omfattende, i tillegg til at tilsynet utvides med flere tilsynsobjekter. Videre forventes flere søknader om unntak fra handelsbegrensninger.

MiFID II innebærer også betydelige endringer på enkelte områder som vil ha liten innvirkning på markedsaktører, ikke-finansielle foretak og forbrukere, men som er direkte tilknyttet tilsynsoppgaver og vil ha store konsekvenser for Finanstilsynet.

Omtale av de mest omfattende administrative og økonomiske konsekvenser for Finanstilsynet følger under.

11.5.1 Flere foretak under tilsyn

MiFID II åpner for å etablere flere nye typer markedsaktører som vil være underlagt tilsyn. Organiserte handelsfasiliteter (OHF), konsoliderte offentliggjøringssystemer (CTP), godkjente offentliggjøringsordninger (APA) og godkjente rapporteringsordninger (ARM) vil utgjøre foretak som i dag ikke omfattes av et etablert tilsynsregime. Videre vil dagens tilsynsregimer utvides til å omfatte et høyere antall foretak enn hva som følger av gjel-

dende regelverk, bl.a. ikke-finansielle foretak som handler varederivater, samt konsesjonskrav for alle markedsaktører som benytter høyfrekvent algoritmehandel. Tilsynsområdet blir også utvidet for så vidt gjelder systematiske internaliserere, der Finanstilsynet vil få nye tilsynsoppgaver i samsvar med slike foretaks utvidede forpliktelser. Dette gjelder for øvrig også verdipapirforetakene og handelsplassene generelt, ettersom de skjerpede kravene som stilles til virksomheten i disse foretakene skal følges opp.

Sterkere tilsyn med flere av aktørene i finansmarkedene vil bidra til mer robuste finansmarkeder med redusert sannsynlighet for markedsforstyrrelser og styrket tillit til markedene generelt. Dette kan bidra til flere aktører og større likviditet, som igjen medvirker til effektiv prisdannelse og lavere finansieringskostnader for næringslivet.

Finanstilsynet får kostnader forbundet med å utvikle tilsynsregimer for flere nye typer foretak. Det tilkommer også engangsutgifter til konsesjonsbehandling og løpende utgifter til tilsynsmessig oppfølging av et høyere antall foretak. En spesiell ressursinnsats må forventes knyttet til informasjon og rettledning av foretak som ikke tidligere har vært under tilsyn.

11.5.2 Tilsyn med markedet for varederivater

Det nye posisjonsregimet for varederivater innebærer at Finanstilsynet får flere nye oppgaver knyttet til fastsettelse og håndheving av posisjoner og overvåking av markedet.

Formålet med posisjonsregimet er å forhindre markedsmisbruk og motvirke spekulasjoner som kan medføre uønskede svingninger i råvareprisene.

Finanstilsynet skal fastsette posisjonsgrenser for varederivater, som beskrevet i kapittel 4.4. Dette innebærer at det må hentes inn data fra handelsplasser der slike kontrakter handles, før det gjøres vurderinger av hvilke grenser som skal fastsettes. Beslutningen tas ut fra hvor store mengder av de aktuelle underliggende varene som er tilgjengelig på markedet og antall åpne posisjoner. Disse posisjonene må revurderes ved betydelige endringer i markedet.

Finanstilsynet vil måtte utvikle omfattende IT-systemer for å kunne håndtere det nye regelverket på varederivatområdet. Systemet skal for det første kunne motta posisjonsdata fra markedsplasser og verdipapirforetak. IT-systemet må være i stand til å validere mottatte rapporter, og avdekke feil dersom mottatte rapporter ikke er komplette eller formatert feil. Dette er viktig, fordi IT-løsningen igjen skal sikre at mottatt informasjon kan utveksles på kontraktsnivå til relevante sentrale kompetente myndigheter på en sikker måte. Tilsvarende må IT-løsningen sikre at man kan motta tilsvarende informasjon fra andre tilsynsmyndigheter. Endelig må systemet være i stand til å sammenstille mottatt informasjon (både fra markedsplassene, verdipapirforetakene og eventuelle andre myndigheter) slik at tilsynsmyndigheten vil være i stand til å avdekke om en person eller foretak overskrider posisjonsgrensene. I tillegg vil det i årene fremover påløpe kostnader til løpende drift og oppdatering av systemet.

Grensene gjelder både for foretak og personer, og flere aktører som ikke vanligvis forholder seg til Finanstilsynet vil måtte gjøre det under nytt regelverk. Dette vil skape ekstra utfordringer for Finanstilsynet knyttet til å kommunisere nytt regelverk ut til aktørene, og komme i dialog med disse der det er behov.

MiFID II gir også nye tilsynshjemler knyttet til oppfølging av reglene for varederivater og posisjonsgrenser. Finanstilsynet får bl.a. myndighet til å pålegge enhver person å redusere sine posisjoner og unnlate å inngå kontrakter i varederivatmarkedet. Dette vil også kreve ressursbruk fra Finanstilsynet.

11.5.3 Administrative tiltak og sanksjoner

MiFID II styrker regelverket knyttet til administrative tiltak og sanksjoner. Formålet er å legge til rette for et effektivt og sterkt tilsyn, og en enhetlig og tilstrekkelig preventiv sanksjonering ved overtredelser av regelverket på tvers av hele EØS-området. Direktivet innfører minimumskrav til de nasjonale sanksjonsregimene, blant annet om typer av sanksjoner, offentliggjøring, tilstrekkelig høye overtredelsesgebyrer, og krav om at sanksjonene skal omfatte både juridiske personer og individer. En rekke av bestemmelsene om tilsynsvirkemidler og sanksjoner er allerede på plass i norsk rett. Enkelte av direktivets bestemmelser har imidlertid ikke noe motstykke i norske regler, jf nærmere omtale i kapittel 10. Det gjelder i første rekke de nye bestemmelser om administrative gebyrer.

Utvalget foreslår å gi Finanstilsynet kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr for en lang rekke brudd på regelverket. Som omtalt i kapittel 9, legger utvalget til grunn at en slik løsning vil effektivisere sanksjoneringen, idet en rekke saker vil kunne avsluttes uten å gjøre bruk av straffeinstituttet. Løsningen bidrar også til et mer fleksibelt sanksjonssystem, slik at sanksjoneringen i større grad kan tilpasses overtredelsens art og al-

vorlighetsgrad. Det må legges til grunn at et mer effektivt sanksjonssystem i alle fall på noe sikt kan virke preventivt, slik at en oppnår færre overtredelser av regelverket.

Økt bruk av administrative gebyrer vil imidlertid medføre et merarbeid for Finanstilsynet. Sakenes karakter stiller særlige krav til saksbehandlingen. Sakene stiller også krav til Finanstilsynets rutiner og organisering. Det er et markert utviklingstrekk at direktivene på finansområdet legger opp til at tilsynsmyndigheten skal kunne ilegge overtredelsesgebyrer. Dette er en endring som vil medføre økt ressursbruk hos Finanstilsynet.

MiFIRs regler om produktinngrep gir nye inngrepshjemler til Finanstilsynet og til de europeiske tilsynsmyndighetene ESMA og EBA. Under spesielle omstendigheter vil Finanstilsynet kunne nedlegge midlertidig forbud mot markedsføring og salg av visse typer finansielle instrumenter. Det må utvikles rutiner og kompetanse som setter Finanstilsynet i stand til å opptre effektivt og korrekt når slike situasjoner melder seg. Saker der hjemmelen benyttes, vil nødvendigvis medføre ressursbruk fra tilsynsmyndighetene.

11.5.4 Mottak og analyse av utvidet transaksjonsrapportering

Ved siden av å overvåke at markedsaktørene forholder seg til nye og strengere regler for prisstillelse og offentliggjøring av handelsdata, vil Finanstilsynet motta omfattende markedsdata i form av utvidet løpende transaksjonsrapportering.

Styrket rapporteringsplikt øker muligheten for å avdekke risikooppbygging eller markedsmanipulasjon, og vil som et resultat bidra til finansiell stabilitet og tillit til finansmarkedene.

På lik linje med foretakene som pålegges rapporteringen, vil Finanstilsynet måtte påregne betydelige utgifter til utvikling og drift av IT-systemer for å motta og analysere store mengder med data. Anslagsvis vil utvidet transaksjonsrapportering gi en dobling av datamengden sammenliknet med dagens rapportering.

11.5.5 Forbrukerbeskyttelse

Med MiFID II forsterkes forbrukerbeskyttelse gjennom en rekke nye krav til foretak som yter investeringstjenester. Strengere dokumentasjons- og informasjonskrav, vurdering av produkter opp mot målgruppens behov, og forbud mot returprovisjon, jf kapittel 11.3.7 og 11.4.2, er blant kravene som innføres. Finanstilsynets tilsynsmessige oppfølging utvides tilsvarende.

I MiFID I var det et nasjonalt valg om man ville tillate bruk av tilknyttede agenter eller ikke. Etter MiFID II plikter EØS-stater å tillate at verdipapirforetak kan benytte tilknyttede agenter for å utføre en rekke tjenester på vegne av foretaket, forutsatt at verdipapirforetaket selv har tillatelse til å yte slike tjenester. Verdipapirforetaket er ansvarlig for all virksomhet som agenten forestår på verdipapirforetakets vegne, og skal påse at agenten utfører sine tjenester på en slik måte at verdipapirforetaket fortsatt overholder sine plikter. Utvalget legger til grunn at dette kan innebære etablering av noen flere tilknyttede agenter av utenlandske foretak i Norge. Det må antas at dette også vil få konsekvenser for Finanstilsynets tilsynsmessige oppfølging av disse foretakene.

11.5.6 Samarbeid med andre tilsynsmyndigheter

MiFID II gjør flere mindre, men viktige endringer i reglene for grensekryssende virksomhet. Flere investeringstjenester kan tilbys grensekryssende, samtidig som tilsynsmyndighetene i vertslandet blir pålagt større ansvar for tilsyn med virksomheten.

Endringene vil kunne bidra til sterkere konkurranse innen et bredere spekter av investeringstjenester, og kan komme kundene til gode gjennom økt tjenestetilbud og lavere priser, samtidig som det er en risiko for at økte kostnader for tilbyderne kan medføre at tilbudet svekkes på enkelte områder. Sterkere tilsyn i vertslandet øker muligheten for å avdekke uregelmessigheter og risikooppbygging utenfor foretakets hjemland.

Verdipapirforetak vil få omstillingskostnader forbundet med registrering av nye virksomhetsområder og instrumenter som tilbys grensekryssende. Finanstilsynet vil få utvidede oppgaver knyttet til tilsyn med flere utenlandske foretaks virksomhet i Norge.

Kapittel 12
Merknader til de enkelte bestemmelser

12.1 Lov om verdipapirhandel

Kapittel 1 Formål og virkeområde

Til § 1-1 Lovens formål

Bestemmelsen videreføres uendret.

Til § 1-2 lovens stedlige virkeområde

Bestemmelsen videreføres uendret.

Kapittel 2 Definisjoner

Til § 2-1 Investeringstjenester og investeringsvirksomhet

Bestemmelsens *første ledd* viderefører reglene i tidligere § 2-1 første ledd, men med noen endringer i språk og oppbygning. Bestemmelsen angir de investeringstjenester og investeringsvirksomheter som er konsesjonspliktige etter loven. De investeringstjenester og investeringsvirksomhetersom omtales i MiFID II, Vedlegg I del A, fremgår av bestemmelsen, mens de nærmere definisjoner knyttet til tjenestene legges i en egen bestemmelse i utkastet § 2-3. Endringen medfører at lovverket bygges opp etter samme systematikk som MiFID II.

I bestemmelsens *innledning* foreslår utvalget å endre betegnelsen av den konsesjonspliktige virksomhet fra *«investeringstjenester»* til *«investeringstjenester og investeringsvirksomhet»*. Endringen medfører at ordlyden i loven legges tettere opp til ordlyden i direktivet. Bakgrunnen for forslaget er at endringene som gjøres i de obligatoriske unntakene fra direktivet i MiFID II artikkel 2 medfører at de aktiviteter som omfattes ikke lenger vil være språklig dekket av begrepet «investeringstjenester». Endringen må ses i sammenheng med at definisjonen av verdipapirforetak i utkastet § 2-8 første ledd (tidligere § 2-4 første ledd) endres til å være foretak som «yter investeringstjenester overfor tredjemann *eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis*». Det vises til utredningen kapittel 2.2.1.

Det gjøres ingen realitetsendringer knyttet til investeringstjenestene som nevnt i nr. 1 til 5 og 8, men det gjøres enkelte språklige endringer. Tjenestene videreføres uendret også i MiFID II.

Tjeneste nr. 6 og 7 utgjør til sammen tidligere tjeneste nr. 6. Den norske bestemmelsen svarer nå til MiFID II vedlegg I del A nr. 6 og 7. Nr. 6 dekker tilfeller der verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen stiller garanti for fulltegning, enten alene eller sammen med plassering. Garantien kan gjelde hele eller deler av en emisjon. Nr. 7 omhandler tilfeller der verdipapirforetaket påtar seg å plassere finansielle instrumenter uten å stille garanti for fulltegning for noen deler av emisjonen.

Tjeneste nr. 9 (drift av OHF) er ny og svarer til MiFID I vedlegg I del A nr. 9.

I bestemmelsens *annet ledd* opprettholdes hjemmelen til å fastsette forskrifter til bestemmelsen.

Til § 2-2 Finansielle instrumenter

Bestemmelsen angir de finansielle instrumentene som svarer til MiFID II vedlegg I del C. For omsettelige verdipapirer, pengemarkedsinstrumenter og andeler i innretning for kollektive investeringer gjøres det ingen endringer i MiFID II vedlegg I del C. Utvalget foreslår imidlertid *språklige og redaksjonelle endringer*. Definisjonene av omsettelige verdipapirer og pengemarkedsinstrumenter tas ut av bestemmelsen som angir de finansielle instrumentene og flyttes til en egen bestemmelse i utkastet § 2-4. Utvalget mener dette gir en mer oversiktlig lovtekst, samtidig som systematikken i loven legges tettere opp til systematikken i MiFID II.

Uttrykket «verdipapirfondsandeler» erstattes med «*andeler i innretning for kollektive investeringer*» som er i tråd med direktivets ordlyd. Det finnes fondskonstruksjoner som er organisert slik at de har likhetstrekk med aksjeselskaper. Definisjonen bør utformes slik at den passer også for disse

konstruksjonene. Det understrekes at endringen er av rent språklig karakter.

De ulike klassene av derivater er omhandlet i MiFID II vedlegg I del C nr. 4 til 10. Disse er inntatt i *første ledd nr. 4 til 10.* Finansielle instrumenter som nevnt i nr. 5, 6, 7 og 10 er å anse som varederivater, og er omtalt i kapittel 4.2, sammen med utslippskvoter som er nevnt i § 2-2 første ledd nr. 11. De øvrige derivatene er kort omtalt i kapittel 2.4.

I *annet ledd* videreføres hjemmelen til å fastsette forskrifter til bestemmelsen.

Til § 2-3 Definisjoner knyttet til investeringstjenester og investeringsvirksomhet

Utvalget foreslår en ny bestemmelse med definisjoner knyttet til de investeringstjenester og investeringsvirksomheter som angis § 2-1. I dagens lov er enkelte av de nærmere definisjonene av investeringstjenestene i MiFID I artikkel 4 delvis innarbeidet i bestemmelsen som angir investeringstjenestene, andre er lagt i egne definisjonsbestemmelser, mens noen definisjoner ikke er innarbeidet i loven. Etter forslaget vil loven følge systemet i MiFID II, hvor investeringstjenestene listes opp i vedlegg I del A, mens de enkelte begrepene som benyttes til å angi tjenestene er definert i artikkel 4.

Første ledd definerer investeringstjenesten «utførelse av ordre på vegne av kunde». Definisjonen svarer til MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (5) som har fått ett tillegg i forhold til MiFID I. Det fremgår nå uttrykkelig at tjenesten også omfatter transaksjoner i førstehåndsmarkedet der verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen selv har utstedt de finansielle instrumentene ordren omfatter, uavhengig av om foretaket yter andre investeringstjenester. I bestemmelsen benyttes «salg» som fellesbetegnelse for transaksjonene som omfattes. Det understrekes at hensikten er å omfatte førstehåndsomsetning i vid forstand, for eksempel tilfeller der kunden tegner seg i en aksjeemisjon. MiFIDs definisjon av investeringstjenesten «utførelse av ordre på vegne av kunde» var tidligere ikke innarbeidet i verdipapirhandelloven.

Annet ledd inneholder en definisjon av investeringstjenesten «omsetning av finansielle instrumenter for egen regning» som svarer til MiFID artikkel 4 nr. 1 punkt (6). Definisjonen videreføres uendret fra MiFID I, men var tidligere ikke innarbeidet i norsk rett, antakelig fordi innholdet i investeringstjenesten ble ansett for å være tilstrekkelig klart. Det er etter dagens regler lagt til grunn at egenhandelen må skje som en tjeneste som ytes overfor tredjemann for å falle inn under loven. Denne tolkningen av egenhandelsbegrepet vil ikke stå seg ved gjennomføring av MiFID II, fordi unntakene som gjøres for egenhandel som ledd i egen investeringsvirksomhet snevres vesentlig inn. Endringene medfører at en hel del egenhandel som vanskelig kan betraktes som tjenesteyting overfor tredjemann vil falle inn under direktivets anvendelsesområde, for eksempel handel med høyfrekvente algoritmer. Innarbeiding av en definisjon som svarer til MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 6 innebærer en tydeliggjøring av at det ikke foreligger noe krav om at egenhandelen ytes som en tjeneste overfor tredjemann for å falle inn under verdipapirhandelloven. Om egenhandelen omfattes av loven beror på om den utføres på forretningsmessig basis, og dernest på om den faller inn under et av unntakene som gjøres for nærmere angitte aktiviteter og situasjoner. Handel som foretas i forbindelse med forvaltning av egne midler vil fortsatt i stor grad falle utenfor verdipapirhandellovens anvendelsesområde, enten fordi den ikke foretas på forretningsmessig basis, eller fordi den omfattes av unntaksbestemmelsene. Utvalget viser til omtale under punkt 2.2.2.3.

Tredje ledd gir en definisjon av investeringstjenesten «aktiv forvaltning». Definisjonen svarer til MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (8) som videreføres uendret fra første MiFID I. I tidligere lovbestemmelser var definisjon i MiFID I artikkel 4 nr. 1 punkt (8) (delvis) bygget inn i bestemmelsen som angir investeringstjenestene. Forslaget innebærer ingen materielle endringer.

Fjerde ledd viderefører definisjonen av investeringsrådgivning, som tidligere sto i § 2-4 første ledd, uendret. Definisjonen svarer til MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (4).

§ 2-4 Definisjoner knyttet til finansielle instrumenter

Bestemmelsen inneholder definisjonene knyttet til finansielle instrumenter som tidligere fantes i § 2-2 annet til femte ledd, med visse endringer. I tillegg gis det enkelte nye definisjoner. En del av definisjonene har ingen selvstendig betydning ved siden av definisjonen som gis i MiFIR, men er ment å forenkle fremstillingen.

I *første ledd* gis en definisjon av «omsettelige verdipapirer» som svarer til MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (44) og som tidligere fantes i verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd, men med en mindre detaljert ordlyd. Ettersom tidligere bestemmelse også tok sikte på å gjennomføre direktivet, understreker utvalget at det er tale om en språklig endring uten materiell betydning. Et hovedkrite-

rium etter definisjonen er at verdipapirene etter sin art er omsettelige, det vil si at instrumentene kan omsettes på kapitalmarkedet. Bestemmelsen nevner eksempler på verdipapirer som er å regne som omsettelige, uten at eksemplene som nevnes i bestemmelsen er ment å innebære noen uttømmende liste. Endringene som er foretatt i eksemplene er omtalt i kapittel 2.4.4.

I *annet ledd* gis en definisjon av depotbevis som svarer til MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (45) som er videreført fra MiFID I uten endringer. Definisjonen i MiFID I var imidlertid ikke innarbeidet i verdipapirhandelloven.

I *tredje ledd* videreføres definisjonen av pengemarkedsinstrumenter uendret. Definisjonen svarer til MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (17).

I *fjerde ledd* gis en definisjon av børshandlede fond. Bestemmelsen svarer til MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (46).

I *femte ledd* gis en definisjon av etterprioriterte obligasjoner. Dette er instrumenter som omtales som «certificates» på engelsk, men som er noe annet enn de finansielle instrumentene som omtales som sertifikater i Norge. Definisjonen viser til relevant bestemmelser i MiFIR.

I *sjette ledd* tas det inn en definisjon av strukturerte finansielle produkter. Disse er definert i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (28).

I *syvende og åttende ledd* defineres henholdsvis derivater og varederivater i form av en henvisning til relevante bestemmelser i MiFIR.

Til § 2-5 Nærstående

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 2-5 uendret.

Til § 2-6 Tilknyttede tjenester

Bestemmelsen inneholder reglene som tidligere sto i § 2-1 annet ledd og angir de tilleggstjenester et foretak med tillatelse til å yte investeringstjenester kan utføre. Bortsett fra at tilleggstjeneste nr. 1 får et tillegg, er det ingen endringer av tilleggstjenestene i MiFID II. Bestemmelsen om tilleggstjenester videreføres dermed også mer eller mindre uendret i verdipapirhandelloven.

I *tilleggstjeneste nr.1* presiseres det i tråd med tillegget i MiFID II at verdipapirforetak ikke kan utføre tjenester som hører inn under verdipapirregistrenes virksomhet. Det foreslås samtidig at den første delen av bestemmelsen skrives om slik at ordlyden legges nærmere opp til direktivets ordlyd, uten at dette innebærer noen materielle endringer.

I *tilleggstjeneste nr. 2* som gjelder yting av kreditt til investor, foreslås endringer som innebærer at norske regler bringes i samsvar med MiFID II. Endringen må ses i sammenheng med at bestemmelsen om kreditt i verdipapirhandelloven § 9-6 foreslås opphevet. Etter endringen vil det fremgå av beskrivelsen av selve tilleggstjenesten i hvilke tilfeller foretaket kan yte kreditt. De nasjonale tilleggsvilkårene som fremgikk av verdipapirhandelloven § 9-6 foreslås ikke videreført.

For de øvrige tilleggstjenestene foreslås ingen endringer med unntak av at det i nr. 7 vises til definisjonen av derivater og varederivater i § 2-4.

Til § 2-7 Datarapporteringstjenester

Bestemmelsen definerer hvilke tjenester som anses som datarapporteringstjenester etter loven. Dette er godkjente offentliggjøringsordninger (approved publication arrangement – APA), konsolidert offentliggjøringssystem (consolidtated tape provider – CTP) og godkjent rapporteringsordning (approved reporting mechanism – ARM). Bestemmelsen gjennomfører MiFID II vedlegg I del D. Reglene for datarapporteringstjenester og foretak som tilbyr slike tjenester er omhandlet i kapittel 3.10.

Til § 2-8 Definisjoner knyttet til foretak og handelsplasser

Bestemmelsen samler definisjoner knyttet til foretak og handelsplasser som tidligere var gitt i lovens kapittel 2.

I bestemmelsens *første ledd* endres definisjonen av verdipapirforetak slik at det fremgår at et verdipapirforetak er et foretak som *yter investeringstjenester overfor tredjemann eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis*. Endringen er i seg selv av språklig art. Den nye ordlyden tar opp endringer som ble gjort allerede i MiFID I. Gjennomføring av MiFID II innebærer imidlertid økt anvendelsesområde for loven, blant annet fordi unntaksbestemmelsene knyttet til egenhandel snevres inn. Endringen er dermed nødvendig for å reflektere de aktiviteter som heretter vil omfattes av loven.

Bestemmelsens *annet ledd* viderefører definisjonen av kredittinstitusjon med oppdatert lovhenvisning.

Tredje ledd gjennomfører definisjonen av markedsoperatør i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (18). Begrepet markedsoperatør har ikke tidligere vært benyttet i verdipapirhandelloven, og bestem-

melsen er derfor ny. Begrepet er nærmere omtalt i kapittel 3.2.2.

Fjerde ledd gjennomfører definisjonen av regulert marked i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (21). Definisjonen fulgte tidligere av verdipapirhandelloven § 2-3 tredje ledd, som viste til børsloven § 3 første ledd. Det er gjort enkelte språklige endringer i definisjonen. Endringen er ikke ment å innebære materielle endringer, men er gjort av hensyn til å få en definisjon som ligger nærmere direktivteksten. Definisjonen er nærmere omtalt i kapittel 3.2.2.

I *femte ledd* defineres multilateral handelsfasilitet. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (22). Definisjonen er noe endret sammenlignet med gjeldende definisjon i verdipapirhandelloven § 2-3 nr. 4 av hensyn til å gjøre definisjonen mer lik direktivteksten. Dette er ikke ment å innebære materielle endringer av definisjonen. Se for øvrig omtale i kapittel 3.2.2.

Sjette ledd er en ny bestemmelse som gjennomfører definisjonen av organisert handelsfasilitet i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (23). Bestemmelsen er omtalt i kapittel 3.2.2.

Syvende ledd viderefører gjeldende børslov § 3 annet ledd.

Åttende ledd gjennomfører definisjonen av handelsplass i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (24). Definisjonen fremkom tidligere i kommisjonsforordning 1287/2006, og var dermed gjennomført i norsk rett ved inkorporasjon av forordningen i verdipapirforskriften. Som følge av at definisjonen er flyttet til rammedirektivet, må definisjonen gjennomføres i verdipapirhandelloven. Definisjonen er omtalt i kapittel 3.2.2.

I *niende ledd* er definisjonen av multilateralt system i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (19) tatt inn. Definisjonen er ny med MiFID II, og er nærmere omtalt i kapittel 3.2.2.

I *tiende ledd* gjennomføres definisjonen av systematisk internaliserer i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (20). Definisjonen sto tidligere i verdipapirhandelloven § 2-4 nr. 4. Definisjonen er endret ved at det er tatt inn at virksomhet som utøves i et betydelig omfang, også utenfor OHF, må registreres som SI. Verdipapirforetak kan også velge å registrere seg som SI, selv om ikke alle vilkårene er oppfylt. Det er videre avgrenset mot drift av et multilateralt system. Dersom foretaket har slikt system, må det søkes om tillatelse som handelsplass. I bestemmelsen er også de nærmere kravene til virksomheten tatt inn. Disse er igjen utdypet i nivå 2-regler. Definisjonen er nærmere omtalt i kapittel 3.2.2.

Departementet er i ellevte ledd gitt hjemmel til å fastsette forskrifter. Det er foreløpig ikke gitt utfyllende bestemmelser i delegerte rettsakter til disse definisjonene i MiFID II, men Kommisjonen har hjemmel til å gi slike etter artikkel 4 nr. 2.

Til § 2-9 Andre definisjoner

Bestemmelsen inneholder ulike definisjoner som er gitt i MiFID II artikkel 4. Enkelte av definisjonene er nye, mens andre ikke har vært innarbeidet i verdipapirhandelloven.

I *første ledd* gis en definisjon av strukturerte innskudd. Bestemmelsen er ny og svarer til MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (43). Definisjonen omfatter innskudd som skal tilbakebetales i sin helhet, men hvor avkastningen er avhengig av utviklingen i ett eller flere finansielle instrumenter, indekser, varer eller valutakurser mv. Innskudd der avkastningen utelukkende er knyttet til en renteindeks er ikke omfattet av definisjonen.

I *annet ledd* er definisjonen av prisstiller tatt inn. Den tilsvarer MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (7).

I *tredje ledd* defineres tilknyttet agent i samsvar med MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (29).

I *fjerde ledd* defineres kvalifisert eierandel, som gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (31).

Definisjonen i *femte ledd* omhandler prinsipalmatchingshandel som er definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (38). Dette er ny definisjon.

I *sjette ledd* er det foreslått å ta inn definisjonen av likvid marked som definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (25). Definisjonen er ny, og har betydning for OHFers adgang til å handle for egen regning i statsobligasjoner etter utkastet § 9-40 fjerde ledd.

Kapittel 9 Søknad og vilkår for tillatelse

Til § 9-1 Tillatelse til å yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester

Bestemmelsens *første ledd* fastslår at investeringstjenester som ytes overfor tredje mann og investeringsvirksomhet som drives på forretningsmessig basis bare kan utøves av kredittinstitusjoner og verdipapirforetak som har tillatelse til det. Det er ingen endringer i MiFID II på dette punktet. Større grad av fullharmoniserte regler gjør det imidlertid mindre hensiktsmessig å legge opp til nasjonale regler som avviker fra direktivet. Bestemmelsen utformes derfor slik at den gjennomfører systemet som forutsettes i MiFID II, slik at kredittinstitusjoner skal kunne yte investeringstje-

nester og drive investeringsvirksomhet i kraft av konsesjon etter de bestemmelser som gjennomfører CRD IV, det vil si lov om finansforetak og finanskonsern § 2-7. Før kredittinstitusjonen kan yte investeringstjenester skal imidlertid tilsynsmyndigheten forsikre seg om at kredittinstitusjonen oppfyller kravene i de nasjonale reglene som gjennomfører MiFID II og som gjelder for kredittinstitusjoner. Dersom dette skal kunne gjennomføres på en effektiv måte, må kredittinstitusjonen legge frem dokumentasjon som bekrefter at kravene i de relevante lovbestemmelsene er oppfylt. Konsesjonsbehandlingen vil dermed være mer eller mindre den samme uavhengig av hvilket regelsett konsesjonen gis i medhold av. Reglene som gjelder for kredittinstitusjoner fremgår av forslaget til verdipapirhandellov § 9-4.

Utvalget foreslår å endre reglene slik at Finanstilsynet skal gi tillatelse til å drive virksomhet som verdipapirforetak. Bakgrunnen for forslaget er at dette gir bedre sammenheng med regelverket for øvrig, hvor Finanstilsynet gir tillatelse til forvaltningsselskaper for verdipapirfond og AIF-forvaltere, mens departementet er konsesjonsmyndighet for finansinstitusjonene.

Annet ledd viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 9-1 annet ledd. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 7 nr. 1 og artikkel 10 nr. 1 tredje ledd og nr. 2, jf. også Prop. 87 L (2013–2014).

Bestemmelsens tredje og fjerde ledd viderefører gjeldende bestemmelser uten andre endringer enn at henvisningene i fjerde ledd er endret. Bestemmelsene kom inn i loven i 2014. Den gir nasjonale regler om at tjenester tilsvarende investeringstjenestene men som blir ytt i forbindelse med andeler i ansvarlige selskaper, kun kan ytes av foretak som har tillatelse til å yte tilsvarende investeringstjenester for finansielle instrumenter. Kravet om tillatelse gjelder bare dersom tjenestene ytes på forretningsmessig basis. Fjerde ledd angir hvilke bestemmelser i loven som gjelder ved yting av tjenester etter tredje ledd. Ved anvendelsen av bestemmelsene skal andeler i ansvarlig selskap likestilles med finansielle instrumenter og verdipapirforetakets yting av tjenester som angitt i tredje ledd skal likestilles med investeringstjenester. § 9-3 annet ledd nr. 11 gjør unntak fra krav om tillatelse etter § 9-1 tredje ledd i nærmere angitte situasjoner som ligger utenfor massemarkedet. Tjenester knyttet til andeler i ansvarlig selskap kan ikke ytes grensekryssende. Det vises til Prop. 107 L (2011–2012) punkt 3.3, hvor det finnes en fyldig redegjørelse for reglene.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.1.1.

Til § 9-2 Registrering som systematisk internaliserer

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 10-19 første ledd om at verdipapirforetak skal gi melding til Finanstilsynet ved oppstart eller opphør av systematisk internalisering. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 3.2.2.

Til § 9-3 Unntak fra krav om tillatelse

Verdipapirhandelloven kommer som utgangpunkt til anvendelse på ethvert foretak som yter investeringstjenester overfor tredjemann eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis. Bestemmelsen gir unntak fra kravet om å yte investeringstjenester for nærmere bestemte foretak og situasjoner. Bestemmelsens første og annet ledd gjennomfører unntakene i MiFID II artikkel 2.

Bestemmelsens *første ledd* gir unntak for nærmere bestemte institusjoner og foretak. Bestemmelsen viderefører § 9-2 første ledd uendret, men med to unntak. Bestemmelsens nr. 3 utvider unntaket for offentlige myndigheter som forvalter offentlig gjeld til å gjelde institusjoner som er opprettet for å yte bistand i forbindelse med finanskrisen. I nummer 8 gjøres det unntak for verdipapirregister. I denne bestemmelsen tas i tillegg henvisningen til regulerte markeder ut, ettersom disse nå reguleres av verdipapirhandelloven og vil søke tillatelse til å yte relevante investeringstjenester (tjenestene som MHF og OHF) etter loven her.

Bestemmelsens *annet ledd* gjør unntak for nærmere angitte aktiviteter og handlinger som ellers ville vært omfattet av loven. Bestemmelsens nr. 1til 5 videreføres uendret fra tidligere lov.

Annet ledd nr. 6 gjennomfører unntaket for egenhandel i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d). Unntaket omfatter egenhandel knyttet til andre finansielle instrumenter enn varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende. Etter den nye bestemmelsen MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d) faller ikke bare market-makere og systematiske internaliserere utenfor unntakets anvendelsesområde. Alle som er medlem eller deltaker på et regulert marked eller en MHF, eller har direkte elektronisk tilgang til en handelsplattform, samt alle som benytter høyfrekvente algoritmer som handelsteknikk faller utenfor unntakets anvendelse. Egenhandel som ledd i egen formuesforvaltning vil fortsatt i

stor grad falle utenfor anvendelsesområdet for loven. Det vises til omtalen i kapittel 2.6.3.2.

Annet ledd nr. 7 og 8 gjennomfører MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j). Unntakene omfatter egenhandel, herunder prisstillelse, som ytes i tilknytning til varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende, med mindre foretaket handler for egen regning når de utfører kundeordre. Unntaket omfatter også andre investeringstjenester enn egenhandel, forutsatt at disse tjenestene kun ytes til kunder og leverandører til hovedvirksomheten. Det er forutsatt at begge disse aktivitetene, samlet og hver for seg, er tilknyttede tjenester til konsernets hovedvirksomhet for at unntaket skal få anvendelse, og at hovedvirksomheten ikke er investeringstjenestevirksomhet, bankvirksomhet eller prisstillelse i varederivater. Unntaket er nærmere omtalt i kapittel 4.3.

Unntaket i *annet ledd nr. 9* er nytt og gjennomfører MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav n) om unntak for operatører av transmisjonssystem som utøver investeringsvirksomhet eller yter investeringstjenester som ledd sine oppgaver etter tredje elmarkedsdirektiv eller tredje naturgassdirektiv. Unntaket er omtalt i kapittel 4.3.

Annet ledd nr. 10 fastsetter unntak for foretak som handler med utslippskvoter i forbindelse med overholdelse av sine forpliktelser etter klimakvoteloven. Unntaket omfatter kun handel for egen regning, forutsatt at foretaket ikke utfører kundeordre, utøver annen investeringsvirksomhet eller tilbyr andre investeringstjenester, eller benytter algoritmebasert høyfrekvenshandel. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav e), og er nærmere omtalt i kapittel 4.3.

I *annet ledd nr. 11* gis det unntak fra nasjonale bestemmelser som er gitt i verdipapirhandelloven § 9-1 tredje ledd. Bestemmelsen viderefører tidligere verdipapirhandellov § 9-2 annet ledd nr. 10 uendret.

Tredje ledd gir hjemmel til å fastsette forskrifter som utdyper bestemmelsene i § 9-3. Flere av unntakene er utdypet i kommisjonsforordninger som gjennomføres i forskrift.

Til § 9-4 Lovens anvendelse for kredittinstitusjoner

I henhold til definisjonen av verdipapirforetak i § 2-8 første ledd, er kredittinstitusjoner med tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet å anse som verdipapirforetak. § 9-4 fastsetter hvilke av verdipapirhandellovens regler som *ikke* skal gjelde for kredittinstitusjoner som har slik tillatelse. Oppregningen er ikke uttømmende.

Det følger av bestemmelsens *første ledd* nr. 1 at reglene om eierkontroll i §§ 9-12 til 9-15 ikke gjelder for kredittinstitusjoner. Bestemmelsen er langt på vei en videreføring av gjeldende verdipapirforskrift § 1-4 første ledd. Første ledd nr. 2 viderefører gjeldende § 9-11 fjerde ledd annet punktum hva gjelder unntaket for kredittinstitusjoner. Krav i gjeldende § 9-13 og § 9-15 annet ledd kommer ikke til anvendelse for kredittinstitusjoner. Disse unntakene for kredittinstitusjoner videreføres med henvisning i henholdsvis § 9-4 første ledd nr. 3 og 4. Første ledd nr. 5 fastsetter at reglene om melding om utøvelse av virksomhet og etablering av filial i annen EØS-stat i § 9-44 første og annet ledd og § 9-45 første til tredje ledd ikke gjelder for kredittinstitusjoner. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 1 nr. 3 bokstav c) med henvisning til unntak for artikkel 34 nr. 2 og 3 og artikkel 35 nr. 2 til 6. I henhold til første ledd nr. 6, gjelder ikke § 20-2 om stedlig kontroll med foretak med hovedsete i annen EØS-stat for kredittinstitusjoner. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 1 nr. 3 bokstav c) med henvisning til unntak for artikkel 35 nr. 9.

Departementet kan i henhold til *annet ledd* fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen.

Til § 9-5 Lovens anvendelse ved salg og rådgivning knyttet til strukturerte innskudd

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 1 nr. 4 som fastsetter at en rekke av direktivets regler skal gjelde når verdipapirforetak og kredittinstitusjoner med konsesjon til å yte investeringstjenester selger eller gir råd om strukturerte innskudd. Dette gjelder i første rekke regler om kundebeskyttelse og flere organisatoriske regler. Bakgrunnen for innføring av reglen er ønske om større grad av likebehandling av ulike strukturerte produkter. Utvalget legger til grunn at uttrykket «salg» skal tolkes vidt og tar sikte på å fange opp alle situasjoner der kunden ender opp med et strukturert innskuddsprodukt. Det vises til omtalen under punkt 2.5.

Til § 9-6 Søknad om tillatelse

Bestemmelsen gir regler om innhold i og saksbehandling av søknad om tillatelse etter § 9-1, og viderefører langt på vei gjeldende verdipapirhandellov § 9-3.

Første ledd og annet ledd angir hvilke opplysninger som skal inngis til konsesjonsmyndighe-

tene ved søknad om tillatelse. Bestemmelsene gjennomfører MiFID II artikkel 7 nr. 2.

Tredje ledd viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 9-3 tredje ledd uendret.

Det følger av *fjerde ledd* at vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-3 fjerde ledd og gjennomfører MiFID II artikkel 7 nr. 3.

I henhold til *femte ledd* kan foretaket starte sin virksomhet umiddelbart etter at tillatelse er gitt. Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-3 femte ledd. Departementet kan gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen, jf. *sjette ledd*.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.1.2.

Til § 9-7 Endring og tilbakekall av tillatelse

Bestemmelsen gjelder endring og tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet.

Første ledd viderefører for det vesentligste gjeldende § 9-4 første ledd. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 8.

Reglene om tilbakekall skal hindre at foretak som av ulike grunner har vist seg uskikket mv., fortsetter å operere i markedet. De konsesjonspliktige foretakene i verdipapirmarkedet utfører oppgaver med stor samfunnsmessig betydning. Det overordnede formålet med verdipapirmarkedet er å sikre trygg, sikker og effektiv handel med finansielle instrumenter slik at verdipapirmarkedet kan fungere som kapitalkilde for næringslivet og som grunnlag for investeringsvirksomhet og sparing. At det er høy tillit til aktørene som har konsesjon til å utføre oppgaver i verdipapirmarkedet er avgjørende for at dette formålet skal oppnås. Derfor stilles det strenge krav til slike foretaks etiske standard, herunder krav til å overholde regelverket som er satt til å beskytte markedet selv og dets ulike deltakere. Et tilbakekall av en tillatelse tar dermed først og fremst sikte på å beskytte markedet og dets deltakere. Regler om tilbakekall henviser kun til «alvorlige og systematiske brudd» på lovverket. Bestemmelsene er plassert i kapittelet om tillatelse slik at det ut fra konteksten gis veiledning om hvordan reglene er å betrakte. Utvalget foreslår å endre bestemmelsen slik at det uttrykkelig fremgår at tilbakekall kan foretas dersom foretaket alvorlig eller systematisk overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, slik at det er grunn til å frykte for at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet. Det vises til omtale i utredningen kapittel 5.1.3 og 10.4.4.

Til § 9-8 Markedsoperatørers adgang til å drive multilateral handelsfasilitet eller organisert handelsfasilitet

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 9-5, men slik at adgang til å drive OHF er tatt med i bestemmelsen.

Til § 9-9 Organisasjonsform

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 9-8 når det gjelder kravet om at tillatelse til å yte investeringstjenester kan gis til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Gjeldende annet ledd nr. 2 og 3 følger av utkastet § 9-10 og § 9-12, og er derfor tatt ut av utkastet § 9-9.

Til § 9-10 Krav til ledelsen av foretaket

Bestemmelsen gir regler om krav til de personer og organer som inngår i ledelsen av verdipapirforetaket.

Etter *første ledd* første punktum skal styremedlemmer, daglig ledere og faktiske ledere oppfylle krav til kvalifikasjoner og erfaring, ha hederlig vandel og ellers være skikket til å inne ha den aktuelle stillingen eller vervet. Bestemmelsens gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 1 jf. CRD IV artikkel 91. nr. 1 første punktum, og MiFID II artikkel 9 nr. 4 første del. Videre skal styret i henhold til første ledd annet punktum samlet sett ha bred erfaring. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 1, jf. CRD IV artikkel 91 nr. 1 annet punktum. Første ledd tredje punktum viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 9-9 første ledd annet punktum uendret.

I henhold til *annet ledd* første punktum skal personer som nevnt i første ledd sette av tilstrekkelig tid til å utføre sine oppgaver i verdipapirforetaket. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 1, jf. CRD IV artikkel 91 nr. 2. Annet ledd annet punktum angir hvilke forhold som skal tas i betraktning ved vurderingen av hvor mange verv eller stillinger de aktuelle personene kan ha i tillegg til sitt verv eller sin stilling i verdipapirforetaket. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 1 jf. CRD IV artikkel 91 nr. 3 første punktum.

I *tredje ledd* er angitt bestemte grenser for hvor mange verv og/eller stillinger personer i verdipapirforetak, som etter nærmere bestemte kriterier er å anse som vesentlige kan inneha på

samme tid. Finanstilsynet kan gi tillatelse til ytterligere ett styreverv. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 1 og nr. 2, jf. CRD IV artikkel 91 nr. 3 første ledd annet punktum og nr. 5.

Fjerde ledd oppstiller regler om beregning av verv og stillinger i relasjon til tredje ledd. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 1, jf. CRD IV artikkel 91 nr. 4.

I henhold til bestemmelsens *syvende ledd* skal foretakets styre inneha tilstrekkelig kollektiv kunnskap, ferdigheter og erfaring til å kunne forstå foretakets virksomhet. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 1, jf. CRD IV artikkel 91 nr. 7.

Etter *åttende ledd* stilles krav til at styremedlemmer skal utvise hederlighet, integritet og uavhengighet. Bestemmelse gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 1, jf. CRD IV artikkel 91 nr. 8.

Verdipapirforetak skal sette av tilstrekkelige ressurser til opplæring av personer som nevnt i første ledd, jf. *niende ledd*. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 1, jf. CRD IV artikkel 91 nr. 8.

I *tiende ledd* stilles bl.a. krav om å sikre mangfold ved rekruttering av personer som nevnt i første ledd. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 1, jf. CRD IV artikkel 91 nr. 10.

Ellevte ledd gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 4 siste del.

I tolvte *ledd* pålegges foretaket meldeplikt om endringer i ledelsen. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 5.

I henhold til *trettende ledd* skal den faktiske ledelsen av verdipapirforetak forestås av minst to personer som oppfyller kravene i første og annet ledd. Finanstilsynet kan gjøre unntak fra dette kravet. Bestemmelsen viderefører langt på vei gjeldende verdipapirhandellov § 9-9 annet ledd, og gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 6.

Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen, jf. *fjortende ledd*.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.1.

Til § 9-11 Styrets ansvar og forpliktelser

Bestemmelsen gir regler om styrets ansvar og forpliktelser i verdipapirforetak. I henhold til *første ledd* har styret det overordnede ansvar for og skal føre tilsyn med foretakets virksomhet. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 3 første ledd og nr. 1, jf. CRD IV artikkel 88 nr. 1 første ledd.

Annet ledd oppstiller nærmere prinsipper for styrets forvaltning av verdipapirforetaket. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 1, jf. CRD IV artikkel 88 nr. 1 annet ledd.

I *tredje ledd* oppstilles krav om at styret skal definere, godkjenne og føre tilsyn med foretakets organisasjon, strategi for foretakets virksomhet og godtgjørelsesstrategi. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 3 annet ledd.

Etter *fjerde ledd* skal styret overvåke og regelmessig vurdere egnetheten og gjennomføringen av foretakets strategiske mål for utøvelsen av foretakets virksomhet, samt treffe tiltak for å rette opp eventuelle mangler. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 3 tredje ledd.

Styremedlemmene skal ha tilgang til de opplysninger og dokumenter de trenger for å kunne føre tilsyn med foretakets daglige ledelse, jf. *femte ledd*. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 9 nr. 3 fjerde ledd.

Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen, samt forskrift om nominasjonskomité, jf. *sjette og syvende ledd*.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.1.

Til § 9-12 Eierforhold mv.

Bestemmelsen gjelder krav til eiere av kvalifisert eierandel i verdipapirforetak. Bestemmelsens første ledd viderefører i hovedsak gjeldende verdipapirhandellov § 9-10 første ledd første punktum og gjennomfører MiFID II artikkel 10. I første ledd annet punktum er inntatt en henvisning til definisjonen av kvalifisert eierandel, samt beregningsregler som følger av § 9-13 femte ledd.

I annet ledd er inntatt hjemmel for departementet til å fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.2.

Til § 9-13 Melding om erverv av eierandeler i verdipapirforetak

Bestemmelsen gir regler om meldeplikt ved erverv av eierandeler i verdipapirforetak, og gjennomfører MiFID II artikkel 11 nr. 1 og nr. 3.

Første, annet og tredje ledd pålegger erverver av kvalifisert eierandel og erverver av eierandel i verdipapirforetak som innebærer at vedkommendes eierandel overstiger 20, 30 eller 50 prosent, en plikt til å sende melding til Finanstilsynet. Bestemmelsene gjennomfører MiFID II artikkel 11 nr. 1 første ledd.

I *fjerde ledd* pålegges avhender meldeplikt ved avhendelse av kvalifisert eierandel eller ved re-

duksjon av eierandeler under terskelverdiene angitt i første ledd. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 11 nr. 1 annet ledd.

Femte ledd gir regler om beregning av kvalifisert eierandel etter §§ 9-12 og 9-13, som supplerer den generelle definisjonen av kvalifisert eierandel i § 2-9 fjerde ledd. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 11 nr. 1 fjerde ledd.

Sjette ledd pålegger verdipapirforetak meldeplikt til Finanstilsynet dersom det blir kjent med nærmere angitte erverv eller avhendelser av eierandeler i foretaket. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 11 nr. 3 første ledd.

Verdipapirforetak skal minst årlig oversende til Finanstilsynet oversikt over eiere med kvalifiserte eierandeler i foretaket, jf. *syvende ledd*. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 11 nr. 3 annet ledd.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.2.

Til § 9-14 Saksbehandlingsfrister mv.

Bestemmelsen gjelder saksbehandlingsfrister mv. ved behandling av meldinger om erverv av eierandeler i verdipapirforetak mv. og gjennomfører MiFID II artikkel 12.

Første ledd pålegger Finanstilsynet å bekrefte mottak av melding, samt mottak av senere innsendte opplysninger. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 12 nr. 1 første ledd.

Etter *annet ledd* skal Finanstilsynet vurdere meldingen innen 60 dager, samt underrette erververen om når denne vurderingsperioden utløper. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 12 nr. 1 annet ledd.

Det følger av *tredje ledd* at 60-dagers fristen i annet ledd på nærmere angitte vilkår kan avbrytes i inntil 20 virkedager. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 12 nr. 2.

På gitte vilkår kan avbruddet etter tredje ledd forlenges i inntil 30 virkedager, jf. fjerde ledd. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 12 nr. 3.

Etter *femte ledd* skal tillatelse til erverv anses gitt dersom Finanstilsynet ikke skriftlig motsetter seg det planlagte ervervet innen utløpet av fristen etter annet ledd, jf. tredje og fjerde ledd. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 12 nr. 5.

Finanstilsynet kan sette tidsfrist for gjennomføring av ervervet, jf. *sjette ledd*. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 12 nr. 6.

Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen, jf. *syvende ledd*.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.2.

Til § 9-15 Egnethetsvurdering mv.

Bestemmelsen gir regler for vurderingen av om tillatelse til erverv etter § 9-13 annet ledd skal gis, og gjennomfører MiFID II artikkel 13.

Første ledd oppstiller vurderingstema for Finanstilsynets avgjørelse av om tillatelse etter § 9-13 annet ledd skal gis. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 13 nr. 1 innledningsvis.

Av *annet ledd* fremgår hvilke forhold Finanstilsynet særlig skal ta hensyn til ved vurderingen. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 13 nr. 1 bokstav a) til e).

Tredje og fjerde ledd gjennomfører MiFID II artikkel 13 nr. 2. *Femte ledd* gjennomfører MiFID II artikkel 13 nr. 3 og *sjette ledd* gjennomfører MiFID II artikkel 13 nr. 5.

Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen, jf. *syvende ledd*.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.2.

Til § 9-16 Generelle krav til organisering av virksomheten

Bestemmelsen angir generelle krav til organisering av virksomheten i et verdipapirforetak. Ytterligere organisatoriske krav til verdipapirforetak følger av til §§ 9-18 til 9-20.

Bestemmelsens *første ledd* pålegger verdipapirforetak å innrette sin virksomhet slik at foretaket oppfyller nærmere angitte krav i nr. 1 til nr. 10. I første ledd nr. 1 foreslås visse endringer i forhold til gjeldende § 9-11 første ledd nr. 1. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 2 første del. Første ledd nr. 2 til 5 viderefører gjeldende § 9-11 første ledd nr. 2 til 5 uten endringer. Bestemmelsene gjennomfører henholdsvis MiFID II artikkel 16 nr. 3 første ledd, nr. 4, nr. 5 første ledd og nr. 5 annet ledd. I første ledd nr. 6 er det foreslått visse endringer i gjeldende § 9-11 første ledd nr. 6, jf. også foreslåtte endringer i egenhandelsreglene. Første ledd nr. 7 gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 5 tredje ledd, som er ny med MiFID II. Første ledd nr. 8 tilsvarer langt på vei gjeldende § 9-11 første ledd nr. 7 første og andre punktum, og gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 6 og nr. 7 niende ledd. Første ledd nr. 9 er en videreføring av gjeldende § 9-11 første ledd nr. 8. Første ledd nr. 10 er en videreføring av gjeldende § 9-11 syvende ledd med noen endringer.

Annet ledd gjelder verdipapirforetaks utkontraktering av funksjoner. Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-11 annet ledd, og gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 5 første ledd.

Etter *tredje ledd* skal styret og daglig leder utarbeide interne retningslinjer og instrukser i samsvar med første ledd. Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-11 femte ledd.

Departementet kan gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen, jf. *fjerde ledd*.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.3.

Til § 9-17 Telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon

Bestemmelsen oppstiller særlige krav til dokumentasjon i form av opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon, og bygger på gjeldende verdipapirhandellov § 10-17 om plikt til lydopptak. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 7.

Første ledd oppstiller krav om opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon. Første ledd første punktum gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 7 første ledd. Det følger av første ledd annet punktum at slik dokumentasjon også skal omfatte samtaler og kommunikasjon som er ment å føre til at det ytes investeringstjenester eller utøves investeringsvirksomhet, selv om samtalene eller kommunikasjonen ikke medfører at slike tjenester ytes eller virksomhet utøves. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 7 annet ledd.

I *annet ledd* gis regler om tiltak som verdipapirforetaket må treffe for å oppfylle kravene i første ledd. Annet ledd nr. 1 gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 7 tredje ledd og annet ledd nr. 2 gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 7 åttende ledd.

Tredje ledd gjelder informasjon til kunder om opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 7 fjerde, femte og sjette ledd.

I *fjerde ledd* gis regler om dokumentasjon av samtaler og kommunikasjon som ikke tas via telefon eller elektronisk, herunder i møter. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 7 syvende ledd.

I henhold til *femte ledd* skal dokumentasjon av telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon på anmodning gjøres gjeldende for den berørte kunden og oppbevares i minst fem år eller lengre tid dersom Finanstilsynet bestemmer. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 7 niende ledd. Departementet kan gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen, jf. *sjette ledd*.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.3.

Til § 9-18 Kundemidler og sikkerhetsstillelse mv.

Bestemmelsen gjelder krav til tiltak for beskyttelse av kunders midler og finansielle instrumenter, og finansiell sikkerhetsstillelse.

Første ledd gjelder beskyttelse av kunders finansielle instrumenter. Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 9-11 tredje ledd og gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 8.

I *annet ledd* oppstilles krav til tiltak for beskyttelse av kundemidler. Bestemmelsen viderefører i det vesentlige gjeldende verdipapirhandellov § 9-11 fjerde ledd og gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 9.

Av *tredje ledd* fremgår forbud mot å inngå avtaler om finansiell sikkerhetsstillelse i form av overdragelse av eiendomsrett med ikke-profesjonelle investorer. Forbudet er nytt i forhold til gjeldende rett og gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 10.

Departementet kan fastsette ytterligere krav til sikring av kundes finansielle instrumenter og kundemidler, samt gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen, jf. fjerde ledd.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.3.

Til § 9-19 Produkthåndtering

Bestemmelsen gjelder krav til produkthåndtering og retter seg mot både produsent og distributør av finansielle instrumenter.

I *første ledd* oppstilles krav til verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter for salg til kunder. Disse foretakene skal ha en prosess for å sikre at det enkelte finansielle instrument er utformet for å oppfylle behovene hos en på forhånd identifisert målgruppe, at strategien for å distribuere produktene er forenelig med denne målgruppen og at det gjøres rimelige tiltak for å sikre at de finansielle instrumentene distribueres til denne målgruppen. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 3 annet og tredje ledd.

Annet ledd angir krav til at verdipapirforetak regelmessig skal gjennomgå de finansielle instrumenter det tilbyr eller markedsfører, samt hvilke forhold som skal tas i betraktning ved slik gjennomgang. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 3 fjerde ledd.

I *tredje ledd* følger krav til verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter om å gi eventuelle distributører tilgang til alle relevante opplysninger om det finansielle instrumentet og produktgodkjenningsprosessen, herunder den identifiserte målgruppen. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 3 femte ledd.

Etter *fjerde ledd* skal verdipapirforetak som tilbyr finansielle instrumenter som det ikke selv har produsert ha rutiner og systemer for å innhente opplysninger som angitt i tredje ledd og sikre at relevante ansatte forstår egenskapene ved det enkelte instrument og den identifiserte målgruppen for det finansielle instrumentet. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 3 sjette ledd.

I henhold til *femte ledd* skal de rutiner, prosesser og ordninger som nevnt i bestemmelsen ta tilbørlig hensyn til andre krav som følger av verdipapirhandelloven og MiFIR, herunder krav som gjelder offentliggjøring, egnethet, hensiktsmessighet, identifisering og håndtering av interessekonflikter og vederlag fra andre enn kunden. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 3 syvende ledd.

Departementet kan i henhold til *sjette ledd* gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen.

Bestemmelsen er nærmere omtalt under kapittel 5.2.3.

Til § 9-20 Klagebehandling

Bestemmelsen svarer til den tidligere verdipapirhandelloven § 10-16a som fastsatte at Kongen ved forskrift kan bestemme at verdipapirforetak skal være tilsluttet utenrettslig tvisteløsningsordning godkjent i medhold av lov. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 75 om at medlemsstatene skal sikre at det innføres effektive og egnede klage- og erstatningsordninger for utenrettslig løsning av forbrukertvister om investeringstjenester og tilleggstjenester som ytes av verdipapirforetak, eventuelt ved bruk av eksisterende organer. Medlemsstatene skal dessuten sikre at alle verdipapirforetak er tilknyttet et eller flere organer som foretar slik klagebehandling og tvisteløsning.

Det legges til grunn at nærmere regler om et fremtidig klageorgan av praktiske hensyn bør fastsettes i loven. Det vises til omtalen i utredningen kapittel 9.6.

Til § 9-21 Filial

Det følger av *første ledd* at verdipapirforetak med hovedsete i Norge skal gi melding til Finanstilsynet før det oppretter filial i Norge. Filialen skal ha en leder som oppfyller kravene til egnethet i § 9-10 første ledd. Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 9-22 første ledd hva gjelder opprettelse av filial i Norge av norske verdipapirforetak. Bestemmelsen er nærmere omtalt under kapittel 5.2.3.

Til § 9-22 Verdipapirforetakenes sikringsfond mv.

Bestemmelsen viderefører langt på vei gjeldende verdipapirhandellov § 9-12, dog med noen endringer, blant annet for å tilpasses nye regler om strukturerte innskudd. Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.4.

Til § 9-23 Startkapital

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 9-13 og gjennomfører MiFID II artikkel 15. Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.5.

Til §§ 9-24 til 9-33

Bestemmelsene viderefører gjeldende verdipapirhandellov §§ 9-14 til 9-21.

Til § 9-34 Definisjoner av algoritmehandel og direkte elektronisk tilgang

Bestemmelsen gjennomfører definisjonene av algoritmehandel, høyfrekvent algoritmehandel og direkte elektronisk tilgang i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 39, 40 og 41. Definisjonene er nærmere utdypet i forskrift. Definisjonene er omtalt i kapittel 3.11.

Til § 9-35 Algoritmehandel

Bestemmelsen om algoritmebasert handel er ny og gjennomfører MiFID II artikkel 17 nr. 1 til 4. Bestemmelsen gjelder for verdipapirforetak og andre foretak som benytter algoritmer, herunder foretak som er unntatt fra krav om tillatelse etter utkastet § 9-3. Bestemmelsen stiller nærmere krav til hvilke systemer og rutiner foretak som benytter algoritmer i sin virksomhet skal ha, samt regler om opplysningsplikt overfor tilsynsmyndigheten og dokumentasjonsplikt. Bestemmelsen fastsetter videre krav til foretak som utfører algo-

ritmehandel som en del av sin prisstillerstrategi. Det er gitt utdypende bestemmelser i kommisjonsforordninger som gjennomføres i forskrift. Reglene om algoritmehandel er omtalt i kapittel 3.11.

Til § 9-36 Direkte elektronisk tilgang

Reglene om direkte elektronisk tilgang gjennomfører MiFID II artikkel 17 nr. 5 og er omhandlet i kapittel 3.11. Det stilles blant annet krav om at verdipapirforetak som tilbyr direkte elektronisk tilgang har effektive kontroller og systemer som sikrer at kundene er egnet og at handelen som gjøres gjennom slik tilgang overvåkes. Det er gitt utdypende bestemmelser i kommisjonsforordninger som gjennomføres i forskrift.

Til § 9-37 Alminnelig clearingmedlem

Bestemmelsen regulerer verdipapirforetak som opptrer som alminnelig clearingmedlem («general clearing member – GCM»), og stiller blant annet krav til systemer og kontroller for å sikre at clearingtjenestene tilbys til egnede kunder og at kundene pålegges hensiktsmessige krav. Bestemmelsen er omhandlet i kapittel 3.11 og gjennomfører MiFID II artikkel 17 nr. 6. Det er gitt utdypende bestemmelser i kommisjonsforordninger som gjennomføres i forskrift.

Til § 9-38 Handelsprosessen og gjennomføring av transaksjoner på MHF og OHF

§ 9-38 *første ledd* gjennomfører MiFID II artikkel 18 nr. 1 til 7. Bestemmelsene i nr. 1 og 3 er det gjort enkelte mindre endringer for å sikre en riktig direktivgjennomføring ved å ta inn krav om at handelsreglene skal være klare og at reglene om tilgangen til handelssystemene skal være klare og ikke-diskriminerende. Dette er ikke ment å gjøre materielle endringer i bestemmelsene.

Gjeldende § 11-1 første ledd nr. 2 og 4 er samlet i *første ledd nr. 2* samtidig som det er gjort enkelte endringer i ordlyden. Disse er ikke av betydning for innholdet i bestemmelsen.

I *første ledd nr. 4* er den nye bestemmelsen om kravene til å identifisere og håndtere potensielle interessekonflikter i MiFID II artikkel 18 nr. 4 tatt inn. Bestemmelsen kommer i tillegg til de generelle kravene til å håndtere interessekonflikter som gjelder for verdipapirforetak i utkastet § 10-2. Artikkel 18 nr. 5 er gjennomført i *første ledd nr. 5*. MHF og OHF er i henhold til denne bestemmelsen underlagt kravene i artikkel 48.

Gjeldende § 11-1 første ledd nr. 5 og 6 om at fasiliteten skal opplyse sine medlemmer og brukere om deres ansvar for oppgjør av transaksjonene og at operatøren skal legge til rette for en effektiv og rettidig gjennomføring av oppgjøret av transaksjonene er samlet i *første ledd nr. 6*.

Første ledd nr. 7 er en ny bestemmelse om at handelsfasiliteten skal ha minst tre medlemmer som handler aktivt. Disse skal kunne delta i prisdannelsen.

I *første ledd nr. 8* videreføres plikten for operatøren til å suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handelen etter pålegg fra tilsynsmyndigheten. Bestemmelsen er utvidet slik at den omfatter OHFer.

Annet ledd er en videreføring av gjeldende § 11-1 fjerde ledd. Bestemmelsen fastsetter at utstedere som ikke samtykker i at instrumentet tas opp til handel på handelsfasiliteten ikke kan pålegges informasjonsplikter overfor MHFen eller OHFen.

I *tredje ledd* gjennomføres den nye bestemmelsen i MiFID II artikkel 18 nr. 10. Operatører av MHF og OHF skal etter denne bestemmelsen sende inn en detaljert beskrivelse a funksjonaliteten på fasiliteten, herunder tilknytninger til regulert marked, annen MHF, OHF eller SI som har samme eier, og en liste over deres brukere og medlemmer. Opplysningene skal sendes inn ved søknad om tillatelse og for øvrig på forespørsel fra Finanstilsynet. Kravene er utdypet i Kommisjonsforordning 2016/824 og det er derfor tatt inn hjemmel til å fastsette forskrifter i *fjerde ledd*.

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 3.4.2.

Til § 9-39 Særlige krav til multilaterale handelsfasiliteter (MHF)

Bestemmelsen fastsetter særkrav til MHFer og gjennomfører MiFID II artikkel 19.

I *første ledd* er gjeldende § 11-1 første ledd videreført. Ordlyden er endret ved at kravet om at reglene for utførelse av ordre skal være ikke-diskresjonære er tatt inn for å sikre en riktig direktivgjennomføring og få klart frem ulikhetene ved utførelsen på MHF og OHF.

Annet ledd viderefører kravene til medlemmene på MHF, som er de samme som gjelder for regulert marked.

Tredje ledd er i det vesentlige en ny bestemmelse, med unntak av bokstav b. Bestemmelsen stiller krav til systemer og ordninger fasiliteten skal ha for å håndtere de risikoer den er utsatt for og krav om at den må ha tilstrekkelige finansielle ressurser til å kunne legge til rette for en effektiv

handelsfasilitet. Det nærmere innholdet i disse kravene må vurderes i lys av type og omfang av transaksjoner som gjøres i systemene, og ut fra type og grad av risiko fasiliteten er utsatt for.

Fjerde ledd viderefører gjeldende § 11-1 tredje ledd, og fastsetter at enkelte av reglene knyttet til og forretningsskikk, beste utførelse av ordre og håndtering av kundeordre ikke gjelder for transaksjoner som inngås mellom medlemmer på fasiliteten.

I *femte ledd* er bestemmelsen i MiFID II artikkel 19 nr. 5 gjennomført. Bestemmelsen fastslår at MHF ikke kan utføre kundeordre mot egne midler eller ved prinsipalmatchingshandel. Bestemmelsen er ny.

Bestemmelsen er omhandlet i kapittel 3.4.2.

Til § 9-40 Særlige krav til organiserte handelsfasiliteter (OHF)

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 20 som fastsetter særkrav til virksomheten på OHF.

Første ledd gjennomfører bestemmelsen om at OHF ikke kan utføre kundeordre mot egne midler eller midlene til selskap i samme konsern eller samme juridiske person som operatøren.

Annet ledd fastslår at OHF kan utføre kundeordre ved prinsipalmatchingshandel i obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippstillatelser og enkelte derivater, forutsatt at kunden har samtykket i dette. Prinsipalmatchingshandel kan kun benyttes for ordre i derivater som ikke er omfattet av clearingplikten etter EMIR artikkel 5.

Tredje ledd omhandler plikten til å etablere ordninger som sikrer etterlevelse av definisjonen av prinsipalmatchingshandel i MiFID III artikkel 20 nr. 2 tredje ledd.

Fjerde ledd regulerer en OHFs handel i statsobligasjoner som det ikke er likvid marked for. For denne typen instrumenter kan OHFen drive annen egenhandel enn prinsipalmatchingshandel.

OHF og SI kan ikke drives innenfor samme juridiske enhet, jf. *femte ledd.* Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 20 nr. 4. Det følger videre av bestemmelsen at det ikke kan være slik tilknytning mellom OHF og SI, eller mellom to OHFer at ordrene i de ulike fasilitetene kan matches mot hverandre.

Utførelse av ordre på OHF skal skje på diskresjonær basis og det er fastsatt nærmere bestemmelser om utførelsen i *sjette og syvende ledd.* Forpliktelsene etter disse bestemmelsene gjelder i tillegg til kravene i § 9-28, § 10-19 og § 10-20.

Åttende ledd gir hjemler for tilsynsmyndigheten til å be om at operatøren av en OHF gir opplysninger om systemene og virksomheten knyttet til fasiliteten. Det skal gis en detaljert begrunnelse for hvorfor handelssystemet ikke kan anses som et regulert marked, MHF eller SI, og det skal gis informasjon om hvordan skjønnet vil bli utøvet ved utførelse av ordre. Operatøren skal også gi opplysninger om prinsipalmatchingshandler.

Bestemmelsen er omhandlet i kapittel 3.4.2.

Til § 9-41 Markedsovervåkning på MHF og OHF

Bestemmelsen viderefører gjeldende bestemmelse om markedsovervåkning for MHFer i § 11-2, men utvides til å gjelde for OHFer også. I tillegg er kravet om at markedsovervåkningen også skal omfatte forstyrrelser i handelssystemet tatt inn, samt krav om at fasiliteten må benytte tilstrekkelig ressurser til at overvåkningen er effektiv.

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 3.4.3.

Til § 9-42 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel

Bestemmelsen om suspensjon og strykning på MHF og OHF er ny, og gjennomfører MiFID II artikkel 32. Bestemmelsen er tilsvarende den som gjelder for regulert marked, jf. utkastet § 12-3. Det vises til merknadene til denne bestemmelsen.

Til § 9-43 Vekstmarked for små og mellomstore bedrifter

Bestemmelsen er ny, og gjennomfører MiFID II artikkel 33. Bestemmelsen regulerer adgangen for MHFer til å registrere seg som vekstmarked for SMBer og hvilke særregler som gjelder for handel i slike utstedere. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 3.5.

Til § 9-44 Melding om utøvelse av virksomhet i annen EØS-stat

Bestemmelsen gjelder grensekryssende virksomhet som gjøres over telefon eller elektronisk kommunikasjon uten etablering i vertsstaten. Reglene er i det vesentlige en videreføring av gjeldende § 9-23 og gjennomfører MiFID II artikkel 34. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 7.1.

Til § 9-45 Melding om etablering av filial i annen EØS-stat

Ytelse av investeringstjenestevirksomhet gjennom etablering av filial eller ved å benytte tilknyttet agent etablert i annen EØS-stat er regulert i ut-

kastet § 9-45. Bestemmelsen er i det vesentlig en videreføring av gjeldende § 9-23, og gjennomfører MiFID II artikkel 35. Reglene er omtalt i kapittel 7.1.

Til § 9-46 Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

Reglene for ytelse av investeringstjenester i Norge av foretak med hovedsete i annen EØS-stat fremkommer i utkastet § 9-46. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 34 og 35. De er omtalt i kapittel 7.1.

Til § 9-47 Verdipapirhandellovens anvendelse for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 35 nr. 8 og regulerer anvendelse av verdipapirhandelloven for filialer av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat. Bestemmelsen er omhandlet i kapittel 7.1.

Til § 9-48 Foretak med hovedsete utenfor EØS

Bestemmelsen gjennomfører at MIFID II artikkel 39 til 43 og regulerer adgangen for utenlandske verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS (tredjestatsforetak) til å yte investeringstjenester og utøve investeringsvirksomhet i Norge overfor ikke-profesjonelle kunder og kunder som kan anmode om å bli klassifisert som profesjonelle. Tredjestatsforetak som har til hensikt å yte investeringstjenester eller investeringsvirksomhet til slike kunder i Norge må opprette en norsk filial.

Tredjestatsforetaks tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter og kunder som i seg selv er profesjonelle reguleres av MiFIR artikkel 46 til 49.

Det vises til omtale i kapittel 7.2.

Kapittel 10 Verdipapirforetaks virksomhet mv.

I. Generelle bestemmelser

Til § 10-1 Løpende overensstemmelse med vilkår for tillatelse

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 21 nr. 1 og nr. 2 annet punktum og viderefører § 10-1 i gjeldende verdipapirhandellov. Det vises til omtale i kapittel 6.1.

Til § 10-2 Interessekonflikter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 23 og viderefører § 10-10 i gjeldende verdipapirhandellov med enkelte skjerpede krav. Verdipapirforetak skal treffe alle *egnede tiltak* («appropriate steps») med hensyn til å identifisere interessekonflikter og det er presisert at foretakene skal vurdere konflikter som følge av vederlag fra andre enn kunden eller av verdipapirforetakets godtgjørelses- eller insentivordninger.

Det vises til omtale i kapittel 6.2.

Til § 10-3 Verdipapirforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet

Bestemmelsen er en særnorsk bestemmelse som viderefører § 10-2 i gjeldende verdipapirhandellov. MiFID II inneholder ikke regler om verdipapirforetaks adgang til å bedrive annen næringsvirksomhet.

Det vises til omtale i kapittel 6.3.

Til § 10-4 Ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet mv.

Bestemmelsen viderefører § 10-3 i gjeldende verdipapirhandellov. *Annet ledd* er endret slik at hjemmelen til å gi unntak etter forbudet i første ledd er flyttet fra Finanstilsynet til foretaket. I vurderingen må foretaket legge særlig vekt på om rollen innebærer interessekonflikter, den ansattes mulighet til å nyttiggjøre seg informasjonen vedkommende vil tilegne seg, verdipapirforetakets uavhengighet og hensynet til forsvarlig informasjonshåndtering.

MiFID II inneholder ikke regler om ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet.

Det vises til omtale i kapittel 6.3.

§ 10-5 Taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte

Bestemmelsen er en særnorsk bestemmelse som viderefører § 10-9 i gjeldende verdipapirhandellov. MiFID II inneholder ikke eksplisitte regler om taushetsplikt.

Det vises til omtale i kapittel 6.4.

II. Klassifisering av kunder

Til § 10-6 Profesjonelle kunder

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II vedlegg II avsnitt I og viderefører § 10-2 i gjeldende verdipapirforskrift. *Første ledd* nr. 1 er endret i forhold til gjeldende rett. Henvisningen til definisjonen av kvalifiserte motparter i gjeldende verdipapirforskrift § 10-2 bokstav a) er erstattet med listen over foretakstyper i MiFID II vedlegg II avsnitt I nr. 1.

Det er ikke forventet at dette innebærer endringer i rettstilstanden. Det vises til omtale i kapittel 6.5.

Til § 10-7 Ikke-profesjonelle kunder

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II vedlegg II avsnitt II.1 og viderefører § 10-4 i gjeldende verdipapirforskrift. Det vises til omtale i kapittel 6.5.

Til § 10-8 Krav til prosedyre ved avkall på beskyttelse som ikke-profesjonell

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II vedlegg II avsnitt II.2. og viderefører § 10-5 i gjeldende verdipapirforskrift. Det vises til omtale i kapittel 6.5.

III. Investorbeskyttelse

Til § 10-9 God forretningsskikk

Første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 1. og er en videreføring av den den rettslige standarden om god forretningsskikk i gjeldende verdipapirhandellov § 10-11 første ledd. Det generelle kravet om å opptre i samsvar med god forretningsskikk gjelder for hele verdipapirforetakets virksomhet, uavhengig av type produkt som tilbys av foretaket. I tråd med direktivets ordlyd er det presisert at verdipapirforetaket skal opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes interesser.

Annet ledd og *tredje ledd* gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 2 og 3. Dette er generelle prinsipper som gjelder henholdsvis for verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter for salg til kunder og verdipapirforetak som distribuerer finansielle instrumenter.

Det vises til omtale i kapittel 6.6.1.

Til § 10-10 Informasjon til kunden

Første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 3 og viderefører § 10-11 tredje ledd i gjeldende verdipapirhandellov.

Annet og tredje ledd gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 4 og viderefører § 10-11 annet ledd i gjeldende verdipapirhandellov. Nytt i forhold til gjeldende verdipapirhandellov er at opplysningskravene knyttet til kostnader og gebyrer er mer utfyllende. Verdipapirforetaket skal blant annet opplyse om kostnaden knyttet til investeringstjenester og tilknyttede tjenester, herunder skal kostnaden i forbindelse med investeringsrådgivning spesifiseres. Nytt i forhold til gjeldende verdipapirhandellov er også informasjonskravene som gjelder når det ytes investeringsrådgivning.

Fjerde ledd tilsvarer MiFID II artikkel 24 nr. 5 og innebærer også en videreføreføring av § 10-11 annet ledd i gjeldende verdipapirhandellov.

Femte ledd er et nytt krav knyttet til investeringstjenester som inngår i en produktpakke. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 11.

Sjette ledd gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 6 og er et unntak fra informasjonskravene som gjelder dersom investeringstjenesten inngår som en del av et finansielt produkt som er underlagt andre EØS-regler om informasjonskrav for kredittinstitusjoner og forbrukerkreditt. Dette unntaket følger også av MiFID I, men ble ikke gjennomført i gjeldende verdipapirhandellov. Unntaket er derfor nytt i forhold til gjeldende verdipapirhandellov.

Det vises til omtale i kapittel 6.6.2.

Til § 10-11 Særskilte krav for uavhengig investeringsrådgivning

MiFID II innfører et skille mellom uavhengig investeringsrådgivning og ikke-uavhengig investeringsrådgivning som er nytt i forhold til gjeldende rett. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 7 bokstav a) og inneholder informasjonskrav som gjelder dersom verdipapirforetaket informerer kunden om at rådgivningen ytes på uavhengig basis. Det vises til omtale i kapittel 6.6.3.

Til § 10-12 Vederlag fra andre enn kunden

Første til tredje ledd gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 9. Bestemmelsen innebærer i hovedsak en videreføring av § 10-8 i gjeldende verdipapirforskrift. Dette er generelle regler som gjelder uavhengig av hvilke tjenester som ytes til kunden.

Fjerde ledd gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 7 og 8. Dette er nye krav som gjelder investeringsrådgivning og aktiv forvaltning. Til forskjell fra de øvrige investeringstjenestene må foretaket ved ytelse av investeringsrådgivning og aktiv forvaltning overføre vederlag fra tredjeparter til kunden, med unntak av mindre naturalytelser som på nærmere vilkår kan beholdes av foretaket.

Det vises til omtale i kapittel 6.7.

Til § 10-13 Avlønning av ansatte

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 10 og innfører nytt eksplisitt forbud mot å avlønne ansatte eller evaluere ansattes prestasjoner

på en slik måte at plikten til å påse at kundens interesser ivaretas på beste måte svekkes. Bestemmelsen viderefører gjeldende praksis i rundskriv 17/2010.

Det vises til omtale i kapittel 6.7.

Til § 10-14 Kompetansekrav for ansatte

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 25 nr. 1 og innfører nye eksplisitte kompetansekrav til ansatte i verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning eller gir opplysninger om finansielle instrumenter.

Det vises til omtale i kapittel 6.8.

Til § 10-15 Vurdering av egnethet og hensiktsmessighet

Første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 25 nr. 2. Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 10-11 fjerde ledd. I tillegg er det presisert at verdipapirforetaket i vurderingen av om en investeringstjeneste og de finansielle instrumenter egner seg for kunden skal innhente informasjon om kundens evne til å bære tap og kundens risikotoleranse. Nytt i forhold til gjeldende rett er presiseringen av at foretaket særlig skal legge vekt på at de anbefalte tjenester og finansielle instrumenter er i samsvar med kundens risikotoleranse og evne til å bære tap, samt at den samlede pakken skal være egnet dersom foretaket anbefaler en pakke av tjenester eller sammensatte produkter.

Annet og tredje ledd gjennomfører MiFID II artikkel 25 nr. 3 og viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 10-11 femte ledd. Nytt i forhold til gjeldende rett er kravet om at verdipapirforetaket skal vurdere om den samlede pakken er hensiktsmessig, dersom en pakke av tjenester eller sammensatte produkter er påtenkt. Utover dette er det ingen materielle endringer.

Fjerde og femte ledd MiFID II artikkel 25 nr. 4, med unntak av definisjonen av ikke-komplekse finansielle instrumenter som er foreslått gjennomført i § 10-16. Gjeldende verdipapirhandellov § 10-11 sjette ledd videreføres, men unntaket fra kravet om hensiktsmessighetstest utvides til å gjelde uavhengig av om foretaket yter tilleggstjenester, med mindre det ytes kreditt i tilknytning til ordren som overstiger tidligere innvilget kredittramme.

Det vises til omtale i kapittel 6.9.

Til § 10-16 Ikke-komplekse finansielle instrumenter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 25 nr. 4 a) og angir hvilke finansielle instrumenter som skal regnes som ikke-komplekse og dermed er omfattet av unntaket fra kravet om hensiktsmessighetstest. Nytt i forhold til gjeldende verdipapirhandellov § 10-11 sjette ledd nr. 1 er at det er gitt enkelte presiseringer når det gjelder hvilke finansielle instrumenter som skal regnes som ikke-komplekse. Aksjer i innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS (alternative investeringsfond) vil være komplekse, selv om fondet er tatt opp til notering på et regulert marked. Strukturerte UCITS, som omhandlet i forordning (EU) nr. 583/2010 (gjennomført i verdipapirfondforskriften § 8-2) artikkel 36 nr. 1 annet avsnitt, anses ikke som ikke-komplekse finansielle instrumenter. Det vises til omtale i kapittel 6.9.

Til § 10-17 Rapportering til kunder mv.

Første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 25 nr. 5 og viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 10-11 syvende ledd. Det er ingen materielle endringer.

Annet til sjette ledd gjennomfører MiFID II artikkel 25 nr. 6. Presiseringen i gjeldende § 10-11 syvende ledd om at utførte oppdrag skal bekreftes ved sluttseddel er fjernet, men dette antas ikke å medføre reelle endringer. Bakgrunnen for endringen er at det er gitt utfyllende regler i gjennomføringsforordningen til MiFID II artikkel 59 om rapporteringskravene som gjelder for utførelse av ordre. Nytt i forhold til gjeldende rett er at verdipapirforetak ved ytelse av investeringsrådgiving til ikke profesjonelle-kunder skal gi kunden en erklæring om egnethet før transaksjonen gjennomføres. Erklæringen om egnethet kan gis umiddelbart etter at det er inngått avtale, forutsatt at avtalen ble inngått ved bruk av fjernkommunikasjon, kunden har samtykket og verdipapirforetaket har gitt kunden anledning til å utsette transaksjonen for å motta egnethetserklæringen på forhånd. Verdipapirforetak som yter aktiv forvaltning eller har informert kunden om at foretaket vil gi kunden en periodisk egnethetsvurdering skal inkludere en oppdatert egnethetserklæring i den periodiske informasjonen til kunden.

Syvende ledd gjelder unntak for investeringstjenester i tilknytning til kredittavtaler knyttet til boligeiendom og gjennomfører MiFID II artikkel 25 nr. 7.

Det vises til omtale i kapittel 6.9.

Til § 10-18 Tjenesteyting via annet verdipapirforetak

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 26 og viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 10-15. Det er ingen materielle endringer. Det vises til omtale i kapittel 6.10.

Til § 10-19 Beste resultat ved utførelse av ordre

Første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 27 nr. 1 første avsnitt og viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 10-12 første ledd. Ordlyden er imidlertid endret i samsvar med direktivteksten slik at verdipapirforetak skal gjennomføre alle tiltak som er *tilstrekkelige* for å oppnå et best mulig resultat. Det er også enkelte språklige endringer.

Annet ledd gjennomfører MiFID II artikkel 27 nr. 1 annet avsnitt og viderefører gjeldende verdipapirforskrift § 10-25 fjerde ledd.

Tredje ledd gjennomfører MiFID II artikkel 27 nr. 1 tredje avsnitt og viderefører gjeldende verdipapirforskrift § 10-25 femte ledd.

Fjerde ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 4 og viderefører verdipapirhandelloven § 10-12 annet ledd.

Femte ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 5 første avsnitt og viderefører verdipapirhandelloven § 10-12 tredje ledd.

Sjette ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 5 annet og tredje avsnitt og viderefører verdipapirhandelloven § 10-12 fjerde ledd første punktum. I tråd med endringene i MiFID II er det inntatt en presisering om at verdipapirforetaket på en lettfattelig og tydelig måte skal gi kunden informasjon om hvordan ordre blir utført av foretaket.

Syvende ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 5 tredje avsnitt verdipapirhandelloven § 10-12 fjerde ledd annet punktum.

Åttende ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 7 og viderefører verdipapirhandelloven § 10-12 femte ledd. Nytt i forhold til gjeldende rett er presiseringen om at verdipapirforetaket skal legge vekt på informasjon som er offentliggjort om utførelse av ordre, jf. § 10-20.

Niende ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 8 og viderefører verdipapirhandelloven § 10-12 sjette ledd.

Tiende ledd gjennomfører deler av artikkel 27 nr. 3 (siste del av første punktum). Artikkel 27 nr. 3 for øvrig er gjennomført i § 10-20.

Ellevte ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 2 og er nytt som et eksplisitt krav i forhold til gjeldende verdipapirhandellov.

Det vises til omtale i kapittel 6.11.

Til § 10-20 Offentliggjøring av informasjon om ordreutførelse

Bestemmelsen innfører nye krav til offentliggjøring av informasjon om ordreutførelse.

Første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 27 nr. 3, med unntak av kravet om at verdipapirforetaket skal informere kunden om hvor ordren ble utført, ref. utkast til § 10-19 tiende ledd. *Annet ledd* gjennomfører MiFID II artikkel 27 nr. 6.

Det vises til omtale i kapittel 6.11.

Til § 10-21 Håndtering av kundeordre

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 28.

Første, annet og fjerde ledd viderefører § 10-13 i gjeldende verdipapirhandellov.

Tredje ledd gir hjemmel for at Finanstilsynet kan frita verdipapirforetak fra plikten til å offentliggjøre ordren etter annet ledd. Dette unntaket er en videreføring av § 10-28 fjerde ledd i gjeldende verdipapirforskrift.

Det vises til omtale i kapittel 6.12.

Til § 10-22 Tilknyttede agenter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 29 og viderefører § 10-16 i gjeldende verdipapirhandellov.

I *fjerde ledd* er det presisert at tilknyttede agenter skal ha tilstrekkelig godt omdømme og besitte den nødvendige allmenne, forretningsmessige kunnskap og kompetanse til å yte de tilbudte tjenester og å gi alle relevante opplysninger til kunder eller potensielle kunder på en presis måte. Finanstilsynet kan nekte registering av tilknyttet agent dersom agenten ikke anses egnet. Dette er en presisering av gjeldende rett. Med egnet menes at agenten må tilfredsstille de kravene som følger av verdipapirhandelloven og tilhørende forskrifter.

Det vises til omtale i kapittel 6.13.

Til § 10-23 Tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 30 og viderefører i hovedsak § 10-14 i gjeldende verdipapirhandellov.

Det vises til omtale i kapittel 6.14.

Til § 10-24 Nemndbehandling av tvister

Bestemmelsen viderefører § 10-16a i gjeldende verdipapirhandellov.

Til § 10-25 Lenke til nettbasert prisportal

Bestemmelsen viderefører § 10-16b i gjeldende verdipapirhandellov.

Kapittel 11 Søknad og vilkår for tillatelse

Til § 11-1 Tillatelse til å drive et regulert marked

Bestemmelsen viderefører børsloven § 4. I *annet ledd* er deler av børsloven § 5 første ledd tatt inn. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.1.

Til § 11-2 Søknad om tillatelse

Bestemmelsen viderefører børsloven § 5 *for så vidt gjelder* kravene til hva en søknad om tillatelse skal inneholde. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.1.

Til § 11-3 Endring og tilbakekall av tillatelse

Bestemmelsen viderefører børsloven § 6. I *annet ledd* nr. e) er det tatt inn tilsvarende presisering som er gjort for verdipapirforetak, se utkastet § 9-7. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.1.

Til § 11-4 Sammenslåing og deling av regulert marked mv.

Bestemmelsen viderefører børsloven § 7 uendret. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.1.

Til § 11-5 Virksomhet i utlandet

Bestemmelsen viderefører børsloven § 8 uendret. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.1.

Til § 11-6 Organisasjonsform

Bestemmelsen viderefører børsloven § 9 uendret. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.2.

Til § 11-7 Krav til ledelsen av markedsoperatøren

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 45 nr. 1 til 4. Reglene om krav til ledelsen av markedsoperatøren er på flere punkter tilsvarende som for verdipapirforetak, men for regulert marked er det ikke henvist til CRD IV. Det vises til omtale i kapittel 8.2.

Til § 11-8 Styrets ansvar og forpliktelser

Bestemmelsen er ny og gjennomfører MiFID II artikkel 45 nr. 6. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.2.

Til § 11-9 Nominasjonskomité

MiFID II artikkel 45 nr. 4 og 5 har bestemmelser om nominasjonskomité. Ettersom et norsk allmennaksjeselskap ikke har selvsupplerende styre, er det ikke foreslått å gjennomføre disse direktivbestemmelsene. Det er foreslått en forskriftshjemmel dersom det skulle vise seg nødvendig å gjennomføre kravene om nominasjonskomité. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.2.

Til § 11-10 Eierkontroll i regulert marked som ikke er børs

Bestemmelsen viderefører børsloven § 17, med enkelte språklige endringer. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 46, og er omtalt i kapittel 8.2.

Til § 11-11 Internkontroll

Bestemmelsen viderefører børsloven § 11 uendret. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.2.

Til § 11-12 Revisor

Bestemmelsen viderefører børsloven § 12 uendret. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.2.

Til § 11-13 Taushetsplikt

Bestemmelsen viderefører børsloven § 14 uendret. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.2.

Til § 11-14 Habilitetskrav

Bestemmelsen viderefører børsloven § 15 uendret. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.2.

Til § 11-15 Adgangen til å eie finansielle instrumenter mv.

Bestemmelsen viderefører børsloven § 16 uendret. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.2.

Til § 11-16 Krav til ansvarlig kapital

Bestemmelsen viderefører børsloven § 20 uendret. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.2.

Til § 11-17 Likviditetskrav

Bestemmelsen viderefører børsloven § 21 uendret. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.2.

Til § 11-18 Organisatoriske krav

Første ledd viderefører gjeldende børslov § 13. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 47, med unntak av artikkel 47 nr. 1 bokstav f) som gjennomføres i kapitalkravbestemmelsene i §§ 11-16 og 11-17. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 3.3.2. Det er gjort enkelte mindre endringer i bestemmelsen. Gjeldende ordlyd i bokstav b) om «signifikante risikoer» er endret til «vesentlige risikoer. Ordlyden i gjeldende bokstav c) om «faste handelsregler» er endret til «ikke-diskresjonære handelsregler». Ingen av endringene er ment å innebære noen materiell endring av bestemmelsen. Rekkefølgen på reglene i gjeldende bokstav c) og d) er også byttet om for å få tilsvarende rekkefølge som i direktivet.

Annet ledd gjennomfører den nye bestemmelsen i MiFID II artikkel 47 nr. 2. Etter bestemmelsen kan ikke regulert marked gjennomføre ordre mot egne midler eller ved prinsipalmatchingshandel. Bestemmelsen er behandlet i kapittel 3.3.2.

Til § 11-19 Robuste systemer og automatiske handelssperrer på regulert marked

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 48 nr. 1, 4 og 5, og er ny i forhold til gjeldende rett. Bestemmelsen gjennomføres i tråd med direktivet og med samme struktur.

Første ledd og annet ledd gjelder hvilke krav til systemer, prosedyrer og tiltak som skal være på plass i et regulert marked for å sikre at handelssystemet som benyttes er tilstrekkelig robust og har den nødvendige kapasitet. Hva som kreves vil være avhengig av hvilken handelsmodell som benyttes og kravene vil dermed ikke nødvendigvis være de samme for alle handelssystemer.

I tredje ledd stilles det krav om at regulert marked må ha systemer, prosedyrer og ordninger som forhindrer ordreinnleggelser som går ut over fastsatte terskler for volum eller pris, eller som klart er feilaktige.

Fjerde ledd til sjette ledd regulerer adgangen til midlertidig stans i handelen for en kort periode ved betydelige prissvingninger i det finansielle instrumentet på handelsplassen eller på andre relaterte markeder. Bestemmelsene utfylles i forskrift og retningslinjer fastsatt av ESMA. Det skal fastsettes hvilken handelsplass som er viktigst for likviditeten i instrumentet. Handelsplassen må ha systemer og prosedyrer for å varsle sin tilsynsmyndighet dersom handelsplassen beslutter å stanse handelen. Øvrige handelsplasser som handler samme instrument er ikke forpliktet til å sende tilsvarende varsler dersom de stanser handelen.

Bestemmelsen er omhandlet i kapittel 3.3.2. Det er gitt flere utfyllende bestemmelser i kommisjonsforordninger. Det er derfor foreslått en forskriftshjemmel i *syvende ledd.*

Til § 11-20 Avtaler med prisstillere

Bestemmelsen regulerer det regulerte markedets avtaler med prisstillere og gjennomfører MiFID II artikkel 48 nr. 2 og 3. Det skal inngås skriftlige avtaler med prisstillerne. Bestemmelsen regulerer innholdet i disse avtalene. Forpliktelsene som skal ligge i avtalene er knyttet til tilgjengelighet, størrelse og spread. Forskriftshjemmel er fastsatt av hensyn til gjennomføring av utfyllende bestemmelser i kommisjonsforordninger. Det vises til omtale i kapittel 3.3.2.

Til § 11-21 Algoritmehandel

Bestemmelsen stiller krav knyttet til algoritmehandel. I henhold til denne bestemmelsen skal regulert marked ha systemer på plass for å sikre at algoritmehandelen ikke skaper eller medvirker til forstyrrelser i handelen. Regulert marked skal blant annet ha systemer som kan begrense antall ordre fra det enkelte medlem dersom det er fare for at kapasiteten i systemet nås, og begrense forholdstallet mellom ikke-gjennomførte ordre og transaksjoner fra medlemmene. Det stilles også krav om testing av algoritmene som benyttes. Bestemmelsen utfylles i kommisjonsforordning gjennomført forskrift og må ses i sammenheng med § 9-35. Den gjennomfører MiFID II artikkel 48 nr. 6. Det vises til omtale i kapittel 3.3.2.

Tredje ledd fastsetter krav om at regulert marked skal kunne identifisere ordre generert av algoritmer, hvilke algoritmer som er benyttet, samt hvem som har initiert ordren.

Til § 11-22 Direkte elektronisk tilgang

Bestemmelsen gjelder hvilke krav regulert marked skal stille til sine medlemmer som tilbyr direkte elektronisk tilgang til sine kunder. Reglene gjennomfører MiFID II artikkel 48 nr. 7. Kravene er utdypet i kommisjonsforordning som er gjennomført i forskrift. Bestemmelsen må ses i sam-

menheng med § 9-36. Det vises til omtale i kapittel 3.3.2.

Til § 11-23 Samlokaliseringstjenester og avgiftsstruktur

Etter MiFID II artikkel 48 nr. 8 og 9 skal regulert marked ha transparente, rettferdige og ikke-diskriminerende regler om samlokalisering og avgiftsstruktur. Dette er bestemmelser som er nye med MiFID II. Det vises til omtale i kapittel 3.3.2.

Til § 11-24 Minste kursendring

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 49 om minste kursendring (tick sizes). Bestemmelsen er omhandlet i kapittel 3.3.2.

Første ledd fastsetter at minste kursendring kun skal gjelde for de finansielle instrumenter som regnes opp i bestemmelsen. Dette er egenkapitalinstrumenter, børshandlede fond, sertifikater og andre lignende instrumenter.

Annet ledd gir nærmere regler om hvordan minste kursendring skal fastsettes. Utvalget har slått sammen MiFID II artikkel 49 nr. 2 bokstav a) og b), da dette antas å gi en bedre sammenheng i bestemmelsen.

Det er gitt utfyllende regler knyttet til denne bestemmelsen og det er derfor behov for forskriftshjemmel. Dette er foreslått i *tredje ledd.*

Til § 11-25 Synkronisering av klokker

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 50 og skal gjelde for klokker som benyttes av regulert marked og deres medlemmer for å registrere tidspunkt for hendelser som omfattes av rapporteringsplikt. Bestemmelsen er omhandlet i kapittel 3.3.2.

Til § 11-26 Transaksjonsrapportering på vegne av verdipapirforetak

Bestemmelsen gjennomfører MiFIR artikkel 26 nr. 7 femte ledd og stiller krav til regulert marked som rapporterer transaksjoner på vegne av verdipapirforetak. Det vises til omtale i kapittel 3.3.2.

Kapittel 12 Virksomhetskrav til regulert marked

Til § 12-1 Virksomhetsbegrensninger

Bestemmelsen viderefører børsloven § 23. Det er ikke gjort endringer i bestemmelsen. Dette er omtalt i 3.3.3.

Til § 12-2 Opptak til handel av finansielle instrumenter mv.

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 51, og er en videreføring av børsloven § 24. Ordlyden er noe endret sammenlignet med gjeldende lov for å få bedre samsvar med direktivets ordlyd. Endringene består i at gjeldende annet ledd er delt slik at første punktum er flyttet opp til første ledd, mens annet punktum om opptak av derivatkontrakter er blitt nytt annet ledd. Det er ikke ment å gjøre materielle endringer i bestemmelsen.

Syvende ledd er endret ved at tilsvarende opplysningsplikt som gjelder for utstedere og deres ansatte og tillitsvalgte overfor regulert marked også pålegges andre som regelmessig utfører ledelsesfunksjoner for utstederen. Dette vil typisk kunne være såkalte management-selskaper.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.3.4.

Til § 12-3 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter

Gjeldende bestemmelse om suspensjon og strykning finnes i børsloven § 25. Bestemmelsen foreslås i det vesentlige videreført. Kriteriet «særlige grunner» som alternativt grunnlag for strykning for handelsplassen har vært en særnorsk bestemmelse. Dette alternativet foreslås ikke videreført, da ordlyden kan synes å gå lenger enn direktivet. Bestemmelsen er praktisert slik at «særlige tilfeller» ikke har hatt selvstendig betydning for adgangen til strykning, og det anses derfor ikke nødvendig å videreføre ordlyden. Gjeldende praksis knyttet til bestemmelsen anses relevant også etter endringen.

Den nye bestemmelsen i MiFID II artikkel 52 nr. 2 om strykning av derivatinstrumenter som har det aktuelle finansielle instrument som underliggende gjennomføres i *annet ledd.*

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.3.5.

Til § 12-4 Medlemskap i regulert marked

Bestemmelsen viderefører gjeldende børslov § 26 og gjennomfører MiFID II artikkel 53. Det er gjort enkelte språklige endringer i bestemmelsen, uten at dette er ment å innebære materielle endringer. Gjeldende § 26 tredje ledd annet punktum foreslås ikke videreført, da dette er en særnorsk bestemmelse. Videre er tredje ledd bokstav d) endret for å få frem at regulert marked skal ta

hensyn til de ulike finansieringsordningene som det regulerte markedet har innført for å garantere for riktig oppgjør av transaksjoner ved vurderingen av om en person har tilstrekkelige finansielle ressurser til å være egnet som medlem. Endringen er ikke ment å innebære materielle endringer i bestemmelsen.

Etter *syvende ledd* skal regulert marked regelmessig sende en liste over handelsplassens medlemmer til Finanstilsynet. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 53 nr. 7, som ikke tidligere er gjennomført i norsk rett.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.3.6.

Til § 12-5 Markedsovervåkning

Bestemmelsen viderefører gjeldende børslov § 27 og gjennomfører MiFID II artikkel 54.

Plikten til markedsovervåkning er utvidet til å gjelde ordreinnleggelser og kanselleringer, i tillegg til transaksjonene. Overvåkningen skal innrettes med sikte på å avdekke markedsforstyrrelser i handelssystemet. Videre skal regulert marked ha nødvendige ressurser for å sikre slik oppfølging. Disse endringene er reflektert ordlyden i *første ledd.* Ordlyden i bestemmelsen er endret for å bestemmelsen mer direktivnær, men dette er ikke ment å innebære materielle endringer.

Annet ledd er endret slik at det også skal gis melding til Finanstilsynet ved forstyrrelser i handelssystemet knyttet til et finansielt instrument.

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 3.3.7.

Til § 12-6 Valg av oppgjørssystem

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 37 nr. 2, og er ikke tidligere tatt inn i norsk rett. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 3.12.

Til § 12-7 Opptak til handel av finansielle instrumenter utstedt av regulert marked

Bestemmelsen viderefører børsloven § 19, og er omtalt i kapittel 8.2.

Til § 12-8 Løpende mulkt

Bestemmelsen viderefører gjeldende børslov § 30 om regulert markeds adgang til å pålegge et foretak eller person daglig løpende mulkt dersom en person som er omfattet av opplysningsplikten etter utkastet § 12-2 syvende ledd eller § 12-4 åttende ledd. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 3.3.4 og 3.3.6.

Til § 12-9 Overtredelsesgebyr

Bestemmelsen viderefører gjeldende børslov § 31 om overtredelsesgebyr. Bestemmelsen videreføres uendret, og er omtalt i kapittel 3.3.7.

Til § 12-10 Forvaltningslovens anvendelse på avgjørelser truffet av regulert marked

Bestemmelsen om forvaltningslovens anvendelse på avgjørelser truffet av regulert marked er fastsatt i børsforskriften § 3. Utvalget foreslår å flytte bestemmelsen opp i loven på samme måte som bestemmelsen som regulerer tilsvarende vedtak truffet av børs, se utkastet § 13-7. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.3.

Til § 12-11 Oppnevning av klagenemnd og kompetanse mv.

Bestemmelsen viderefører gjeldende børslov § 41. Vedtak fattet av regulert marked etter gjeldende børsforskrift § 3, jf. børsforskriften § 35, og utvalget foreslår å flytte disse bestemmelsene til kapittel 12 om regulert marked. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 8.3.

Til § 12-12 Dekning av klagenemndens utgifter

Bestemmelsen viderefører børsloven § 42 uendret.

Til § 12-13 Søksmålsadgang

Bestemmelsen viderefører børsloven § 43 uendret.

Kapittel 13 Tillatelse som børs

Til §§ 13-1 til 13-6

Bestemmelsene viderefører børsloven §§ 33 til 39 uendret.

Til § 13-7 Forvaltningslovens anvendelse på avgjørelser truffet av børs

Bestemmelsen viderefører børsloven § 40, med oppdaterte bestemmelser. Det vises til reglene i §§ 12-11 til 12-13, som også gjelder for vedtak fattet av børs.

Kapittel 14 Tillatelse og vilkår for datarapporteringstjenester

Til § 14-1 Tillatelse til å yte datarapporteringstjenester

Bestemmelsen er ny og gjennomfører MiFID II artikkel 59, 60 og 61 nr. 1. Dette er bestemmelser som regulerer kravene til selve tillatelsen til å yte datarapporteringstjenester. Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.10.2.

Til § 14-2 Søknad om tillatelse

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 61 nr. 2 og 3 om krav til søknaden og saksbehandlingsfrist. Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.10.2.

Til § 14-3 Endring og tilbakekall av tillatelser

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 62. Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.10.2.

Til § 14-4 Krav til styre og ledelse i datarapporteringsforetak

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 63 og er i det vesentlige bygget opp som tilsvarende bestemmelse for regulerte markeder. Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.10.2.

Til § 14-5 Styrets ansvar og forpliktelser

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 63 nr. 4 og har tilsvarende ordlyd som bestemmelsen i § 11-8 som gjelder for regulerte markeder. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 3.10.2.

Til § 14-6 Organisatoriske krav til godkjente offentliggjøringsordninger (APA)

Bestemmelsen er ny og gjennomfører MiFID II artikkel 64 om særlige krav til organisering for godkjente offentliggjøringsordninger (APA). Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.10.3

Til § 14-7 Organisatoriske krav til konsoliderte offentliggjøringssystemer (CTP)

Bestemmelsen er ny og gjennomfører MiFID II artikkel 65 om særlige krav til organisering for konsoliderte offentliggjøringssystemer (CTP). Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.10.4.

Til § 14-8 Organisatoriske krav til godkjente rapporteringsordninger (ARM)

Bestemmelsen er ny og gjennomfører MiFID II artikkel 66 om særlige krav til organisering for godkjente rapporteringsordninger (ARM). Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.10.5.

Kapittel 15 Fastsettelse, rapportering og håndheving av posisjonsgrenser

Til § 15-1 Fastsettelse av posisjonsgrenser

Første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr. 1 og angir at Finanstilsynet skal fastsette grenser for hvor stor nettoposisjon som kan holdes av fysiske og juridiske personer i et varederivat. Det skal fastsettes grenser for varederivater som handles på markedsplass og økonomisk likeverdige OTC-kontrakter. Fastsettelse av posisjonsgrenser er nærmere omtalt i kapittel 4.4.2.

Annet ledd fastslår at ingen skal inneha posisjoner i varederivatkontrakter som overstiger posisjonsgrenser etablert av tilsynsmyndigheten, med mindre annet særskilt fremgår.

Tredje ledd angir formålet med posisjonsgrensene og gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr.1.

Fjerde ledd første punktum gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr. 1 og fastslår at posisjonsgrensene skal etableres på konsernnivå. Annet punktum angir at det skal det tas utgangspunkt i en særskilt beregningsmetode som anvendes for hver enkelt varederivatkontrakt. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr. 4 første ledd som viser til beregningsmetoden som skal utvikles etter MiFID II artikkel 57 nr. 3, og som forutsettes fastlagt i kommisjonsforordning og gjennomført i forskrift til verdipapirhandelloven.

Femte ledd gjennom fører MiFID II artikkel 57 nr. 2 og fastslår at posisjonsgrensene skal angi klare kvantitative grenser for hvor store posisjoner som kan innehas i et varederivat.

Sjette ledd gjennomfører MiFID artikkel 57 nr. 4 annet ledd og pålegger tilsynsmyndigheten å vurdere, og eventuelt endre, posisjonsgrenser i nærme angitt situasjoner.

Syvende ledd gjennomfører MiFID artikkel 57 nr. 13 og angir at Finanstilsynet i særlige tilfeller kan fastsette strengere posisjonsgrenser enn det som følger av beregningsmetoden etter fjerde ledd med utfyllende forskrifter.

Åttendeledd gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr. 1 annet ledd og regulerer at posisjonsgrenser på nærmere angitte vilkår, og etter søknad, ikke anvendes på posisjoner som innehas av eller på vegne av et ikke-finansielt foretak.

Til § 15-2 Kontroll av posisjoner

Bestemmelsen stiller krav til at verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en handelsplass der det handles varederivater skal foreta kontroll av posisjonshåndteringen på handelsplassen. Som ledd i denne kontrollen skal handelsplassen kunne overvåke enhver persons åpne posisjoner, innhente opplysninger mv. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr. 8. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 4.4.5.

Til § 15-3 Rapportering av posisjoner

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 58 om rapportering av posisjoner. Bestemmelsen omfatter rapportering av posisjoner i varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende. Rapporteringsplikten retter seg mot handelsplasser som handler nevnte instrumenter, deres medlemmer eller kunder og verdipapirforetak. Rapportering av posisjoner er nærmere omtalt i kapittel 4.4.3

Første ledd gjennomfører artikkel 58 nr. 1 om ukentlig rapportering. Forpliktelsen til å publisere de ukentlige rapportene etter første ledd gjelder kun dersom antall personer i kategoriene og deres åpne posisjoner overstiger visse terskelverdier.

Annet ledd gjennomfører artikkel 58 nr. 2 om rapporteringsplikt for verdipapirforetaks handel i varederivater, utslippskvoter og derivater med slike som underliggende som handles på markedsplass, men der den konkrete handelen gjøres utenfor handelsplassen.

Tredje ledd gjennomfører MiFID II artikkel 58 nr. 3 om daglig rapportering fra medlemmer på regulerte markeder og MHF og kunder av OHF til verdipapirforetaket eller markedsoperatøren som driver handelsplassen

Fjerde og femte ledd gjennomfører MIFID II artikkel 58 nr. 4. Bestemmelsen gir nærmere regler om klassifisering.

Til § 15-4 Opplysningsplikt og pålegg

Bestemmelsen regulerer Finanstilsynets hjemler knyttet til håndhevingen av posisjonsregimet. Reglene svarer til MiFID II artikkel 69 nr. 1 bokstav j), o) og p). Bestemmelsen er omhandlet i kapittel 4.4.4.

Kapittel 19 Tilsyn

Til § 19-1 Tilsyn med verdipapirmarkedet

Bestemmelsen viderefører deler av tidligere § 15-1.

Første ledd viderefører tidligere annet ledd og fastslår at det løpende tilsynet med overholdelsen av verdipapirhandelloven og institusjonene som har tillatelse til å utøve virksomhet i verdipapirmarkedet, føres av Finanstilsynet. Børslovens § 44 om tilsyn med regulerte markeder er innarbeidet i bestemmelsen, med enkelte språklige endringer. Datarapporteringsforetak innlemmes i gruppen av foretak det skal føres tilsyn med.

Annet ledd viderefører tidligere tredje ledd uendret.

Tidligere første ledd om at departementet fører tilsyn med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av verdipapirhandelloven foreslås opphevet. Det vises til nærmere omtale i utredningen kapittel 9.2. Utvalget foreslår å flytte *tidligere fjerde ledd* til ny § 19-2 fjerde ledd, hvor bestemmelsen systematisk hører hjemme.

Til § 19-2 Opplysningsplikt

Bestemmelsen viderefører tidligere § 15-2 og enkelte av reglene i børsloven § 45 med de endringer som fremgår nedenfor.

Bestemmelsens *første ledd* gir regler om konsesjonspliktige foretaks opplysningsplikt til Finanstilsynet. Bestemmelsen endres slik at opplysningsplikten gjøres gjeldende for regulerte markeder og markedsoperatører. Dette innebærer at børslovens § 45 første ledd første setning innarbeides i bestemmelsen. I tillegg utvides bestemmelsen til å omfatte datarapporteringsforetak. Det foreslås språklige justeringer uten materiell betydning.

Annet ledd fastsetter at foretak som nevnt i første ledd har plikt til å varsle Finanstilsynet dersom det oppstår forhold som tilsier at det ikke vil klare å oppfylle fastsatte kapitalkrav, og om andre forhold som kan innebære stor risiko knyttet til drift av foretaket. Begrepet «fastsatte kapitalkrav» erstattes med «*fastsatte krav til kapitel eller likviditet*». Endringen er foretatt for å ta opp kravene som stilles til regulerte markeder, i den tilsvarende bestemmelsen børsloven § 45 annet ledd. De to bestemmelsene slås nå sammen, uten at dette medfører materielle endringer.

Tredje ledd gir regler om markedsoperatørens plikt til å melde fra om – og yte bistand til – Finanstilsynet ved mistanke om brudd på reglene

om innsidehandel og markedsmanipulasjon, ureglementerte markedsforhold, forstyrrelser i handelssystemet og vesentlige brudd på det regulerte markedets regler. Bestemmelsen viderefører børsloven § 45 første ledd, annen setning. Bestemmelsen utvides til å omfatte forstyrrelser i handelssystemet, i tråd med endringene som er foretatt i MiFID II artikkel 54.

Fjerde ledd gir regler om markedsoperatørens varslingsplikt til Finanstilsynet dersom markedsoperatøren har grunn til å tro at det er benyttet urimelige forretningsmetoder, handlet i strid med god forretningsskikk eller for øvrig er handlet i strid med bestemmelsene i verdipapirhandelloven. Regelen videreføres uendret, men er flyttet fra tidligere § 15-1 fjerde ledd som omhandler tilsynsmyndigheten.

Femte ledd viderefører tidligere 3. ledd.

Sjette ledd viderefører tidligere femte ledd. Opplysningsplikt for utstedere vil også følge av § 15-3 første ledd, men denne bestemmelsen omfatter ikke alle kapitler i loven, for eksempel prospektreglene.

Syvende ledd viderefører tidligere 4. ledd. *Åttende ledd* viderefører tidligere sjette ledd. *Niende ledd* viderefører tidligere syvende ledd. *Tiende ledd* viderefører tidligere niende ledd. *Ellevte ledd* viderefører tidligere åttende ledd.

Til § 19-3 Opplysningsplikt for enhver ved mistanke om brudd på verdipapirhandelloven

Bestemmelsen viderefører tidligere § 15-3, med ny overskrift og oppdaterte kapittelhenvisninger.

Første ledd endres slik at opplysningsplikten for «enhver» vil omfatte brudd på reglene som gjelder for regulerte markeder og MiFIR. Dette er i tråd med MiFID II hvor opplysningspliktens omfang er den samme for alle deler av regelverket. For øvrig gjøres det ingen endringer i bestemmelsen.

Bestemmelsen i *annet ledd* er vedtatt, men ikke trådt i kraft. Det vises til utredningen kapittel 9.3.3.4.

Til § 19-4 Opplysningsplikt overfor tilbudsmyndigheten

Bestemmelsen viderefører tidligere § 15-4 uendret.

Til § 19-5 Bevissikring

Bestemmelsen viderefører § 15-5.

Første ledd utvider anvendelsesområdet for reglene om bevissikring til å gjelde for brudd på reglene om algoritmehandel, posisjonsgrenser og posisjonsrapportering. Disse bestemmelsene retter seg mot enhver, også den som ikke har konsesjon etter verdipapirhandelloven. Utvidelsen er dermed nødvendig for å kunne føre et tilstrekkelig effektivt tilsyn med at reglene overholdes. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 69 nr. 2, bokstav c). Det vises for øvrig til utredingen kapittel 9.3.3.3.

Det gjøres ellers ingen endringer i bestemmelsen.

Til § 19-6 Finanstilsynets taushetsplikt

Bestemmelsen viderefører deler av tidligere § 15-6. Denne bestemmelsens første ledd foreslås imidlertid opphevet fordi den ikke gir noe annet enn en henvisning til regler i finanstilsynsloven.

Utvalget foreslår et tillegg i bestemmelsens nye *første ledd* om at finanstilsynslovens regler om taushetsplikt på visse vilkår kan tilsidesettes.

Bestemmelsens *annet ledd* pålegger taushetsplikt om tiltak og sanksjoner etter loven dersom offentliggjøring kan medføre fare for alvorlig uro i finansmarkedene, eller påføre berørte parter uforholdsmessig stor skade. Utvalget foreslår å utvide bestemmelsen til å omfatte tiltak og sanksjoner etter alle kapitler i loven og forskrifter gitt i medhold av loven. Utvidelsen gjennomfører MiFID II artikkel 71. Det vises til nærmere omtale i kapittel 10.5.3. Bestemmelsen vil gjelde i stedet for forvaltningsloven § 13 for så vidt gjelder taushetsplikt for opplysninger om sanksjoner og andre tiltak om overtredelser av verdipapirhandelloven. Henvisningen til «uvedkommende», tydeliggjør at bestemmelsen ikke er til hinder for for eksempel å utveksle opplysninger med tilsynsmyndigheter i andre land, eller gi opplysninger til ESA eller de europeiske finanstilsynsmyndighetene. Hvis vilkårene om alvorlig uro på finansmarkedene eller uforholdsmessig stor skade for de berørte partene faller bort, gjelder ikke taushetsplikten etter bestemmelsen lenger. Dette kan for eksempel være tilfelle der det har vært en forbigående situasjon med alvorlig uro på finansmarkedene. Når uroen er over, kan Finanstilsynet offentliggjøre vedtaket om sanksjon eller andre tiltak. I annet punktum er det fastsatt at reglene i forvaltningsloven § 13 og §§ 13 b til 13 e ikke gjelder for opplysninger som nevnt i første punktum. Utvalget viser i denne sammenheng til at Finanstilsynet ifølge MiFID II artikkel 71 nr. 1 bokstav b), i visse situasjoner skal offentliggjøre vedtak om sanksjoner

og andre tiltak anonymt der dette sikrer en effektiv beskyttelse av personopplysninger, og dette kan gjøres i tråd med bestemmelsen i forvaltningsloven § 13 a nr. 2.

Tredje ledd første punktum gir regler om taushetsplikt for Finanstilsynet og departementets ansatte når det gjelder opplysninger om hvem som har varslet om overtredelser av verdipapirhandellovgivningen. Taushetsplikten omfatter også identiteten til den det varsles om. Taushetsplikten gjelder både identiteten til den det gjelder, og andre opplysninger som kan gjøre identiteten kjent. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 73. Utvalget legger til grunn at bestemmelsen ikke er til hinder for at opplysningene kan videreformidles til kompetente myndigheter i andre land mv., jf. at taushetsplikten gjelder overfor «uvedkommende». Taushetsplikten etter bestemmelsen supplerer reglene om taushetsplikt i forvaltningsloven og finanstilsynsloven mv. Annet punktum fastslår at taushetsplikten også gjelder overfor partene i saken og deres representanter. Det vises til nærmere omtale av bestemmelsen under punkt 10.6.

Til § 19-7 Pålegg mv.

Bestemmelsen viderefører tidligere lovs § 15-7.

Første ledd endres slik at børsloven § 47 første ledd innarbeides i bestemmelsen. Det følger av gjeldende første ledd siste punktum at Finanstilsynet kan gi pålegg om retting dersom foretakets ledelse eller styre ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring som følger av bestemmelser om krav til egnethet for henholdsvis verdipapirforetak og sentrale motparter. Utvalget legger til grunn at bestemmelsen her ikke er ment å være begrenset til kun manglende hederlig vandel og erfaring, men manglende oppfyllelse av krav til egnethet etter de nevnte bestemmelser. I første ledd første punktum foreslås derfor visse språklige endringer for å gjøre dette tydeligere. Endringene er ikke ment å innebære endringer i gjeldende rett. I tillegg utvides bestemmelsen til å omfatte datarapporteringsforetak.

Annet og tredje ledd viderefører § 15-7 annet og tredje ledd.

Fjerde ledd gjelder pålegg om retting der eier med kvalifisert eierandel i verdipapirforetak ikke anses egnet, ikke har gitt melding til Finanstilsynet om ervervet eller erverver aksjer i strid med Finanstilsynets vedtak. Finanstilsynet kan gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves, eller at aksjene skal avhendes, etter fremgangsmåten i utkastet § 13-3. Bestemmelsen viderefører gjeldende § 15-7 fjerde ledd med den modifikasjon reglene for sentrale motparter er tatt ut av bestemmelsen som følge av at EMIR er innarbeidet i kapittel 17. Reglene gjennomfører MiFID II artikkel 10 nr. 3 og artikkel 11 nr. 4.

Femte og sjette ledd viderefører § 15-7 femte og sjette ledd.

Tidligere § 15-7 syvende ledd oppheves. Bestemmelsen foreslås tatt inn i § utkastet § 9-42 femte ledd.

Syvende ledd viderefører § 15-7 åttende ledd.

Åttende ledd gir en ny bestemmelse som fastsetter at tilsynsmyndigheten skal kunne suspendere adgangen til å markedsføre eller selge finansielle instrumenter eller strukturerte innskudd, dersom et verdipapirforetak ikke har utviklet eller gjennomført en effektiv produktgodkjenningsprosess eller på annen måte unnlater å overholde lovens krav til en slik prosess. Bestemmelsen gjennomfører om MiFID II artikkel 69 nr. 2 bokstav t).

Til § 19-8 Forbud mot å inneha ledelsesfunksjon

Bestemmelsen er ny og gjennomfører MiFID II artikkel 70 nr. 6 bokstav d).

Bestemmelsen kommer til anvendelse der en person ikke er skikket eller egnet til å inneha denne typen ledelsesfunksjon.

Etter forslaget kan forbud mot å inneha ledelsesfunksjon ilegges styremedlemmer, daglig leder eller faktisk leder i foretaket. MiFID II gjelder etter sin ordlyd kun for styret og ledelse i verdipapirforetak. Etter forslaget gjøres de samme reglene gjeldende for styre og ledelse hos markedsoperatører og datarapporteringsforetak med konsesjon til å drive virksomhet i verdipapirmarkedet. Det vises til nærmere omtale i utredingens kapittel 10.4.5.

Til § 19-9 Midlertidig forbud mot medlemskap på regulert marked m.v.

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 70 nr. 6 bokstav e) og fastsetter at tilsynsmyndigheten skal kunne nedlegge midlertidig forbud mot at verdipapirforetak er medlem eller deltaker på regulert marked og MHF eller er kunde hos OHF. Slike forbud skal være midlertidige og forutsetter at verdipapirforetaket har overtrådt verdipapirhandelloven på en slik måte at medlemskapet eller deltakerforholdet kan medføre skade for det aktuelle markedet eller handelsplassen, andre kunder eller allmenne interesser.

Til § 19-10 Klagenemnd

Bestemmelsen viderefører § 15-8 uendret.

Kapittel 20 Tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i annen stat

Til § 20-1 Opplysningsplikt for foretak med hovedsete i annen EØS-stat

Bestemmelsen viderefører § 16-1 uendret.

Til § 20-2 Stedlig kontroll med foretak med hovedsete i annen EØS-stat

Bestemmelsen viderefører § 16-2 uendret.

Til § 20-3 Pålegg om retting m.m. mot foretak med hovedsete i annen EØS-stat

Bestemmelsen viderefører § 16-3 uendret.

Til § 20-4 Tilsyn med foretak med hovedsete utenfor EØS

Bestemmelsen fastsetter at Finanstilsynet skal føre tilsyn med foretak med hovedsete utenfor EØS. Bestemmelsen må ses i sammenheng med de nye reglene i kapittel 9-48 om mulighet til å etablere filial. Det vises til omtale i utredningen kapittel 7.2

Til § 20-5 Dokumentasjon fra norske filialer av foretak med hovedsete i annen EØS-stat

Bestemmelsen viderefører i hovedsak gjeldende § 9-11 første ledd nr. 7 siste punktum, men er noe endret blant annet som følge av nye bestemmelser i MiFID II om krav til opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 16 nr. 11.

Kapittel 21 Sanksjoner

Til § 21-1 Daglig mulkt mv.

Bestemmelsen viderefører § 17-1 uendret.

Til § 21-2 Vinningsavståelse

Bestemmelsen viderefører § 17-2 uendret, men slik at bestemmelsene som omfattes er oppdatert i tråd med forslaget.

Til § 21-3 Overtredelsesgebyr ved brudd på bestemmelser i lovens kapittel 3 til 6 og 17

I denne bestemmelsen beholdes alle regler om overtredelsesgebyr som ikke er knyttet til MiFID II. Lovbestemmelsene som gjennomfører MiFID II og MiFIR får en egen bestemmelse om overtredelsesgebyr i § 21-4.

Denne løsningen er valgt fordi verdipapirhandelloven revideres i flere etapper da alle direktivene som er innarbeidet i loven er gjenstand for store endringer. Endringer i sanksjonsbestemmelsene, som ikke er knyttet til de bestemmelsene som MiFID II gjennomfører, vil dermed kun være midlertidige endringer. For å unngå midlertidige endringer i sanksjonsbestemmelsene, foreslår utvalget å beholde gjeldende bestemmelser inntil forslag til permanente endringer foreligger.

Til § 21-4 Overtredelsesgebyr ved brudd på reglene i kapittel 8 til 15 og 19

Bestemmelsen gjennomfører reglene om overtredelsesgebyr i MiFID II og MiFIR.

I *første ledd* fastsettes det at foretak med tillatelse til å drive konsesjonspliktig virksomhet etter verdipapirhandelloven kan ilegges overtredelsesgebyr ved brudd på alle bestemmelser i lovens kapittel 8 til 15. I disse kapitlene gjennomføres MiFID II og MiFIR i loven. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 70. Overtredelsesgebyr kan ilegges selv om ingen enkeltperson har utvist skyld. For så vidt gjelder filial av foretak med hovedsete utenfor EØS, vil det etter bestemmelsen kunne ilegges overtredelsesgebyr ved brudd på de av verdipapirhandellovens regler som gjelder for filialen.

I *annet ledd* innføres det regler om at overtredelsesgebyr kan ilegges styremedlemmer, daglig leder eller faktisk leder i foretaket, dersom vedkommende har utvist forsett eller grov uaktsomhet i forbindelse med forholdet som medfører at foretaket ilegges overtredelsesgebyr.

Tredje ledd første punktum fastsetter at et foretak kan ilegges overtredelsesgebyr dersom det driver virksomhet som krever tillatelse, uten at slik tillatelse er innhentet. Annet punktum fastsetter at foretak kan ilegges overtredelsesgebyr ved brudd på reglene om algoritmehandel og posisjonsgrenser samt ved manglende etterlevelse av pålegg fra Finanstilsynet.

Fjerde ledd gir en bestemmelse tilsvarende tredje ledd for fysiske personer, men her kreves forsett eller grov uaktsomhet.

I *femte til syvende ledd* gis det regler om maksimumsgebyr ved overtredelse av regelverket. Maksimalt gebyr etter bestemmelsen utgjør 42 millioner kroner for både foretak og personer. Beløpet er satt for å svare til maksimumsbeløpet som angis i MiFID II artikkel 70 nr. 6 bokstav f). Alternativt kan overtredelsesgebyr fastsettes som 10 prosent av samlet årsomsetning eller to ganger oppnådd vinning eller unngått tap. Innføring av maksimumsgebyrer trenger i seg selv ikke medfører noen omlegging av den praksis som allerede er fastlagt ved ileggelse av slike gebyrer. Ved standardisering av maksimumsgebyrene innen EØS, må gebyret som kan ilegges tilpasses både de største selskapene i Europa, små selskaper og enkeltpersoner.

I *åttende og niende ledd* gis det regler om forsinket betaling og foreldelse.

Det vises til nærmere redegjørelse i utredningen kapittel 10.4.7.

Til § 21-6 Momenter ved avgjørelsen om administrative tiltak skal treffes, om sanksjoner skal ilegges og ved utmåling av overtredelsesgebyr

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 72 nr. 2. Bestemmelsen angir momenter som skal vektlegges i vurderingen av ulike tiltak og sanksjoner. Oppramsingen er ikke uttømmende. Tilsynsmyndigheten kan ta hensyn til flere faktorer enn dem som er omhandlet i første ledd, når de bestemmer typen av og nivået på administrative tiltak og sanksjoner.

Momentene som nevnes skal imidlertid vektlegges både ved valg av reaksjon og som momenter ved utmåling av administrative overtredelsesgebyrer. Det vises til utredningen kapittel 10. 4.7.9.

Til § 21-5 Straff

Bestemmelsen viderefører § 17-3 uendret, men med oppdaterte henvisninger. Det vises til omtale i kapittel 10.4.7.

12.2 Lov om finansforetak og finanskonsern

Til Finansforetaksloven § 2-7:

Utvalget foreslår en presisering i bestemmelsens bokstav c) slik at det uttrykkelig fremgår at banker skal søke konsesjon etter finansforetaksloven dersom de skal yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet, samt tilby tilknyttede tjenester. Til nå har banker søkt tillatelse etter verdipapirhandelloven for å kunne drive slik virksomhet

Kapittel 13
Lovforslag

Forslag til lov om endringer i verdipapirhandelloven

Gjeldende kapittel 1 og 2 oppheves.

Nytt kapittel 1 (og ny deloverskrift) skal lyde:

Del 1 Formål, virkeområde og sentrale definisjoner

Kapittel 1 Formål og virkeområde

§ 1-1 *Lovens formål*

Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter.

§ 1-2 *Lovens stedlige virkeområde*

Loven gjelder for virksomhet i Norge, med mindre noe annet er bestemt. Kongen kan gi forskrift om lovens anvendelse på Svalbard og kontinentalsokkelen og kan fastsette særlige regler under hensyn til de stedlige forhold.

Kapittel 2 Definisjoner

§ 2-1 *Investeringstjenester og investeringsvirksomhet*

(1) Med investeringstjenester og investeringsvirksomhet menes:

1. mottak og formidling av ordre knyttet til ett eller flere finansielle instrumenter,
2. utførelse av ordre på vegne av kunde,
3. omsetning av finansielle instrumenter for egen regning,
4. aktiv forvaltning,
5. investeringsrådgivning,
6. fulltegningsgaranti for finansielle instrumenter eller plassering av finansielle instrumenter med fulltegningsgaranti,
7. plassering av finansielle instrumenter der foretaket ikke avgir fulltegningsgaranti,
8. drift av multilateral handelsfasilitet (MHF),
9. drift av organisert handelsfasilitet (OHF).

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 2-2 *Finansielle instrumenter*

(1) Med finansielle instrumenter menes:

1. omsettelige verdipapirer,
2. pengemarkedsinstrumenter,
3. andeler i innretning for kollektive investeringer,
4. opsjoner, terminer, bytteavtaler, framtidige renteavtaler og alle andre derivatkontrakter som gjelder verdipapirer, valutaer, renter, avkastning eller utslippskvoter, eller andre derivater, finansindekser eller finansielle mål som kan gjøres opp fysisk eller kontant,
5. opsjoner, terminer, bytteavtaler, forwardkontrakter og alle andre derivatkontrakter som gjelder varer og som må gjøres opp kontant, eller som kan gjøres opp kontant dersom en av partene ønsker det av en annen grunn enn mislighold eller annen hendelse som fører til heving av kontrakten,
6. opsjoner, terminer, bytteavtaler og alle andre derivatkontrakter som gjelder varer og som kan gjøres opp fysisk, forutsatt at de omsettes på et regulert marked, MHF eller OHF, unntatt engroshandlede energiprodukter som handles på OHF og må gjøres opp fysisk,
7. opsjoner, terminer, bytteavtaler, forwardkontrakter og alle andre derivatkontrakter som gjelder varer og har egenskaper som andre finansielle derivater, som kan gjøres opp fysisk dersom ikke annet er nevnt i nr. 6, og som ikke har et kommersielt formål,
8. derivater for overføring av kredittrisiko,
9. finansielle differansekontrakter,
10. opsjoner, terminer, bytteavtaler, framtidige renteavtaler og alle andre derivatkontrakter som gjelder klimavariasjoner, fraktrater eller inflasjonsrate eller andre offisielle økonomiske statistikker, som må gjøres opp kontant eller kan gjøres opp kontant dersom en av partene ønsker det av en annen grunn enn mislighold eller en annen hendelse som fører til heving av kontrakten, samt alle andre derivatkontrakter som gjelder eiendeler, rettigheter, forpliktel-

ser, indekser og mål som ikke ellers er nevnt i bestemmelsen her, og som har egenskaper som andre finansielle derivater, idet det blant annet tas hensyn til om de omsettes på et regulert marked, på MHF eller OHF,

11. utslippskvoter bestående av enheter som tilfredsstiller kravene i klimakvoteloven om opprettelse av en ordning for handel med utslippskvoter for klimagasser i Fellesskapet.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 2-3 *Definisjoner knyttet til investeringstjenester og investeringsvirksomhet*

(1) Med utførelse av ordre på vegne av kunde menes inngåelse av avtaler om kjøp eller salg av finansielle instrumenter på vegne av kunder, herunder avtaler om salg av finansielle instrumenter på tidspunktet for utstedelsen når utsteder er verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen selv.

(2) Med omsetning av finansielle instrumenter for egen regning menes handel mot foretakets egen beholdning.

(3) Med aktiv forvaltning menes diskresjonær forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt.

(4) Med investeringsrådgivning menes personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner knyttet til bestemte finansielle instrumenter.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 2-4 *Definisjoner knyttet til finansielle instrumenter*

(1) Med omsettelige verdipapirer menes de klasser av verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, herunder:

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 avregnet mot omsettelige verdipapirer, valutaer, rentesatser eller renteavkastning (yield), varer eller andre indekser eller andre referanser.

(2) Med depotbevis menes verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, som representerer eierskap til verdipapirer utstedt av en utenlandsk utsteder, og som kan tas opp til handel på regulert marked og kan handles på selvstendig grunnlag.

(3) Med pengemarkedsinstrumenter menes de klasser av instrumenter som normalt omsettes i pengemarkedet, slik som sertifikater og innskuddsbevis, med unntak av betalingsmidler.

(4) Med børshandlede fond menes fond der minst én andels- eller aksjeklasse handles hele dagen på minst én handelsplass og med minst én prisstiller som treffer tiltak for å sikre at prisen på fondets andeler eller aksjer på handelsplassen ikke avviker betydelig fra deres netto andelsverdi og eventuelt fra deres veiledende netto andelsverdi.

(5) Med etterprioriterte obligasjoner menes finansielle instrumenter som nevnt i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (27) som gjennomført i § 8-1.

(6) Med strukturerte finansielle produkter menes finansielle instrumenter som nevnt i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (28) som gjennomført i § 8-1.

(7) Med derivater menes finansielle instrumenter som nevnt i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (29) som gjennomført i § 8-1.

(8) Med varederivater menes finansielle instrumenter som nevnt i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt (30) som gjennomført i § 8-1.

(9) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 2-5 *Nærstående*

Som noens nærstående menes:

1. ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
2. mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt i nr. 1 som vedkommende bor sammen med,
3. selskap innen samme konsern som vedkommende,
4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd,
5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.

§ 2-6 *Tilknyttede tjenester*

(1) Med tilknyttede tjenester menes:

1. oppbevaring og administrasjon av finansielle instrumenter på kunders vegne, inkludert forvaltning av kontanter og sikkerhetstillelse, samt andre forvaltningstjenester. Dette omfatter ikke virksomhet som består i levering og vedlikehold av verdipapirkontoer som fastsatt i

nasjonale regler som gjennomfører del A punkt 2 av vedlegg til forordning (EU) nr. 909/2014,
2. yting av kreditt til en investor som foretar transaksjoner i finansielle instrumenter, når foretaket som yter kreditten er involvert i transaksjonen,
3. rådgivning med hensyn til foretaks kapitalstruktur, industrielle strategi og beslektede spørsmål, samt rådgivning og tjenester i forbindelse med fusjoner og oppkjøp av foretak,
4. tjenester i tilknytning til valutavirksomhet når dette skjer i forbindelse med ytelse av investeringstjenester,
5. utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger, finansielle analyser og andre former for generelle anbefalinger vedrørende transaksjoner i finansielle instrumenter,
6. tjenester tilknyttet fulltegningsgaranti,
7. tjenester i tilknytning til underliggende til derivater og varederivater som definert i § 2-4 nr. 7 og 8, når disse tjenestene har sammenheng med investeringstjenester eller tilknyttede tjenester.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 2-7 *Datarapporteringstjenester*

(1) Med datarapporteringstjenester menes:
1. drift av en godkjent offentliggjøringsordning (APA),
2. drift av konsolidert offentliggjøringssystem (CTP),
3. drift av godkjent rapporteringsordning (ARM).

(2) Datarapporteringsforetak er et foretak som yter datarapporteringstjenester på forretningsmessig basis.

(3) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 2-8 *Definisjoner knyttet til foretak og handelsplasser*

(1) Med verdipapirforetak menes foretak som yter en eller flere investeringstjenester overfor tredjemann eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis.

(2) Med kredittinstitusjon menes foretak som nevnt i finansforetaksloven § 1-5 fjerde ledd.

(3) Med markedsoperatør menes den som organiserer eller driver et regulert marked og kan være det regulerte markedet selv.

(4) Med regulert marked menes et multilateralt system som regelmessig legger til rette for kobling i systemet av flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på markedet, i samsvar med objektive handelsregler fastsatt av markedet selv og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter, slik at det kan inngås bindende handel.

(5) Med multilateral handelsfasilitet (MHF) menes et multilateralt system som legger til rette for kobling i systemet av flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter i samsvar med objektive handelsregler, slik at det kan inngås bindende handel.

(6) Med organisert handelsfasilitet (OHF) menes et multilateralt system som ikke er et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet, der flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter eller derivater kan samvirke slik at det kan inngås bindende handel.

(7) Med børs menes regulert marked med tillatelse etter § 13-1.

(8) Med handelsplass menes et regulert marked, MHF eller OHF.

(9) Med multilateralt system menes et system der flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter kan samvirke i systemet.

(10) Med systematisk internaliserer (SI) menes et verdipapirforetak som på organisert, regelmessig og systematisk måte og i et betydelig omfang, handler for egen regning ved utførelse av kundeordre utenfor handelsplass uten å drive et multilateralt system. Regelmessig og systematisk vurderes ut fra antall handler verdipapirforetaket utfører for egen regning utenfor handelsplass. Betydelig omfang vurderes ut fra enten størrelsen på handelen verdipapirforetaket utfører utenfor handelsplass sammenlignet med verdipapirforetakets totale handel i det enkelte finansielle instrumentet, eller ut fra størrelsen på handelen utført av verdipapirforetaket utenfor handelsplass sammenlignet med den totale handelen i EØS i det enkelte finansielle instrumentet. Verdipapirforetaket kan velge å registrere seg som SI selv om det ikke tilfredsstiller kriteriene i denne bestemmelsen.

(11) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 2-9 *Andre definisjoner*

(1) Med strukturerte innskudd menes innskudd hvor hovedstolen skal tilbakebetales i sin helhet ved forfall og hvor avkastningen kan avhenge av:
1. en indeks eller en kombinasjon av indekser som ikke i sin helhet er knyttet til en renteindeks,

2. et finansielt instrument eller en kombinasjon av finansielle instrumenter,
3. en råvare eller en kombinasjon av varer eller andre fysiske eller ikke-fysiske eiendeler, eller
4. en valuta eller en kombinasjon av valutaer.

(2) Med prisstiller menes verdipapirforetak som på kontinuerlig grunnlag tilbyr kjøp eller salg av finansielle instrumenter for egen regning, til priser som foretaket selv fastsetter.

(3) Med tilknyttet agent menes fysisk eller juridisk person som på kun ett verdipapirforetaks ansvar og regning, markedsfører investeringstjenester og tilknyttede tjenester, skaffer oppdrag, mottar og formidler ordre i finansielle instrumenter, plasserer finansielle instrumenter eller gir råd om slike finansielle instrumenter eller tjenester, jf. § 10-22.

(4) Med kvalifisert eierandel menes en eierandel som representerer 10 prosent eller mer av kapitalen eller stemmene i verdipapirforetaket, eller som for øvrig gjør det mulig å utøve en vesentlig innflytelse i ledelsen av foretaket og dets virksomhet. Like med vedkommende aksjeeiers egne aksjer, regnes i denne sammenheng aksjer som eies av aksjeeierens nærstående i henhold til § 2-5.

(5) Med prinsipalmatchingshandel menes en transaksjon der den som legger til rette for transaksjonen går imellom kjøper og selger og utfører begge sidene av transaksjonen simultant uten å eksponere seg for markedsrisiko, og hvor transaksjonen er priset slik at vedkommende verken har tap eller fortjeneste ut over avtalt provisjon, gebyr eller avgift for transaksjonen.

(6) Med likvid marked menes et marked for et finansielt instrument eller en klasse av finansielle instrumenter som det til enhver tid finnes beredte og villige kjøpere og selgere til, og som vurderes i samsvar med følgende kriterier, idet det tas hensyn til de særlige markedsstrukturene for det særskilte finansielle instrumentet eller den særskilte klassen av finansielle instrumenter:

1. den gjennomsnittlige transaksjonshyppigheten og -størrelsen under ulike markedsvilkår, idet det tas hensyn til produktenes art og livssyklus i den berørte klassen av finansielle instrumenter,
2. antallet og typen markedsdeltakere, herunder forholdet mellom antallet markedsdeltakere og antallet instrumenter som handles når det gjelder et visst produkt,
3. gjennomsnittlig kjøpskurs-salgskurs-differanse, dersom slike opplysninger er tilgjengelige,

(7) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

Del 2 Generelle bestemmelser

Kapittel 8 skal lyde:

Kapittel 8 Gjennomføring av MiFIR

§ 8-1 *Gjennomføring av Europaparlaments- og rådsforordning (EF) nr. 600/2014*

(1) EØS-avtalen vedlegg IX…..(forordning (EU) nr. 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter) (MiFIR) gjelder som lov med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

(3) Departementet kan i forskrift gjøre endringer i, herunder fastsette unntak fra, bestemmelsene gjennomført i første ledd til gjennomføring av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.

Del 3 Verdipapirforetak

Gjeldende kapittel 9 og 10 oppheves. Nye kapittel 9 og 10 skal lyde:

Kapittel 9 Søknad og vilkår for tillatelse

I. Søknad, saksbehandlingsregler og tilbakekall

§ 9-1 *Tillatelse til å yte investeringstjenester og investeringsvirksomhet samt tilknyttede tjenester*

(1) Investeringstjenester som ytes overfor tredjemann og investeringsvirksomhet som drives på forretningsmessig basis kan bare utøves av verdipapirforetak som har tillatelse til dette fra Finanstilsynet og kredittinstitusjoner som har tillatelse til å yte slike tjenester etter finansforetaksloven. I tillatelsen skal det angis hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester foretaket kan yte. Verdipapirforetaket skal søke Finanstilsynet om godkjenning før det tilbyr tilknyttede tjenester ut over det som fremgår av tillatelsen.

(2) Tillatelse etter første ledd skal bare gis der konsesjonsmyndigheten anser vilkårene for å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet i §§ 9-9 til 9-37 oppfylt, og der organiseringen av foretaket og forholdet til nære forbindelser er av en slik art at det kan gjennomføres et effektivt og betryggende tilsyn med verdipapirforetaket. Med «nære forbindelser» menes en situasjon som definert i finanstilsynsloven § 3a annet ledd med tilhørende forskriftsbestemmelser.

(3) Tjenester som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1 til 7 som ytes på forretningsmessig basis i forbin-

delse med andeler i selskap som definert i selskapsloven § 1-2 første ledd bokstav a, b, c og e og andeler i tilsvarende utenlandske selskaper, kan bare ytes av foretak som har tillatelse til å yte tilsvarende investeringstjenester etter første ledd.

(4) Bestemmelsene i kapittel 9 og 10 og forskrifter gitt i medhold av disse, med unntak av §§ 9-44 og 9-45, gjelder tilsvarende ved yting av tjenester som nevnt i tredje ledd.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-2 *Systematisk internalisering*

(1) Verdipapirforetak skal gi melding til Finanstilsynet ved oppstart eller opphør av systematisk internalisering.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-3 *Unntak fra krav om tillatelse*

(1) Unntatt fra kravet om tillatelse i § 9-1 og de øvrige bestemmelsene i lovens kapittel 9 og 10 er den virksomhet som utøves av:

1. Norges Bank,
2. Folketrygdfondet,
3. offentlige myndigheter som forvalter offentlig gjeld, samt institusjoner som er opprettet av to eller flere EØS-stater for å yte finansiell bistand til medlemmer med betydelige økonomiske problemer,
4. forvaltningsselskaper for verdipapirfond,
5. forsikringsselskaper,
6. pensjonskasser,
7. depotmottakere for verdipapirfond, pensjonskasser og alternative investeringsfond,
8. foretak med tillatelse til å drive virksomhet som opsjonssentral, oppgjørssentral eller verdipapirregister,
9. forvaltere av alternative investeringsfond.

(2) Første ledd gjelder tilsvarende for den som:

1. yter investeringstjenester ved enkelte anledninger som ledd i annen lovregulert eller selvregulert yrkesvirksomhet,
2. bare yter investeringstjenester overfor selskap innen samme konsern,
3. bare yter investeringstjenester som ledd i forvaltning av en ordning for arbeidstakeres eierandeler,
4. bare yter investeringstjenester som nevnt i nr. 2 og 3,
5. bare driver investeringsrådgivning under utøvelsen av annen yrkesvirksomhet, forutsatt at det ikke ytes særskilt vederlag for investeringsrådgivningen,
6. ikke yter andre investeringstjenester eller utøver annen investeringsvirksomhet enn handel for egen regning i finansielle instrumenter som ikke er varederivater, utslippskvoter eller derivater på slike, unntatt foretak som:
   a) er prisstiller,
   b) er medlem eller deltaker på et regulert marked eller en MTF, eller har direkte elektronisk tilgang til en handelsplattform,
   c) driver med høyfrekvent algoritmehandel,
   d) handler for egen regning ved utførelse av kundeordre,
7. handler for egen regning, herunder prisstillere, med varederivater eller utslippskvoter eller derivater av slike, unntatt personer som handler for egen regning når de utfører kundeordrer forutsatt:
   a) at dette for hvert av disse tilfellene, på individuelt nivå og på samlet nivå, er en tilleggstjeneste til deres hovedvirksomhet på konsernplan, og at hovedvirksomheten ikke er yting av investeringstjenester i henhold til dette direktiv eller bankvirksomhet i henhold til direktiv 2013/36/EU, eller å opptre som prisstiller i forbindelse med råvarederivater,
   b) at disse personene ikke utfører høyfrekvent algoritmehandel, og
   c) at disse personene hvert år underretter Finanstilsynet om at de benytter dette unntaket, og på anmodning opplyser tilsynet om grunnlaget for at de anser at deres virksomhet i henhold til bokstav a) og b) er en tilleggstjeneste til deres hovedvirksomhet,
8. yter investeringstjenester, unntatt handel for egen regning, med varederivater eller utslippskvoter eller derivater av slike, til kundene eller leverandørene i sin hovedvirksomhet, forutsatt:
   a) at dette for hvert av disse tilfellene, på individuelt nivå og på samlet nivå, er en tilleggstjeneste til deres hovedvirksomhet på konsernplan, og at hovedvirksomheten ikke er yting av investeringstjenester i henhold til dette direktiv eller bankvirksomhet i henhold til direktiv 2013/36/EU, eller å opptre som prisstiller i forbindelse med råvarederivater,
   b) at disse personene ikke utfører høyfrekvent algoritmehandel, og
   c) at disse personene hvert år underretter Finanstilsynet om at de benytter dette unntaket, og på anmodning opplyser tilsynet om grunnlaget for at de anser at deres virksom-

het i henhold til bokstav a) og b) er en tilleggstjeneste til deres hovedvirksomhet,

9. er operatører av overføringsnett som definert i artikkel 2 nr. 4 i direktiv 2009/72/EF eller artikkel 2 nr. 4 i direktiv 2009/73/EF og enhver person som opptrer som tjenesteyter på deres vegne med sikte på å utføre deres oppgaver når de utfører sine oppgaver etter disse direktivene eller etter forordning (EF) nr. 714/2009 eller forordning (EF) nr. 715/2009, eller etter regler eller retningslinjer vedtatt i henhold til disse forordningene, i henhold til disse regelverksaktene eller i henhold til nettregler eller retningslinjer vedtatt i henhold til disse forordningene, og enhver operatør eller forvalter av et energibalanseringssystem, et rørledningsnett eller et system for å opprettholde balansen mellom tilbudet av og etterspørselen etter energi, når de utfører slike oppgaver. Dette unntaket får bare anvendelse på personer når de utøver investeringsvirksomhet eller yter investeringstjenester i forbindelse med varederivater for å utøve virksomhet som nevnt i første punktum. Dette unntaket får ikke anvendelse med hensyn til drift av et annenhåndsmarked, herunder en plattform for handel med finansielle overføringsrettigheter på annenhåndsmarkeder,
10. er kvotepliktig etter lov 17. desember 2004 om kvoteplikt og handel med kvoter for utslipp av klimagasser, som ikke yter andre investeringstjenester eller utøver annen investeringsvirksomhet enn handel for egen regning i utslippskvoter, med mindre den kvotepliktige utfører kundeordre eller driver med høyfrekvent algoritmehandel,
11. kun yter tjenester som nevnt i § 9-1 tredje ledd overfor kunder som påtar seg et samlet forpliktet investeringsbeløp som minst svarer til 5 000 000 norske kroner, eller overfor profesjonelle kunder som nevnt i § 10-6.

Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-4 *Lovens anvendelse for kredittinstitusjoner*

(1) Følgende bestemmelser gjelder ikke for kredittinstitusjoner som har tillatelse til å yte en eller flere investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet:

1. § 9-12 til § 9-15,
2. § 9-18 annet ledd annet punktum,
3. § 9-23,
4. § 9-25 annet ledd,
5. § 9-44 første og annet ledd og § 9-45 første ledd, og
6. § 20-2.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-5 *Lovens anvendelse ved salg og rådgivning knyttet til strukturerte innskudd*

(1) Følgende bestemmelser skal gjelde for verdipapirforetak og kredittinstitusjoner som har tillatelse til å yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet når de selger eller gir råd til kunder om strukturerte innskudd:

1. § 9-11, § 9-16 første ledd nr. 1, 2, 6 og 8, § 9-19 og § 9-22,
2. §§ 10-2 til 10-18 og §§ 10-21 til 10-23,
3. Kapittel 19 til 21

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-6 *Søknad om tillatelse*

(1) I søknad om tillatelse skal det opplyses om hvilke av tjenestene som nevnt i § 2-1 foretaket skal yte, og andre opplysninger av betydning for vurderingen av om tillatelse skal gis. Søknaden skal inneholde opplysninger som viser at de lovbestemte kravene i kapittel 9 og 10 er oppfylt. Konsesjonsmyndighetene kan be om ytterligere opplysninger.

(2) Foretakets vedtekter, driftsplan og interne rutiner for organisering som nevnt i § 9-16 til § 9-19 skal være vedlagt.

(3) Tillatelse kan bare gis etter samråd med myndighetene i annen EØS-stat dersom søkeren er

1. datterforetak av et verdipapirforetak eller en kredittinstitusjon med tillatelse i en annen EØS-stat,
2. datterforetak av et hovedforetak for et annet verdipapirforetak eller en kredittinstitusjon med tillatelse i en annen EØS-stat, eller
3. kontrollert av de samme fysiske eller juridiske personer som kontrollerer et verdipapirforetak med tillatelse i en annen medlemsstat.

(4) Vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder de opplysninger som er nødvendig for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt.

(5) Verdipapirforetaket kan starte sin virksomhet umiddelbart etter at tillatelse er gitt.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-7 *Endring og tilbakekall av tillatelse*

(1) Finanstilsynet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet dersom verdipapirforetaket

1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet i mer enn seks måneder,
2. har fått tillatelsen ved bruk av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital,
4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, slik at det er grunn til å frykte for at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet,
5. gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
6. ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 19-7.

(2) Første ledd gjelder tilsvarende for tillatelse gitt i medhold av § 9-8.

(3) Dersom tillatelsen til et foretak som driver virksomhet i en annen EØS-stat tilbakekalles, skal vedkommende myndigheter i vertsstaten underrettes.

§ 9-8 *Markedsoperatørers adgang til å drive multilateral handelsfasilitet eller organisert handelsfasilitet*

Departementet kan gi markedsoperatør tillatelse til å drive MHF eller OHF dersom operatøren oppfyller kravene i loven her.

II. Vilkår for tillatelse

§ 9-9 *Organisasjonsform*

(1) Tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet kan gis til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.

(2) Selskapet skal ha forretningskontor og hovedkontor i Norge.

(3) Departementet kan i forskrift gjøre unntak fra kravet til foretaksform i første ledd, og kan i tilfelle fastsette nærmere regler om organisering av virksomheten mv.

§ 9-10 *Krav til ledelsen av foretaket*

(1) Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av verdipapirforetak, skal til enhver tid ha tilstrekkelige kvalifikasjoner og erfaring, ha ført en hederlig vandel og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig atferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte. Styrets skal samlet sett ha bred erfaring. Personer som nevnt i første punktum skal fremlegge ordinær politiattest etter politiregisterloven § 40.

(2) Personer som nevnt i første ledd skal sette av tilstrekkelig tid til å utføre sine oppgaver i verdipapirforetaket. Ved vurderingen av hvor mange verv og stillinger en person kan ha i tillegg til vervet eller stillingen i verdipapirforetaket, skal det tas hensyn til individuelle forhold og arten, omfanget og kompleksiteten av verdipapirforetakets virksomhet.

(3) Med mindre vedkommende representerer den norske stat, kan personer som nevnt i første ledd i et verdipapirforetak som er vesentlig i kraft av sin størrelse og interne organisering samt virksomhetens art, omfang og kompleksitet, kun inneha én av følgende kombinasjoner av stillinger og verv samtidig:

1. én stilling som daglig leder kombinert med to styreverv,
2. fire styreverv.

(4) Stilling eller verv i organisasjoner som ikke hovedsakelig har kommersielle formål, regnes ikke med etter tredje ledd.

(5) Finanstilsynet kan gi tillatelse til at personer som nevnt i tredje ledd kan inneha ytterligere ett styreverv.

(6) Følgende regnes som en stilling som daglig leder eller ett styreverv etter tredje ledd:

1. stillinger som daglig leder eller styreverv innen samme konsern,
2. stillinger som daglig leder eller styreverv i foretak som er medlemmer av samme sikringsordning, forutsatt at vilkårene i artikkel 113 nr. 7 i EØS-regler som svarer til CRR (forordning 575/2013) er oppfylt, eller foretak hvor verdipapirforetaket eier en kvalifisert eierandel.

(7) Foretakets styre skal inneha tilstrekkelig kollektiv kunnskap, ferdigheter og erfaring til å kunne forstå foretakets virksomhet, herunder de største risikofaktorene som er forbudet med virksomheten.

(8) Styremedlemmer skal utvise hederlighet, integritet og uavhengighet for effektivt å kunne vurdere, utfordre og føre tilsyn med de beslutningene som treffes av foretakets daglige ledelse.

(9) Verdipapirforetak skal sette av tilstrekkelig menneskelige og økonomiske ressurser til opplæring av personer som nevnt i første ledd.

(10) Verdipapirforetak skal sikre en tilstrekkelig bredde av kvalifikasjoner og kompetanse ved rekruttering av personer som nevnt i første ledd, og skal fastsette retningslinjer for å fremme mangfold i foretakets styre og ledelse ved slik rekruttering.

(11) Tillatelse skal nektes dersom foretakets styre ikke oppfyller kravene i denne bestemmelsen eller det foreligger objektive og påviselige grunner til å tro at foretakets styre eller ledelse kan være til skade for en effektiv, sunn og fornuftig ledelse av foretaket eller hindre at det tas tilstrekkelig hensyn til kundenes interesser og markedets integritet.

(12) Verdipapirforetak skal opplyse Finanstilsynet om skifte av personer som nevnt i første ledd, herunder gi de opplysninger som er nødvendige for å vurdere om verdipapirforetaket oppfyller kravene i første til åttende ledd og § 9-11.

(13) Den faktiske ledelsen av verdipapirforetak skal forestås av minst to personer som oppfyller kravene i første og annet ledd. Finanstilsynet kan ved forskrift eller enkeltvedtak gjøre unntak fra kravet i første punktum.

(14) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-11 *Styrets oppgaver og ansvar*

(1) Styret har det overordnede ansvar for forvaltningen av verdipapirforetaket og skal føre tilsyn med foretakets virksomhet. Styret skal sørge for at forvaltningen er effektiv og fornuftig, og utføres på en måte som forhindrer interessekonflikter og fremmer markedets integritet og kundenes interesser.

(2) Følgende prinsipper skal legges til grunn for styrets forvaltning og tilsyn med verdipapirforetaket:

1. Styret skal fastlegge og føre tilsyn med gjennomføringen av foretakets strategiske mål, risikostrategi og overordnede styrings- og kontrollordninger.
2. Styret skal sikre at systemene for regnskapsføring og finansiell rapportering er robuste, innbyr til tillit og er i samsvar med lov, forskrift og relevante standarder.
3. Styret skal føre tilsyn med offentliggjørings- og kommunikasjonsprosesser.
4. Styret skal føre effektivt tilsyn med foretakets øverste ledelse.
5. Styreleder kan ikke være daglig leder i foretaket, med mindre dette er tilfredsstillende begrunnet av foretaket og godkjent av Finanstilsynet.
6. Styret skal fastlegge og føre tilsyn med organiseringen av foretakets virksomhet, herunder ressursene, prosedyrene og systemene for foretakets virksomhetsutøvelse og tjenesteyting, samt kompetansekrav for ansatte, sett hen til arten, omfanget og kompleksiteten av foretakets virksomhet og de krav som stilles til foretaket.
7. Styret skal fastlegge og føre tilsyn med strategier for foretakets virksomhetsutøvelse og tjenesteyting, sett hen til foretakets risikotoleranse samt kundene og deres behov, og herunder gjennomføre stresstester ved behov.
8. Styret skal fastlegge og føre tilsyn med en godtgjøringsstrategi for ansatte som deltar i tjenesteyting til kunder for å fremme ansvarlig forretningsførsel og rettferdig behandling av kunder, samt å unngå interessekonflikter.

(3) Styret skal overvåke og regelmessig vurdere om forvaltningen og tilsynet er effektivt, samt vurdere egnetheten og gjennomføringen av foretakets strategiske mål og strategier for utøvelsen av foretakets virksomhet, herunder de tjenestene som ytes til foretakets kunder. Styret skal treffe egnede tiltak for å rette opp eventuelle mangler.

(4) Styremedlemmene skal ha tilstrekkelig tilgang til opplysninger og dokumenter som de trenger for å føre tilsyn med de beslutninger som treffes av foretakets daglige ledelse.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

(6) Departementet kan fastsette forskrift om nominasjonskomité.

§ 9-12 *Eierforhold mv.*

(1) Eier av kvalifisert eierandel i verdipapirforetak skal være egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Med kvalifisert eierandel menes en eierandel som angitt i § 2-9 fjerde ledd, jf. § 9-13 femte ledd.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-13 *Melding om erverv av eiendeler i verdipapirforetak mv.*

(1) Den som har besluttet å direkte eller indirekte erverve kvalifisert eierandel i et verdipapirforetak, må sende skriftlig melding om dette til Finanstilsynet. Det samme gjelder direkte eller indirekte erverv som vil medføre at en kvalifisert eierandel økes slik at den vil utgjøre eller overstige henholdsvis 20, 30 eller 50 prosent av kapitalen eller stemmene i verdipapirforetaket, eller slik at eierandelen gir bestemmende innflytelse som nevnt

i aksjeloven § 1-3 i verdipapirforetaket. Erverv som foretas av to eller flere erververe som opptrer i samråd, regnes som ett erverv.

(2) Erverv som omfattes av første ledd, kan bare gjennomføres etter at tillatelse er gitt av Finanstilsynet.

(3) Melding etter første ledd skal angi størrelsen på den eierandelen det tas sikte på å erverve, og informasjon som er nødvendig for å gjennomføre egnethetsvurdering etter § 9-15.

(4) Enhver som har besluttet å avhende en kvalifisert eierandel, eller redusere den slik at eierandelen blir mindre enn en av grensene som nevnt i første ledd, skal gi skriftlig melding om dette til Finanstilsynet.

(5) Ved beregning av kvalifisert eierandel i § 9-12 og i denne paragraf, omfattes ikke eierandeler eller stemmeretter som er overtatt av en kredittinstitusjon eller et verdipapirforetak som følge av at foretaket yter investeringstjenester eller investeringsvirksomhet som angitt i § 2-1 første ledd nr. 6, forutsatt at disse ikke brukes til å utøve innflytelse i foretaket og blir avhendet innen ett år etter overtagelsen.

(6) Verdipapirforetak skal uten ugrunnet opphold gi Finanstilsynet melding dersom det blir kjent med erverv som innebærer at noen er eller blir eier av kvalifiserte eierandeler i foretaket. Det samme gjelder erverv som innebærer at en eierandel vil utgjøre eller overstige de grensene som er angitt i første ledd. Meldeplikten gjelder også ved avhendelse av kvalifiserte eierandeler eller avhendelse som innebærer at grensene som angitt i første ledd nåes eller passeres.

(7) Verdipapirforetak skal minst en gang i året oversende til Finanstilsynet oversikt over eiere av kvalifiserte eierandeler i foretaket.

(8) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-14 *Saksbehandlingsfrister mv.*

(1) Finanstilsynet skal umiddelbart, og senest innen to virkedager etter å ha mottatt melding i henhold til § 9-13 første ledd skriftlig bekrefte mottaket overfor erverver. Det samme gjelder etter mottak av opplysninger som angitt i tredje ledd.

(2) Finanstilsynet skal vurdere meldingen innen 60 arbeidsdager, regnet fra det tidspunkt Finanstilsynet har bekreftet mottak av meldingen og opplysninger som angitt i § 9-13 tredje ledd. Ved bekreftelse av mottak etter første ledd, skal Finanstilsynet underrette den aktuelle erverver om når vurderingsperioden utløper.

(3) Har Finanstilsynet fremsatt skriftlig krav om ytterligere opplysninger før det er gått 50 virkedager, avbrytes fristen som angitt i annet ledd inntil svaret fra erververen er mottatt. Et slikt avbrudd skal ikke overstige 20 virkedager. Finanstilsynet kan be om ytterligere opplysninger, men dette kan ikke føre til at vurderingsperioden som angitt i annet ledd avbrytes.

(4) Finanstilsynet kan forlenge avbruddet som angitt i tredje ledd i inntil 30 virkedager dersom erververen er hjemmehørende eller underlagt lovgivning i en stat utenfor EØS eller dersom erververen verken er underlagt tilsyn i medhold av verdipapirfondloven, finansforetaksloven eller denne lov.

(5) Dersom Finanstilsynet ikke skriftlig motsetter seg det planlagte ervervet innen utløpet av fristen etter annet ledd, jf. tredje og fjerde ledd, skal tillatelse anses gitt til erverv av den eierandelen som er angitt i meldingen til Finanstilsynet etter § 9-13 første ledd.

(6) Finanstilsynet kan sette tidsfrist for gjennomføring av ervervet.

(7) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-15 *Egnethetsvurdering mv.*

(1) Ved avgjørelsen av om tillatelse skal gis etter § 9-13 annet ledd, skal Finanstilsynet ut fra behovet for å sikre forsvarlig og betryggende ledelse av verdipapirforetaket og dets virksomhet, og i betraktning av den grad av innflytelse som erververen som eier vil kunne utøve i foretaket etter ervervet, vurdere erververens egnethet og om ervervet av eierandelen er finansielt betryggende.

(2) Ved vurdering etter første ledd skal Finanstilsynet særlig ta i betraktning:

1. erververens omdømme,
2. omdømme og erfaring hos personer som etter ervervet vil inngå i styret eller ledelsen av verdipapirforetakets virksomhet,
3. erververens økonomiske soliditet, særlig i relasjon til de former for virksomhet som foretaket driver eller må antas å engasjere seg i etter ervervet,
4. om verdipapirforetaket er og fortsatt vil være i stand til å oppfylle tilsynskrav som følger av finanslovgivningen, særlig om den gruppe foretaket vil inngå i etter ervervet, er organisert på en slik måte at det muliggjør effektivt tilsyn, effektiv utveksling av informasjon og fordeling av tilsynsoppgaver mellom berørte tilsynsmyndigheter,
5. om det er grunn til å anta at det i forbindelse med ervervet foregår eller blir gjort forsøk på

hvitvasking av penger eller finansiering av terrorvirksomhet, eller at ervervet vil øke risikoen for dette.

(3) Finanstilsynet gir tillatelse etter § 9-13 annet ledd i den utstrekning Finanstilsynet finner at erververen tilfredsstiller kriteriene som nevnt i annet ledd.

(4) Tillatelse etter § 9-13 annet ledd kan nektes dersom Finanstilsynet finner at det er rimelig grunnlag for tvil om erververens egnethet eller om de finansielle forhold etter ervervet vil være betryggende. Tillatelse kan også nektes dersom plikten til å gi melding ikke er oppfylt, eller dersom opplysninger fremlagt av erververen er ufullstendige eller uriktige.

(5) Det kan ikke settes som vilkår for tillatelse etter § 9-13 annet ledd at en eierandel av en fastsatt minstestørrelse må være ervervet før fristens utløp.

(6) Har to eller flere erververe gitt melding etter § 9-13 første ledd om erverv av eierandeler i samme verdipapirforetak, skal det ikke skje ugrunnet forskjellsbehandling.

(7) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-16 *Generelle krav til organisering av virksomheten*

(1) Verdipapirforetak skal innrette sin virksomhet slik at foretaket

1. har tilstrekkelige og betryggende retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder som skal sikre at foretaket, herunder dets ledere, ansatte og tilknyttede agenter, etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrifter,
2. er oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum, jf. § 10-2,
3. treffer rimelige tiltak som skal sikre kontinuitet og regelmessighet i investeringstjenestevirksomheten, herunder ha nødvendige systemer, ressurser og prosedyrer,
4. 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,
5. har effektive informasjonsbehandlingssystemer, gode administrasjons- og regnskapsrutiner, kontroll- og sikkerhetsordninger, samt stillingsinstrukser som særskilt regulerer ansvarsfordelingen mellom daglig leder og andre ledere av virksomheten,
6. har tilfredsstillende interne retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ledere, ansatte og tilknyttede agenter,
7. har pålitelige sikkerhetssystemer som gir sikker og korrekt informasjonsoverføring, og som sikrer at opplysningene til enhver tid behandles fortrolig, samt reduserer risikoen for dataforfalskning, informasjonslekkasje og annen ulovlig tilgang til informasjonen,
8. sørger for dokumentasjon av alle investeringstjenester og all investeringsvirksomhet, herunder alle utførte transaksjoner, som skal være minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler Finanstilsynet har ansvar for, er overholdt. Slik dokumentasjon skal oppbevares i minst fem år, eller lengre tid dersom Finanstilsynet bestemmer det.
9. har interne instrukser for de ansattes adgang til å være medlem av styre, bedriftsforsamling eller foretaksforsamling eller ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd i selskaper. Slike instrukser skal også omfatte styremedlemmer som har slik innflytelse i verdipapirforetaket som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd. Tilsvarende instrukser skal utarbeides for tilfeller der det er gitt unntak etter § 10-4 annet ledd,
10. har retningslinjer og rutiner for beregning og utbetaling av resultatavhengig godtgjørelse. Departementet kan ved forskrift fastsette nærmere regler om godtgjørelsesordninger i verdipapirforetak som ikke er kredittinstitusjon. Bestemmelsene i finansforetaksloven §§ 15-1 til 15-5 gjelder tilsvarende.

(2) Verdipapirforetak som utkontrakterer funksjoner, kan ikke overlate viktige operasjonelle funksjoner til tredjepart dersom dette fører til at

1. foretakets internkontroll og evne til å påse etterlevelsen av dets forpliktelser blir merkbart forringet, eller
2. Finanstilsynets mulighet for å føre tilsyn med virksomheten merkbart forringes eller vanskeliggjøres.

(3) Styret og daglig leder skal utarbeide interne retningslinjer og instrukser i samsvar med første ledd.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-17 *Telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon*

(1) Dokumentasjon etter § 9-16 første ledd nr. 8 skal omfatte opptak av alle telefonsamtaler og lagring av all elektronisk kommunikasjon i tilknyt-

ning til ytelse av investeringstjenester og utførelse av investeringsvirksomhet som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1 til 7. Dokumentasjon som angitt i første punktum skal også omfatte samtaler og kommunikasjon som er ment å føre til at det ytes investeringstjenester eller utøves investeringsvirksomhet, selv om disse ikke fører til slik ytelse av tjenester eller utøvelse av virksomhet.

(2) For å oppfylle kravene i første ledd, skal verdipapirforetak treffe alle rimelige tiltak for å

1. ta opp og lagre relevante telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon som foretas med, sendes fra eller mottas av utstyr som verdipapirforetaket gjør tilgjengelig for en ansatt eller underleverandør, eller som verdipapirforetaket godtar eller tillater at en ansatt eller underleverandør bruker, og
2. hindre at en ansatt eller en underleverandør foretar, sender eller mottar relevante telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon på privateid utstyr som verdipapirforetaket ikke kan dokumentere eller kopiere.

(3) Verdipapirforetak skal informere sine kunder om at telefonsamtaler eller elektronisk kommunikasjon mellom verdipapirforetaket og dets kunder vil bli tatt opp og lagret. Verdipapirforetaket kan ikke per telefon eller elektronisk kommunikasjon yte investeringstjenester til eller drive investeringsvirksomhet overfor kunder som ikke har fått informasjon etter første punktum. Slik informasjon kan gis én gang før investeringstjenester ytes eller investeringsvirksomhet utøves.

(4) Samtaler eller kommunikasjon som nevnt i første ledd, som ikke tas via telefon eller elektronisk, skal dokumenteres i et varig medium. Slike samtaler fra personlige møter skal registreres i skriftlige protokoller eller notater.

(5) Dokumentasjonen etter denne bestemmelsen skal på anmodning gjøres tilgjengelig for den berørte kunden og oppbevares i minst fem år, eller lengre tid dersom Finanstilsynet bestemmer det.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-18 *Kundemidler og sikkerhetsstillelse mv.*

(1) Verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundens finansielle instrumenter holdes atskilt fra foretakets finansielle instrumenter. Verdipapirforetak kan bare benytte kundens finansielle instrumenter for egen regning dersom kunden uttrykkelig har gitt samtykke til dette.

(2) Verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundemidler holdes atskilt fra foretakets midler. Verdipapirforetak kan ikke benytte kundemidler for egen regning.

(3) Et verdipapirforetak skal ikke inngå avtaler med ikke-profesjonelle kunder om finansiell sikkerhetsstillelse i form av overdragelse av eiendomsrett med sikte på å sikre eller dekke kundens nåværende eller fremtidige, faktiske, eventuelle eller potensielle forpliktelser.

(4) Departementet kan fastsette ytterligere krav til sikring av kundens finansielle instrumenter og kundemidler samt fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-19 *Produkthåndtering*

(1) Verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter for salg til kunder, skal ha en prosess for å sikre at

1. det enkelte instrument er utformet for å oppfylle behovene hos en på forhånd identifisert målgruppe,
2. strategien for å distribuere produktene er forenelig med denne målgruppen, og
3. det gjøres rimelige tiltak for å sikre at instrumentene distribueres til denne målgruppen.

(2) Verdipapirforetak skal også regelmessig gjennomgå de finansielle instrumentene som foretaket tilbyr eller markedsfører. Ved slik gjennomgang skal verdipapirforetaket ta i betraktning hendelser som kan få vesentlig innvirkning på den potensielle risikoen for den identifiserte målgruppen, og vurdere om det finansielle instrumentet fortsatt er forenelig med målgruppens behov, og om foretakets distribusjonsstrategi fortsatt er hensiktsmessig.

(3) Verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter skal gi eventuelle distributører tilgang til alle relevante opplysninger om det finansielle instrumentet og produktgodkjenningsprosessen, herunder opplysninger om den identifiserte målgruppen.

(4) Dersom et verdipapirforetak tilbyr eller anbefaler finansielle instrumenter som det ikke selv har produsert, skal verdipapirforetaket ha egnede rutiner og systemer for å innhente opplysninger som nevnt i tredje ledd og sikre at relevante ansatte forstår egenskapene ved det enkelte finansielle instrument og den identifiserte målgruppen for instrumentet.

(5) Rutiner, prosesser og tiltak som angitt i denne bestemmelsen, skal ta tilbørlig hensyn til andre krav som følger av denne lov og av MiFIR som gjennomført i § 8-1, herunder krav som gjelder offentliggjøring, egnethet, hensiktsmessighet, identifisering og håndtering av interessekonflikter og vederlag fra andre enn kunden.

(6) Departementet kan gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-20 *Klagebehandling*

Departementet kan i forskrift gi regler om klagebehandling, herunder at verdipapirforetak skal være tilsluttet utenrettslig tvisteløsningsordning godkjent i medhold av lov.

§ 9-21 *Filial*

(1) Verdipapirforetak skal gi melding til Finanstilsynet før det oppretter filial i Norge. Filialen skal ha en leder som oppfyller kravene i § 9-10 første ledd.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-22 *Verdipapirforetakenes sikringsfond mv.*

(1) Verdipapirforetak skal være medlem av Verdipapirforetakenes sikringsfond.

(2) Fondets formål er ved manglende økonomisk evne hos medlemmene å gi dekning for krav som skyldes medlemmenes behandling av kunders midler og finansielle instrumenter.

(3) Fondets forpliktelser finansieres av medlemmene slik at deres ansvar er prinsipalt prorata-risk, subsidiært solidarisk.

(4) Fondet kan ikke gjøre gjeldende andre innsigelser overfor skadelidte enn de innsigelser verdipapirforetaket selv har i forhold til skadelidte.

(5) Forpliktelsen fastsatt i første ledd skal anses oppfylt for strukturerte innskudd dersom det strukturerte innskuddet utstedes av en kredittinstitusjon som er medlem i en innskuddsgarantiordning anerkjent i henhold til direktiv 2014/49/EU.

(6) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om fondet, herunder om fondets virksomhet og finansiering, hvem som plikter å være medlem av fondet, ansvarets omfang, og om rettigheter og plikter for medlemmene og mulige skadelidte.

(7) Departementet kan bestemme i hvilken grad reglene om Verdipapirforetakenes sikringsfond skal gjelde for kredittinstitusjoner og utenlandske foretak som yter investeringstjenester i Norge. Departementet kan bestemme at enkelte grupper av investorer eller enkelte typer krav ikke behøver å være dekket av fondet.

(8) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-23 *Startkapital*

(1) Verdipapirforetak skal ha en startkapital på et beløp i norske kroner som minst svarer til 730 000 euro. For foretak som i henhold til tillatelsen bare skal yte enkelte investeringstjenester, kan Finanstilsynet gi tillatelse til en lavere startkapital, men ikke lavere enn et beløp i norske kroner som svarer til 125 000 euro.

(2) Departementet kan ved forskrift gjøre unntak fra første ledd og fastsette nærmere regler om startkapital.

§ 9-24 *Krav til kapital i forhold til virksomheten*

(1) Et verdipapirforetak skal til enhver tid oppfylle de krav til kapital som følger av §§ 9-25 og 9-28, samt forskrift og enkeltvedtak gitt i medhold av disse bestemmelsene.

(2) Verdipapirforetaket skal organiseres og drives på en forsvarlig måte. Dette innebærer blant annet at foretaket skal ha:

1. klar organisasjonsstruktur,
2. klar ansvarsfordeling,
3. klare og hensiktsmessige styrings- og kontrollordninger,
4. hensiktsmessige retningslinjer for å identifisere, styre, overvåke og rapportere risiko institusjonen er, eller kan bli, eksponert for.

(3) Verdipapirforetakets styrings- og kontrollordninger samt retningslinjer og rutiner skal stå i forhold til risikoen ved og omfanget av virksomheten i foretaket.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-25 *Beregnet kapitalkrav*

(1) Et verdipapirforetak skal til enhver tid ha ren kjernekapital som utgjør minst fire og en halv prosent av et beregningsgrunnlag etter regler fastsatt i forskrift. Et verdipapirforetaks kjernekapital skal til enhver tid utgjøre minst seks prosent av det samme beregningsgrunnlaget. Et verdipapirforetaks ansvarlige kapital skal til enhver tid utgjøre minst åtte prosent av det samme beregningsgrunnlaget.

(2) For et verdipapirforetak kan ikke den ansvarlige kapitalen i noe tilfelle være mindre enn de beløp som følger av § 9-23 første ledd.

(3) Beregningsgrunnlaget for kravet til ansvarlig kapital skal tilsvare summen av beregningsgrunnlagene for kredittrisiko, markedsrisiko og operasjonell risiko.

(4) Beregningsgrunnlaget for kredittrisiko skal fastsettes med utgangspunkt i risikovekter fastsatt i forskrift (standard metode) eller med utgangspunkt i risikoparametere helt eller delvis fastsatt av institusjonen selv på bakgrunn av interne målemetoder for klassifisering og kvantifise-

ring av kredittrisiko (internbasert rating metode – IRB).

(5) Beregningsgrunnlaget for markedsrisiko skal fastsettes med utgangspunkt i regler fastsatt i forskrift, eller med utgangspunkt i interne målemetoder.

(6) Beregningsgrunnlaget for operasjonell risiko skal fastsettes som: en andel av gjennomsnittlig inntekt (basis metode), en andel av inntekten innenfor de ulike forretningsområder multiplisert med en indikator på tapserfaring fastsatt av departementet (sjablongmetode) eller på bakgrunn av interne målemetoder for operasjonell risiko (avanserte metoder).

(7) Finanstilsynet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak frita verdipapirforetak med tillatelse til å yte investeringstjenestene som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 4 og 5, og forvaltningsselskap for verdipapirfond med tillatelse til å drive aktiv forvaltning, fra krav til ansvarlig kapital for operasjonell risiko.

(8) Interne risikostyringsmetoder for blant annet kredittrisiko og markedsrisiko, samt avanserte metoder for operasjonell risiko, kan kun benyttes for beregning av kravet til ansvarlig kapital etter tillatelse gitt av tilsynsmyndigheten.

(9) Finanstilsynet kan i særlige tilfeller og for en tidsbegrenset periode samtykke i at et verdipapirforetak kan ha lavere kapitaldekning enn det som følger av denne paragraf.

(10) Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om:

1. hva som skal anses som ren kjernekapital, kjernekapital og tilleggskapital, samt sammensetningen av ansvarlig kapital,
2. beregningsgrunnlaget for kredittrisiko, markedsrisiko og operasjonell risiko, hva som skal anses som ren kjernekapital, kjernekapital og tilleggskapital, samt sammensetningen av ansvarlig kapital,
3. bruk av interne målemetoder,
4. hvilke sikkerheter det kan tas hensyn til ved beregningen av minstekrav til kapital, og
5. at ren kjernekapital eller kjernekapital i verdipapirforetak minst skal utgjøre en bestemt prosent av verdien av foretakets eiendeler og ikke balanseførte forpliktelser, beregnet uten risikovekting, og regler for slike beregninger (uvektet kjernekapitalandel).

§ 9-26 *Krav til bevaringsbuffer, systemrisikobuffer, buffer for systemviktige foretak og motsyklisk kapitalbuffer*

(1) Et verdipapirforetak skal ha en bevaringsbuffer bestående av ren kjernekapital som skal utgjøre to og et halvt prosentpoeng i tillegg til minstekravet til kapital etter § 9-25 første ledd.

(2) Et verdipapirforetak skal ha en systemrisikobuffer bestående av ren kjernekapital i tillegg til minstekravet til kapital etter § 9-25 første ledd og bevaringsbuffer etter foregående ledd. Departementet fastsetter kravet til systemrisikobufferen. Kravet kan i særlige tilfeller settes høyere eller lavere enn tre prosent.

(3) Et verdipapirforetak som er systemviktig, skal ha en buffer bestående av ren kjernekapital i tillegg til minstekravet til kapital etter § 9-25 første ledd, bevaringsbuffer og systemrisikobuffer etter de to foregående leddene. Departementet fastsetter kravet til slik buffer. Departementet kan i forskrift fastsette kriterier for hvilke foretak som skal regnes som systemviktige og fastsette særlige virksomhetsregler og soliditetskrav for slike foretak.

(4) Et verdipapirforetak skal ha en motsyklisk kapitalbuffer bestående av ren kjernekapital som skal utgjøre mellom 0 og 2,5 prosentpoeng i tillegg til minstekravet til kapital etter § 9-25 første ledd og bevaringsbuffer, systemrisikobuffer og buffer for systemviktige foretak etter de foregående leddene. Departementet fastsetter kravet til den motsykliske kapitalbufferen. Kravet kan i særlige tilfeller settes høyere enn to og et halvt prosentpoeng.

(5) Hvis et verdipapirforetak ikke oppfyller de fire nevnte bufferkravene, skal foretaket utarbeide en plan for økning av ren kjernekapitaldekning, og det kan ikke uten samtykke fra Finanstilsynet utbetale utbytte til aksjonærer og bonus til ansatte.

(6) Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om bevaringsbuffer, systemrisikobuffer, buffer for systemviktige foretak og motsyklisk kapitalbuffer, om beregningen av bufferkravene og om konsekvenser dersom kravene ikke er oppfylt.

(7) Departementet kan i forskrift unnta verdipapirforetak fra bestemmelsene i paragrafen her.

§ 9-27 *Likviditet og stabil finansiering*

(1) Et verdipapirforetak skal sørge for at det til enhver tid har tilstrekkelige likvider til at det kan dekke sine forpliktelser ved forfall.

(2) Et verdipapirforetak skal ha en dokumentert likviditetsstrategi og sørge for forsvarlig likviditetsstyring etter retningslinjer fastsatt av styret. Verdipapirforetakets system for styring og kontroll skal være tilpasset arten, kompleksiteten og omfanget av virksomheten og etablere metoder for å måle likviditetsrisikoen.

(3) Finner Finanstilsynet at likviditetsrisikoen knyttet til virksomheten ikke er forsvarlig, kan Finanstilsynet gi pålegg om å iverksette tiltak for å rette på forholdet.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler til gjennomføring av bestemmelsene i paragrafen her.

(5) Departementet kan i forskrift fastsette minstekrav til verdipapirforetakets beholdning av likvide eiendeler (likviditetsreserve).

(6) Departementet kan i forskrift fastsette minstekrav til verdipapirforetakets sammensetning av finansieringskilder for å sikre stabil finansiering av virksomheten og motvirke risiko knyttet til inndekning av fremtidig innlånsbehov (stabil finansiering).

(7) Departementet kan i forskrift unnta verdipapirforetak fra bestemmelsene i paragrafen her.

§ 9-28 *Vurdering av samlet kapitalbehov og tilsynsmessig oppfølging*

(1) Et verdipapirforetak skal til enhver tid ha oversikt over, og med jevne mellomrom vurdere, hvilke enkelte risikoer og samlet risiko, herunder systemrisiko, som er knyttet til virksomheten. Et verdipapirforetak skal til enhver tid ha ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av den virksomhet foretaket driver.

(2) Ved vurderingen av risiko knyttet til virksomheten og samlet risikoeksponering skal det tas hensyn til kredittrisiko, likviditetsrisiko, finansieringsrisiko, markeds- og valutarisiko, operasjonell risiko, systemrisiko, og annen risiko knyttet til de enkelte virksomhetsområdene. Vurderingen skal omfatte risikoeksponering som følge av at foretakets eiendeler blir overdratt til eller stilt som sikkerhet overfor andre foretak.

(3) Et verdipapirforetak skal vurdere kapitalbehovet på kort og lengre sikt og hvordan dette kapitalbehovet kan tilfredsstilles. Vurderingen av kapitalbehov skal omfatte størrelsen på, og sammensetningen og fordelingen av, kapitalen sett i forhold til arten og omfanget av den risiko som til enhver tid er knyttet til virksomheten og til den risiko som vil kunne oppstå.

(4) Styret skal overvåke og styre verdipapirforetakets samlede risiko og jevnlig vurdere om foretakets styrings- og kontrollordninger er tilpasset risikonivå og omfang av virksomheten. Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om overvåking, vurdering, styring og kontroll av risiko og kapitalbehov. Departementet kan fastsette høyere kapitalkrav eller virksomhetsbegrensninger for å sikre at ansvarlig kapital er i samsvar med foretakets risikoeksponering.

(5) Finanstilsynet skal se til at de verdipapirforetak1 det har tilsyn med har hensiktsmessige og klare retningslinjer og rutiner, i samsvar med lov og bestemmelser gitt i medhold av lov, for vurdering, styring og kontroll av risiko og kapitalbehov. Finanstilsynet skal vurdere de risikoer som verdipapirforetaket er, og kan bli, eksponert for og den risiko som verdipapirforetaket representerer for det finansielle system.

(6) Finanstilsynet kan pålegge foretakene å ha en høyere ansvarlig kapital enn de lovbestemte minstekrav, jf. finanstilsynsloven § 4 første ledd nr. 4.

(7) Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om interne retningslinjer og rutiner for vurdering, styring og kontroll av risiko og kapitalbehov.

§ 9-29 *Opplysningskrav*

(1) Et verdipapirforetak skal offentliggjøre informasjon om virksomheten, risikoen knyttet til foretaket og ansvarlig kapital etter bestemmelser fastsatt i forskrift.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om:

1. foretakenes offentliggjøring av informasjon,
2. krav til dokumentasjon, herunder bestemmelser som gjør unntak fra lov 14. april 2000 nr. 31 om behandling av personopplysninger.

§ 9-30 *Retting og pålegg*

(1) Verdipapirforetak1 som ikke oppfyller krav i henhold til §§ 9-24, 9-25, 9-26, 9-27, 9-28 og 9-29 eller forskrifter fastsatt i medhold av lovbestemmelsene, skal straks iverksette nødvendige tiltak for å rette opp dette. Ved manglende etterlevelse av kravene kan Finanstilsynet pålegge foretaket:

1. å endre organiseringen, styringen og kontrollen av virksomheten og de strategier, prosesser, retningslinjer og rutiner som virksomheten drives etter,
2. et høyere kapitalkrav enn summen av minstekrav som angitt i § 9-25 og bufferkrav i § 9-26,
3. å endre eller begrense virksomheten,
4. å redusere risikoen knyttet til virksomheten, herunder produkter og systemer.
5. å redusere forskjellen i løpetid mellom foretakets forpliktelser og eiendeler,
6. å begrense omfanget av prestasjonsbetinget godtgjørelse,
7. å benytte årets resultat til å øke kjernekapitaldekningen og ikke å utbetale utbytte og rente på kjernekapital.

(2) Finanstilsynet gi pålegg etter første ledd som felles pålegg for en gruppe av foretak som er

utsatt for samme type risiko, eller medfører samme type risiko for det finansielle system.

§ 9-31 *Unntak fra allmennaksjeloven § 8-1 og aksjeloven § 8-1*

Allmennaksjeloven § 8-1 annet ledd og aksjeloven § 8-1 annet ledd gjelder ikke for verdipapirforetak.

§ 9-32 *Høyeste engasjement med en enkelt motpart*

(1) Et verdipapirforetak kan ikke ha høyere samlet engasjement med en enkelt motpart enn det som til enhver tid er forsvarlig.

(2) Departementet kan fastsette forskrift om høyeste samlede engasjement med en enkelt motpart, herunder om beregningsmåte for engasjement i og utenfor balansen.

(3) Departementet kan gi bestemmelser om anvendelsen av grense for høyeste engasjement med en enkelt motpart også på engasjementer med to eller flere motparter, når bestemmende innflytelse eller økonomiske forbindelser mellom disse er slik at økonomiske problemer hos den ene kan medføre betalingsvanskeligheter for den andre.

§ 9-33 *Konsolidering*

(1) Kravene i §§ 9-24 og 9-32 skal anvendes på konsolidert grunnlag dersom verdipapirforetaket:

1. har en direkte eller indirekte eierandel på 20 prosent eller mer av stemmene eller kapitalen i et annet foretak,
2. har felles ledelse med et annet foretak, eller
3. har morselskap, med mindre halvparten eller mer av virksomheten i konsernet er virksomhet som ikke er konsesjonspliktig og underlagt kapitalkrav som i kapittelet her eller tilsvarende kapitalkrav.

(2) Finanstilsynet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra første ledd nr. 2.

(3) Ved konsolidering av datterselskaper skal konsernregnskap basert på prinsippet om fullkonsolidering legges til grunn. Ved konsolidering av annet enn datterselskaper skal prinsippet om forholdsmessig konsolidering legges til grunn.

(4) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om konsolidering, herunder om hva som skal regnes som datterforetak eller morselskap etter første ledd.

§ 9-34 *Definisjoner av algoritmehandel og direkte elektronisk tilgang*

(1) Med algoritmehandel menes handel med finansielle instrumenter der en dataalgoritme automatisk bestemmer individuelle parametere for en ordre, herunder hvorvidt ordren skal legges inn, tidspunktet, prisen eller størrelsen på ordren, eller hvordan ordren skal håndteres etter at den er lagt inn, med begrenset eller ingen menneskelig medvirkning. Begrepet omfatter ikke systemer som kun anvendes for å videresende ordre til en eller flere handelsplasser, for å behandle ordre uten fastsettelse av handelsparametere, til å bekrefte ordre eller behandle utførte transaksjoner etter at handelen er gjennomført

(2) Med høyfrekvent algoritmehandel menes algoritmehandel som kjennetegnes av

1. en infrastruktur som skal redusere latenstiden, herunder minst ett av følgende systemer for algoritmebasert registrering av ordrer: samlokalisering, nærhetsbaserte vertstjenester (proximity hosting) og direkte elektronisk høyhastighetstilgang,
2. at systemet uten menneskelig medvirkning til den enkelte handel eller ordre tar beslutninger om hvorvidt ordren skal legges inn, generering, videresending eller utførelse av ordre, og
3. store mengder ordre, kvoteringer eller kanselleringer den enkelte handelsdag.

(3) Med direkte elektronisk tilgang menes en ordning der et medlem på en handelsplass gir en person tillatelse til å bruke sin medlemsidentitet slik at personen kan sende elektroniske ordre knyttet til et finansielt instrument direkte til handelsplassen, herunder ordninger som innebærer at en person bruker medlemmets infrastruktur for å overføre ordrene (direkte markedsadgang), og andre ordninger der en slik infrastruktur ikke brukes (sponset tilgang).

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-35 *Algoritmehandel*

(1) Verdipapirforetak som utfører algoritmehandel skal ha egnede og effektive systemer og risikokontroller som sikrer at dets handelssystemer er robuste, har tilstrekkelig kapasitet, er underlagt hensiktsmessige terskler og grenser for handler, og hindrer at det sendes uriktige ordre eller at systemene skaper eller bidrar til uro i markedet. Verdipapirforetak skal også ha effektive systemer og risikokontroller som sikrer at handelssystemene ikke kan brukes til formål som er i strid med reglene i kapittel 3 eller med reglene til en handelsplass som foretaket er tilknyttet. Verdipapirforetaket skal ha effektive beredskapsplaner og- systemer for å håndtere en eventuell svikt i dets handelssystemer og påse at systemet er fullt testet og tilfredsstillende overvåket slik at det oppfyller kravene i bestemmelsen her.

(2) Verdipapirforetak som utfører algoritmehandel, skal gi melding om dette til Finanstilsynet og den nasjonale tilsynsmyndigheten til handelsplassen der verdipapirforetaket er medlem og utfører algoritmehandel.

(3) Verdipapirforetaket skal dokumentere sine strategier for algoritmehandel, parametere og begrensninger for handelen, de viktigste kontrollmekanismene for regeletterlevelse og risikokontroll som er innført for å sikre at vilkårene i første ledd er oppfylt, samt informasjon om testingen av systemene. Dokumentasjonen skal skje på en slik måte at Finanstilsynet kan kontrollere at kravene i loven er oppfylt. Finanstilsynet kan til enhver tid be om at foretaket fremlegger denne dokumentasjonen og ytterligere opplysninger om foretakets algoritmehandel og systemene som anvendes for denne handelen.

(4) Verdipapirforetak som utfører høyfrekvent algoritmehandel skal oppbevare nøyaktige og kronologiske opplysninger om alle plasserte ordre, herunder kansellerte ordre, utførte ordre og priser stilt på handelsplasser i et godkjent format, og skal på anmodning gjøre opplysningene tilgjengelige for Finanstilsynet.

(5) Verdipapirforetak som utfører algoritmehandel som del av en prisstillerstrategi skal, sett hen til det spesifikke markedets likviditet, omfang og art, samt egenskapene til instrumentet som det handles med,

1. utføre denne prisstillingen kontinuerlig i en bestemt andel av handelsplassens åpningstid, unntatt under særlige omstendigheter, slik at handelsplassen tilføres likviditet på en regelmessig og forutsigbar måte,
2. inngå en skriftlig avtale med handelsplassen, som minst fastsetter verdipapirforetakets forpliktelser i henhold til nr. 1, og
3. innføre effektive systemer og kontroller for å sikre at foretaket til enhver tid overholder sine forpliktelser etter avtalen nevnt i nr. 2.

(6) Verdipapirforetak anses å følge en prisstillersstrategi etter femte ledd dersom foretaket handler for egen regning, som medlem på en eller flere handelsplasser, og har en strategi som omfatter å stille bindende og samtidige kjøps- og salgskurser av sammenlignbar størrelse og til konkurransedyktige priser som relaterer seg til et eller flere finansielle instrumenter på en enkelt handelsplass eller på tvers av flere handelsplasser, slik at det samlede markedet regelmessig og hyppig tilføres likviditet.

(7) Bestemmelsene her gjelder også for medlemmer på regulert marked og MHF som er omfattet av unntakene i § 9-3 første ledd nr. 4, 5 eller 6, eller § 9-3 annet ledd nr. 7, 8 eller 10.

(8) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-36 *Direkte elektronisk tilgang*

(1) Et verdipapirforetak som tilbyr direkte elektronisk tilgang til en handelsplass skal ha effektive systemer og kontroller som sikrer

1. at egnetheten til kunder som gis tilgang, vurderes og kontrolleres på hensiktsmessig måte
2. at kunder som gis tilgang hindres i å overskride egnede forhåndsbestemte handels- og kredittgrenser,
3. at handel utført av kunder som anvender tjenesten overvåkes på en hensiktsmessig måte, og
4. at egnede risikokontroller hindrer handel som kan skape risiko for verdipapirforetaket, skape eller bidra til uro i markedet eller være i strid med reglene kapittel 3 eller handelsplassens regler.

(2) Et verdipapirforetak som tilbyr direkte elektronisk tilgang har ansvar for å sikre at kunder som gis tilgang oppfyller kravene i loven her og handelsplassens regler. Verdipapirforetaket skal overvåke transaksjonene for å kunne identifisere overtredelse av disse reglene, uordnede handelsforhold eller atferd som kan innebære markedsmisbruk, og som skal rapporteres til Finanstilsynet. Verdipapirforetaket skal sikre at det foreligger en skriftlig avtale med kunder som gis direkte elektronisk tilgang om de viktigste rettigheter og forpliktelser som følger av tjenesteytelsen. Det skal fremkomme av avtalen at verdipapirforetaket er ansvarlig for slike personers handel i henhold til denne lov.

(3) Et verdipapirforetak som tilbyr direkte elektronisk tilgang til en handelsplass skal gi melding om dette til Finanstilsynet og tilsynsmyndigheten til den handelsplassen der foretaket tilbyr direkte elektronisk tilgang.

(4) Verdipapirforetaket skal dokumentere systemene og kontrollene som beskrevet i denne bestemmelsen og at disse er anvendt på en slik måte at Finanstilsynet kan kontrollere om kravene i loven er oppfylt. Finanstilsynet kan til enhver tid be om at foretaket fremlegger denne dokumentasjonen.

(5) Bestemmelsene her gjelder også for medlemmer på regulert marked og MHF som er omfattet av unntakene i § 9-3 første ledd nr. 4, 5 eller 6, eller § 9-3 annet ledd nr. 7, 8 eller 10.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-37 *Alminnelig clearingmedlem*

(1) Verdipapirforetak som opptrer som et alminnelig clearingmedlem for kunde, skal ha effektive systemer og kontroller for å sikre at clearingtjenester kun tilbys til kunder som er egnede og oppfyller klart fastlagte kriterier, og at kundene pålegges hensiktsmessige krav for å redusere risikoen for verdipapirforetaket og markedet. Verdipapirforetaket skal sikre at det foreligger en skriftlig avtale med kunden om de viktigste rettighetene og forpliktelsene som gjelder clearingtjenesten.

(2) Bestemmelsene her gjelder også for medlemmer på regulert marked og MHF som er omfattet av unntakene i § 9-3 første ledd nr. 4, 5 eller 6, eller § 9-3 annet ledd nr. 7, 8 eller 10.

(3) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

III. Særlige krav til MHF og OHF

§ 9-38 *Handelsprosessen og gjennomføring av transaksjoner på MHF og OHF*

(1) En operatør av MHF eller OHF skal:

1. i tillegg til å tilfredsstille kravene i § 9-16 ha klare regler og rutiner for rettferdig og ordnet handel, og fastlegge objektive kriterier for effektiv utførelse av ordre og ordninger for forsvarlig styring av den tekniske driften av fasiliteten, herunder beredskapsplaner og systemer for å håndtere risiko for systemforstyrrelser,
2. ha klare og offentliggjorte regler for hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet, og skal påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, sett hen til type bruker og type finansielt instrument,
3. ha klare og ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier om tilgang til fasiliteten,
4. ha ordninger for å kunne identifisere og håndtere potensielle negative virkninger for driften av MHFen eller OHFen, eller for dens medlemmer eller brukere, av eventuelle interessekonflikter mellom på den ene side MHFen eller OHFen, operatøren eller dens eiere, og på den annen side en velfungerende MHF eller OHF,
5. tilfredsstille kravene i §§ 11-19 til 11-24 og § 11-26, og ha alle nødvendige systemer, prosedyrer og ordninger for å gjøre dette,
6. tydelig informere sine brukere om deres ansvar for oppgjør og sørge for at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av oppgjør av transaksjoner som er utført i handelssystemet på fasiliteten,
7. ha minst tre aktive brukere som kan delta i prisdannelsen,
8. umiddelbart etterkomme pålegg fra Finanstilsynet om å suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel, jf. § 9-42.

(2) Hvis et omsettelig verdipapir som er opptatt til handel på et regulert marked, omsettes på en MHF eller OHF uten utsteders samtykke, skal utstederen ikke underlegges informasjonsforpliktelser som følge av omsetningen på MHFen eller OHFen.

(3) MHF og OHF skal ved søknad om tillatelse gi Finanstilsynet en detaljert beskrivelse av hvordan fasiliteten fungerer, herunder enhver tilknytning til eller deltakelse fra et regulert marked, annen MHF eller OHF eller en systematisk internaliserer som operatøren eier, og en liste over deres medlemmer og brukere.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-39 *Særlige krav til multilaterale handelsfasiliteter (MHF)*

(1) I tillegg til å tilfredsstille kravene i § 9-38, skal operatøren av en MHF ha ikke-diskresjonære handelsregler for utførelse av ordre i fasilitetens systemer.

(2) Reglene i § 9-38 første ledd nr. 3 om tilgang til fasiliteten skal være i samsvar med § 12-4 tredje ledd.

(3) Operatøren av en MHF skal:

1. treffe nødvendige tiltak for å håndtere de risikoer som MHFen er utsatt for, etablere hensiktsmessige ordninger og systemer for å identifisere alle vesentlige risikoer for driften og ha effektive tiltak for å redusere risikoene,
2. sørge for at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner som er utført på MHFens systemer, og
3. til enhver tid ha tilgang til tilstrekkelige finansielle ressurser for å legge til rette for en velfungerende MHF, sett hen til type og omfang av transaksjoner som utføres på fasiliteten og type og omfang av risikoer fasiliteten er utsatt for.

(4) Kravene i §§ 10-9 til 10-18 og § 10-19 tiende ledd, § 10-20 første ledd § 10-21 gjelder ikke for transaksjoner som inngås mellom medlemmene av MFHen, eller mellom MFHen og dens medlemmer, i henhold til MHFens regler og under anvendelse av MHFens systemer. Kravene i §§ 10-9 til 10-21 får imidlertid anvendelse på transaksjoner

som medlemmene utfører på vegne av deres kunder via MHFen.

(5) Operatøren av en MHF kan ikke utføre ordre mot egen beholdning eller ved prinsipalmatchingshandel.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-40 *Særlige krav til organiserte handelsfasiliteter (OHF)*

(1) I tillegg til å tilfredsstille kravene i § 9-38, skal operatør av en OHF treffe nødvendige tiltak for å forhindre at ordre som plasseres på OHFen utføres mot operatørens egen beholdning eller mot beholdningen til et selskap i samme konsern eller samme juridiske person som operatøren.

(2) Operatør av en OHF kan utføre ordre ved prinsipalmatchingshandel i obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater som ikke er underlagt clearingplikt etter EMIR artikkel 5 som gjennomført i § 17-1 dersom kunden samtykker i dette.

(3) Operatøren skal etablere ordninger som sikrer at foretaket etterlever definisjonen av prinsipalmatchingshandel.

(4) Operatør av en OHF kan kun drive egenhandel som ikke er prinsipalmatchingshandel i statsobligasjoner som det ikke er et likvid marked for.

(5) OHF og SI kan ikke drives i samme juridiske enhet. OHF kan ikke ha en tilknytning til en SI som gjør det mulig å matche ordre på OHFen og ordre eller prisstillelse i SIen. OHF kan ikke ha slik tilknytning til en annen OHF at det muliggjør matching mellom ordre i de to OHFene.

(6) Utførelse av ordre på en OHF skal skje på diskresjonært grunnlag ved at operatøren kan velge om ordre skal utføres på en eller begge følgende måter:

1. ved beslutning om å plassere eller å trekke ordre på OHFen,
2. ved beslutning om ikke å matche en konkret kundeordre med andre ordre som er tilgjengelig i OHFens systemer på et gitt tidspunkt, forutsatt at dette er i henhold til instruksjon mottatt fra kunden og i samsvar med forpliktelsene etter § 10-19 og § 10-20.

(7) Operatøren av en OHF kan beslutte om, når og hvor stor del av to eller flere ordre som skal matches i systemet. Operatøren kan legge til rette for forhandlinger mellom to kunder med sikte på å få i stand en transaksjon.

(8) Finanstilsynet kan kreve at operatøren av OHF, enten i forbindelse med søknad om tillatelse eller ved behov, gir en detaljert begrunnelse for hvorfor handelssystemet til OHFen ikke anses som et regulert marked, en MHF eller en systematisk internaliserer, samt en detaljert beskrivelse av hvordan skjønnet vil bli utøvet, herunder når en ordre vil bli trukket og når og hvordan to eller flere ordre vil bli matchet på fasiliteten. Det skal også gis opplysninger om bruken av prinsipalmatchingshandler.

(9) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-41 *Markedsovervåkning på MHF og OHF*

(1) Operatør av MHF eller OHF, skal etablere effektive ordninger og prosedyrer som sikrer en regelmessig overvåkning av brukeres etterlevelse av fasilitetens egne regler. Operatør av MHF eller OHF skal overvåke innsendte ordre, kanselleringer av ordre og transaksjoner i fasiliteten med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, herunder reglene om markedsmisbruk i kapittel 3, egne regler og rettsstridige handelsforhold, samt forstyrrelser i handelssystemet knyttet til et finansielt instrument, og skal anvende nødvendige ressurser for å sørge for at overvåkningen er effektiv.

(2) Operatør av MHF eller OHF skal umiddelbart gi melding til Finanstilsynet ved mistanke om vesentlige brudd på relevante lover og regler, herunder reglene om markedsmisbruk i kapittel 3, fasilitetens egne regler og rettsstridige handelsforhold, samt ved forstyrrelser i handelssystemet knyttet til et finansielt instrument.

(3) Operatør av MHF eller OHF skal bistå Finanstilsynet ved mistanker om markedsmisbruk, jf. kapittel 3. Bistanden skal gis uten kostnad for Finanstilsynet.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-42 *Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel*

(1) Operatør av MHF eller OHF kan suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel på fasiliteten hvis det ikke lenger tilfredsstiller fasilitetens vilkår eller regler. Operatøren kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument på fasiliteten hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller fasilitetens oppgaver og funksjon.

(2) Ved suspensjon eller strykning av et finansielt instrument skal operatøren for MHF og OHF også suspendere eller stryke eventuelle derivatinstrumenter som har det aktuelle finansielle instrumentet som underliggende der dette er nødvendig for å fremme hensikten med suspensjonen eller

strykningen av det underliggende finansielle instrumentet.

(3) Den som suspenderer eller stryker et finansielt instrument fra handel, skal umiddelbart offentliggjøre beslutningen og gi Finanstilsynet opplysninger om dette.

(4) Finanstilsynet skal kreve at andre markedsplasser og systematiske internaliserere som handler det aktuelle finansielle instrumentet suspenderer eller stryker instrumentet fra handel dersom beslutningen om suspensjon eller strykning er begrunnet i mistanke om markedsmisbruk, overtakelsestilbud eller ikke-offentliggjøring av innsideinformasjon om utsteder eller det finansielle instrumentet i strid med § 3-2 og § 5-2, med mindre dette kan medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller fasilitetens funksjon. Finanstilsynet skal umiddelbart offentliggjøre beslutningen og gi ESMA og relevante tilsynsmyndigheter i andre EØS-stater opplysninger om dette.

(5) Finanstilsynet kan beslutte at operatør av MHF eller OHF skal suspendere eller stryke et finansielt instrument på fasiliteten i medhold av første og annet ledd hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak til handel.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

IV. Vekstmarked for små og mellomstore bedrifter

§ 9-43 *Vekstmarked for små og mellomstore bedrifter*

(1) Finanstilsynet kan etter søknad fra verdipapirforetak eller operatør av en MHF registrere MHFen som vekstmarked for små og mellomstore bedrifter.

(2) Med små og mellomstore bedrifter (SMBer) menes i denne lov bedrifter som har en gjennomsnittlig markedsverdi på mindre enn et beløp i norske kroner som svarer til 200 millioner euro beregnet på grunnlag av sluttkursen for de tre foregående kalenderårene.

(3) Registrering som vekstmarked for små og mellomstore bedrifter kan bare skje dersom

1. minst 50 % av utstederne av de finansielle instrumentene som er opptatt til handel på en MHF, er SMBer på det tidspunkt MHFen registreres som et vekstmarked for SMBer, og i hvert kalenderår deretter,
2. det er fastsatt egnede kriterier for opptak til handel av finansielle instrumenter fra utstedere på markedet og deres løpende forpliktelser,
3. det før opptak til handel er offentliggjort tilstrekkelige opplysninger til at investorer kan ta en velbegrunnet beslutning om hvorvidt de skal investere i de finansielle instrumentene, enten et egnet opptaksdokument eller et prospekt dersom kravene i kapittel 7 får anvendelse på et tilbud til offentligheten,
4. en utsteder på markedet framlegger, eller det framlegges på vegne av denne, regelmessige og egnede periodiske finansielle rapporter,
5. følgende personer oppfyller relevante krav etter forordning 596/2016/EU:
   a. utstedere på markedet som definert i artikkel 3 nr. 1 punkt 2,
   b. personer med overordnet ansvar som definert i artikkel 3 nr. 1 punkt 25, og
   c. personer med nær forbindelse til slike, som definert i artikkel 3 nr. 1 punkt 26,
6. påkrevde opplysninger om utstederne på markedet oppbevares og offentliggjøres,
7. det er innført effektive systemer og kontroller for å hindre og avdekke markedsmisbruk på vedkommende marked, i samsvar med kravene i kapittel 3.

(4) Finanstilsynet kan avregistrere en MHF som et vekstmarked for SMB-er dersom:

a) verdipapirforetaket eller markedsoperatøren som driver MHFen søker om avregistrering,
b) MHFen ikke lenger oppfyller kravene i tredje ledd.

(5) Et finansielt instrument som opptas til handel på et vekstmarked for SMB-er, skal bare kunne handles på et annet vekstmarked for SMB-er dersom utstederen har blitt underrettet om dette og ikke har gjort innsigelse. Utstederen skal ikke underlegges forpliktelser med hensyn til foretaksstyring eller offentliggjøring av informasjon som følge av handelen på det andre vekstmarkedet.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

V. Grensekryssende virksomhet og filialetablering i annen EØS-stat

§ 9-44 *Melding om utøvelse av virksomhet i annen EØS-stat*

(1) Verdipapirforetak som ønsker å yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet samt tilknyttede tjenester direkte fra forretningssted i Norge til annen EØS-stat, skal gi Finanstilsynet melding om dette.

(2) Meldingen skal inneholde

1. opplysninger om i hvilken EØS-stat foretaket har til hensikt å utøve virksomhet, og
2. en virksomhetsplan som beskriver hvilke investeringstjenester, investeringsvirksomhet og tilknyttede tjenester som foretaket har til

hensikt å utøve. Dersom verdipapirforetaket har til hensikt å benytte tilknyttede agenter etablert i Norge, skal det gis opplysninger om dette, og om hvilke tilknyttede agenter dette gjelder.

(3) Finanstilsynet skal videresende meldingen til tilsynsmyndighetene i foretakets vertsstat innen én måned etter at fullstendig melding som nevnt i første ledd er mottatt, herunder om bruk av tilknyttede agenter og identiteten på disse. Finanstilsynet skal umiddelbart underrette verdipapirforetaket om oversendelsen. Verdipapirforetaket kan starte utøvelsen av sin virksomhet fra det tidspunktet slik underretning er mottatt.

(4) Verdipapirforetak eller markedsoperatør som driver en MHF eller en OHF, og som ønsker å utøve slik virksomhet i annen EØS-stat, skal gi Finanstilsynet melding om dette. Meldingen skal inneholde opplysninger om hvor foretaket har til hensikt å utøve virksomhet. Finanstilsynet skal oversende meldingen til tilsynsmyndigheten i vertsstaten innen én måned etter å ha mottatt den. Finanstilsynet skal på forespørsel og innen rimelig tid oversende til tilsynsmyndigheten i vertsstaten opplysninger om identiteten til MHFens fjernmedlemmer som er etablert i vertsstaten.

(5) Kredittinstitusjoner som ønsker å yte tjenester som nevnt i første ledd gjennom tilknyttet agent skal gi Finanstilsynet melding om dette. Meldingen skal inneholde navnene på de tilknyttede agentene. Finanstilsynet skal oversende meldingen til tilsynsmyndigheten i vertsstaten innen én måned etter å ha mottatt den.

(6) Foretaket skal skriftlig informere Finanstilsynet om endringer i opplysningene som nevnt i annet, fjerde og femte ledd minst én måned før gjennomføring av endringen. Finanstilsynet skal informere foretakets vertsstat om endringen.

(7) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-45 *Melding om etablering av filial i annen EØS-stat*

(1) Verdipapirforetak som ønsker å yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet samt tilknyttede tjenester i en annen EØS-stat gjennom etablering av en filial eller ved å benytte en tilknyttet agent etablert i en annen EØS-stat, skal gi Finanstilsynet melding om dette.

(2) Meldingen skal inneholde følgende opplysninger:

1. i hvilken EØS-stat foretaket har til hensikt å etablere filial, eller EØS-stat der foretaket ikke etablerer filial men har til hensikt å benytte tilknyttet agent som er etablert der,
2. virksomhetsplan som beskriver hvilke tjenester eller hvilken investeringsvirksomhet som skal ytes,
3. bekrivelse av filialens organisering, herunder om filialen har til hensikt å benytte tilknyttede agenter etablert i den aktuelle EØS-staten og eventuelt hvilke tilknyttede agenter dette gjelder,
4. en beskrivelse av den planlagte bruken av tilknyttede agenter og en organisasjonsstruktur som viser hvordan agentene inngår i verdipapirforetakets foretaksstruktur, herunder rapporteringslinjer, dersom tilknyttede agenter skal benyttes i en EØS-stat der foretaket ikke har opprettet en filial,
5. adresse i vertsstaten der dokumenter kan innhentes, og
6. navnene på de personene som utgjør filialens eller den tilknyttede agentens ledelse.

(3) Finanstilsynet skal oversende meldingen til tilsynsmyndigheten i vertsstaten innen 3 måneder etter å ha mottatt den og underrette verdipapirforetaket om dette. Finanstilsynet skal også oversende opplysninger om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder. Så snart det er mottatt melding fra vertsstatens myndighet, kan filialen etableres og starte sin virksomhet. Tilsvarende gjelder dersom det ikke er mottatt noen opplysninger fra vertsstatens myndighet innen to måneder etter at den har mottatt melding fra Finanstilsynet.

(4) Kredittinstitusjoner som ønsker å yte tjenester som nevnt i første ledd gjennom tilknyttet agent etablert i annen EØS-stat skal gi Finanstilsynet melding om dette. Meldingen skal inneholde opplysninger som nevnt i annet ledd.

(5) Oversendelse til vertsstatens myndighet etter tredje og fjerde ledd skal ikke foretas dersom Finanstilsynet har grunn til å betvile at verdipapirforetakets administrative organisering eller økonomiske stilling er god nok, tatt i betraktning den virksomhet som er planlagt. Finanstilsynets beslutning skal i tilfelle begrunnes overfor verdipapirforetaket innen tre måneder etter at Finanstilsynet har mottatt alle opplysninger i saken.

(6) Foretaket skal skriftlig informere Finanstilsynet om endringer i opplysningene som nevnt i annet og fjerde ledd minst én måned før gjennomføring av endringen. Finanstilsynet skal informere foretakets vertsstat om endringen.

(7) Finanstilsynet skal underrette vertsstatens myndighet dersom det foretas endringer i opplysninger som er gitt om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder.

(8) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-46 *Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat*

(1) Verdipapirforetak og kredittinstitusjoner med hovedsete i annen EØS-stat kan yte investeringstjenester og utøve investeringsvirksomhet i Norge direkte fra forretningssted i annen EØS-stat, gjennom filial eller gjennom tilknyttet agent dersom foretaket har tillatelse til å yte slike investeringstjenester og er underlagt tilsyn i hjemstaten.

(2) Foretaket kan yte de aktuelle investeringstjenester og utøve investeringsvirksomhet i Norge direkte fra forretningssted etter første ledd fra det tidspunkt Finanstilsynet har mottatt melding fra myndighetene i annen EØS-stat.

(3) Innen to måneder etter at Finanstilsynet har mottatt melding fra myndighetene i annen EØS-stat om etablering av filial etter første ledd, skal Finanstilsynet bekrefte at meldingen er mottatt. Filialen kan etableres så snart Finanstilsynet har gitt slik bekreftelse, eller senest to måneder etter at Finanstilsynet har mottatt meldingen.

(4) Dersom verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat benytter en tilknyttet agent etablert i Norge ansees agenten tilknyttet filialen dersom det er etablert filial. Den tilknyttede agenten er under alle omstendigheter underlagt tilsvarende regler som gjelder for filialer etter loven her.

§ 9-47 *Verdipapirhandellovens anvendelse for verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat*

(1) For foretak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester eller utøver investeringsvirksomhet i Norge gjennom filial etter § 9-46, gjelder §§ 10-9 til 10-21, artikkel 14 til 26 i MiFIR som gjennomført i § 8-1 og forskrifter fastsatt i medhold av disse, samt kapittel 20 og 21.

(2) Departementet kan gjøre unntak fra denne paragraf der virksomheten er begrenset eller der foretakets virksomhet er regulert av tilsvarende bestemmelser fastsatt av myndighetene i foretakets hjemstat.

(3) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

VI. Foretak med hovedsete utenfor EØS

§ 9-48 *Foretak med hovedsete utenfor EØS*

(1) Foretak med hovedsete utenfor EØS kan gis tillatelse av departementet til å yte investeringstjenester og utøve investeringsvirksomhet overfor ikke-profesjonelle kunder og profesjonelle kunder i henhold til § 10-7 i Norge gjennom filial.

(2) Tillatelse etter første ledd kan gis dersom:

1. foretaket er underlagt betryggende tilsyn i hjemstaten og oppfyller de krav som gjelder for å drive virksomheten i hjemstaten,
2. foretakets hjemstat tar behørig hensyn til anbefalingene fra Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF) om bekjempelse av hvitvasking av penger og finansiering av terrorisme,
3. det er etablert tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndighetene i foretakets hjemstat og Norge,
4. filialen kan disponere en tilstrekkelig startkapital,
5. de personer som utgjør filialens ledelse tilfredsstiller kravene i § 9-10,
6. foretakets hjemstat og Norge har undertegnet en avtale som tilfredsstiller standardene fastsatt i artikkel 26 i OECDs mønsteravtale om beskatning av inntekter og kapital, og sikrer effektiv utveksling av opplysninger i skattesaker, herunder eventuelle multilaterale skatteavtaler, og
7. foretaket er medlem i en erstatningsordning for investorer som er godkjent eller anerkjent i samsvar med direktiv 97/9/EF.

(3) Søknad om tillatelse etter første ledd skal inneholde følgende opplysninger:

1. navnet på myndigheten som er ansvarlig for tilsynet med foretaket i hjemstaten. Dersom flere myndigheter er ansvarlige for tilsynet, skal det gis opplysninger om deres respektive ansvarsområder,
2. alle relevante opplysninger om foretaket, herunder navn, organisasjonsform, forretningskontor og adresse, medlemmer av styre og ledelse og relevante aksjeeiere,
3. en virksomhetsplan som angir hvilke investeringstjenester som skal ytes eller hvilken investeringsvirksomhet som skal utøves, samt filialens organisasjonsstruktur, herunder en beskrivelse av en eventuell utkontraktering av vesentlige driftsfunksjoner,
4. navnene på personene som utgjør filialens ledelse, og relevante dokumenter som viser at kravene i artikkel 9 nr. 1 er oppfylt,
5. opplysninger om den startkapitalen som er fritt disponibelt for filialen.

(4) For filialer med tillatelse etter første ledd gjelder følgende av lovens bestemmelser og forskrifter fastsatt i medhold av disse:

1. §§ 9-16 til 9-19, § 9-22 og §§ 9-34 til 9-40,

2. § 10-2, §§ 10-9 til 10-17 og § 10-19, § 10-20 og § 10-21 første ledd,
3. § 9-41, § 9-42 og § 10-23 og § 20-5
4. kapittel 17 dersom dette er bestemt av Finanstilsynet på bakgrunn av tilsynsavtale med hjemstatsmyndigheten, og
5. artikkel 3 til 26 i MiFIR som gjennomført i § 8-1.

(5) Tillatelse etter første ledd skal bare gis der konsesjonsmyndigheten anser at vilkårene for tillatelse etter annet til fjerde ledd er oppfylt. Vedtak om tillatelse skal meddeles søker senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder de opplysninger som er nødvendig for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt.

(6) Krav om tillatelse etter første ledd gjelder ikke dersom det ytes tjenester direkte fra forretningssted utenfor EØS utelukkende på kundens eget initiativ. Et slikt initiativ fra en kunde gir ikke rett til å markedsføre nye kategorier av investeringsprodukter eller investeringstjenester overfor den berørte kunden uten tillatelse etter første ledd.

(7) Finanstilsynet kan tilbakekalle tillatelse gitt etter første ledd dersom foretaket:

1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet i mer enn seks måneder,
2. har fått tillatelsen ved bruk av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen,
4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser som nevnt i fjerde ledd, slik at det er grunn til å frykte for at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet,
5. gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller
6. ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 19-7.

(8) Departementet kan gi utfyllende forskrifter om de krav som stilles i denne paragrafen.

Kapittel 10 Verdipapirforetakets virksomhet mv.

Gjeldende kapittel 10 oppheves. Nytt kapittel 10 skal lyde:

I. Generelle bestemmelser

§ 10-1 *Løpende overensstemmelse med vilkår for tillatelse*

(1) Verdipapirforetak plikter å innrette sin virksomhet slik at den til enhver tid er i overensstemmelse med reglene i kapittel 9 og de vilkår som er satt for tillatelsen, samt å opplyse Finanstilsynet om vesentlige endringer i forutsetningene som lå til grunn for tillatelsen.

(2) Departementet kan gi utfyllende forskrifter om de krav som stilles i denne paragrafen.

§ 10-2 *Interessekonflikter*

(1) Verdipapirforetak plikter å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og hindre eller håndtere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom, herunder konflikter som følge av vederlag fra andre enn kunden eller av verdipapirforetakets godtgjørelses- eller insentivordninger.

(2) Dersom tiltakene etter § 9-16 første ledd nr. 2 ikke med rimelig sikkerhet hindrer risikoen for at kundens interesser blir skadelidende, skal foretaket tydelig opplyse kunden om mulige interessekonflikter, og om de tiltakene som er truffet for å redusere denne risikoen. Verdipapirforetaket kan ikke yte investeringstjenester eller tilleggstjenester overfor kunden før kunden har fått slike opplysninger.

(3) Opplysningene nevnt i annet ledd skal

1. gis på et varig medium, og
2. være tilstrekkelig detaljerte, tatt i betraktning type kunde, til at kunden kan ta en velbegrunnet beslutning i tilknytning til den tjenesten interessekonflikten gjelder.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-3 *Verdipapirforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet*

(1) Verdipapirforetak kan utover det som følger av § 9-1 ikke drive annen næringsvirksomhet uten at dette har naturlig sammenheng med utøvelsen av investeringstjenestevirksomheten.

(2) Finanstilsynet kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra første ledd.

(3) Dersom dette svekker verdipapirforetakets uavhengige stilling, kan verdipapirforetaket ikke:

1. ha ubegrenset ansvar i annet foretak,
2. ha eiendeler i og delta i driften av annen næringsvirksomhet, eller
3. ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd.

§ 10-4 *Ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet mv.*

(1) Ansatte i verdipapirforetak som normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets investeringstjenester, må ikke være medlem av styre, bedriftsforsamling eller foretaksforsamling i foretak med finansielle instrumenter som er gjenstand for organisert omsetning eller forvaltningsselskap for verdipapirfond. Vedkommende må heller ikke ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd i slikt selskap.

(2) Daglig leder kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra bestemmelsen i første ledd. Styret skal orienteres om beslutningen. Styret kan i særlige tilfelle gjøre unntak fra bestemmelsen i første ledd for daglig leder.

§ 10-5 *Taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte*

(1) Ansatte, tillitsmenn og personer med bestemmende innflytelse i verdipapirforetak har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold, med mindre annet er bestemt i lov eller forskrifter gitt med hjemmel i lov.

(2) Første ledd gjelder tilsvarende for enhver som utfører arbeid for verdipapirforetaket, selv om vedkommende ikke er ansatt i foretaket.

(3) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

II. Klassifisering av kunder

§ 10-6 *Profesjonelle kunder*

(1) Følgende kunder anses som profesjonelle i relasjon til alle investeringstjenester og finansielle instrumenter:

1. foretak som har fått tillatelse til eller er lovregulert for å utøve virksomhet på finansmarkedene og er å anse som:
   a) kredittinstitusjoner,
   b) verdipapirforetak,
   c) andre godkjente eller lovregulerte finansinstitusjoner,
   d) forsikringsselskaper,
   e) innrettinger for kollektiv investeringer og forvaltningsselskaper for slike innretninger,
   f) pensjonsfond og forvaltningsselskaper for slike fond,
   g) vare- og varederivatforhandlere,
   h) lokale foretak, eller
   i) andre institusjonelle investorer,
2. store foretak som oppfyller to av følgende krav til størrelse på foretaksnivå:
   a) regnskapsmessig balanse på et beløp i norske kroner som minst svarer til 20 000 000 euro,
   b) årlig netto omsetning på et beløp i norske kroner som minst svarer til 40 000 000 euro,
   c) egenkapital på et beløp i norske kroner som minst svarer til 2 000 000 euro,
3. nasjonale og regionale myndigheter, herunder offentlige organer som forvalter offentlig gjeld på nasjonalt eller regionalt plan, sentralbanker og internasjonale og overnasjonale institusjoner, og
4. andre institusjonelle investorer som har som hovedvirksomhet å investere i finansielle instrumenter, herunder enheter som driver med verdipapirisering av eiendeler eller andre finansielle transaksjoner.

(2) Verdipapirforetak skal informere kunde som nevnt i første ledd skriftlig om at den anses for å være profesjonell, om at den har adgang til å be om en annen kategorisering og om hvilken betydning kategoriseringen har for graden av investorbeskyttelse.

(3) Dersom profesjonell kunde ber om behandling som ikke-profesjonell kunde, og verdipapirforetaket samtykker til det, skal verdipapirforetaket og kunden inngå skriftlig avtale om dette. Avtalen skal spesifisere om den gjelder generelt eller i forbindelse med en eller flere angitte transaksjoner, investeringstjenester eller produkttyper.

(4) Verdipapirforetak skal ha skriftlige interne retningslinjer og rutiner for kategorisering av kunder. Profesjonelle kunder er ansvarlige for at verdipapirforetaket holdes løpende underrettet om enhver endring som vil kunne påvirke deres klassifisering. Blir verdipapirforetaket kjent med at kunden ikke lenger oppfyller vilkårene for å bli kategorisert som profesjonell kunde, skal verdipapirforetaket treffe passende forholdsregler.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-7 *Ikke-profesjonelle kunder*

(1) Som ikke-profesjonell kunde regnes enhver kunde som verken anses som profesjonell etter § 10-6 eller er omklassifisert til profesjonell etter § 10-8.

(2) En ikke-profesjonell kunde kan be om å bli behandlet som en profesjonell kunde dersom minst to av følgende tre kriterier er oppfylt:

1. kunden har foretatt transaksjoner av betydelig størrelse på det relevante marked gjennom-

snittlig ti ganger pr. kvartal i de foregående fire kvartaler,
2. størrelsen på kundens finansielle porteføljе (kontantbeholdning og finansielle instrumenter) overstiger et beløp i norske kroner som svarer til 500 000 euro,
3. kunden arbeider eller har arbeidet innen finansiell sektor i minst ett år i stilling som krever kunnskap om de relevante transaksjoner eller investeringstjenester.

(3) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-8 *Krav til prosedyre ved avkall på beskyttelse som ikke-profesjonell*

(1) Ved anmodning som nevnt i § 10-7 annet ledd skal:
1. kunden skriftlig meddele verdipapirforetaket at vedkommende ønsker å bli behandlet som profesjonell, og om dette gjelder generelt eller kun i tilknytning til en bestemt investeringstjeneste eller transaksjon eller en bestemt transaksjons- eller produkttype,
2. verdipapirforetaket gi kunden en tydelig skriftlig advarsel om den investorbeskyttelsen og de rettigheter kunden gir avkall på, og
3. kunden, i et annet dokument enn kundeavtalen, erklærer skriftlig at den forstår følgene av å gi avkall på denne investorbeskyttelsen.

(2) Verdipapirforetaket skal treffe alle rimelige tiltak for å sikre at kunde som anmoder om å bli behandlet som profesjonell kunde, oppfyller kravene i § 10-7 annet ledd før det beslutter å imøtekomme anmodningen.

(3) Verdipapirforetaket kan bare etterkomme anmodning som nevnt i § 10-7 annet ledd om foretaket med rimelig sikkerhet kan fastslå at kunden har den nødvendige erfaring, kunnskap og ekspertise til å fatte investeringsbeslutninger vedrørende relevante investeringstjenester, finansielle instrumenter eller transaksjoner, og forstår risikoen forbundet med disse.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

III. Investorbeskyttelse

§ 10-9 *God forretningsskikk*

(1) Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Foretaket skal opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes interesser og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte, og ellers oppfylle de krav som følger av denne bestemmelsen og §§ 10-10 til 10-17, eller av forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene.

(2) Verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter for salg til kunder, skal sikre at disse er utformet slik at de oppfyller behovene i en identifisert målgruppe av sluttkunder, jf. § 9-19 første ledd, og at strategien for distribusjon av de finansielle instrumentene er tilpasset den identifiserte målgruppen. Foretaket skal gjennomføre rimelige tiltak for å sikre at det finansielle instrumentet kun distribueres til den identifiserte målgruppen.

(3) Verdipapirforetak skal forstå de finansielle instrumentene som verdipapirforetaket tilbyr eller anbefaler. Foretaket skal vurdere om de finansielle instrumentene møter behovene hos de kundene som verdipapirforetaket yter investeringstjenester til, blant annet tatt i betraktning den identifiserte målgruppen av sluttkunder, jf. § 9-19 første ledd. Verdipapirforetaket skal sikre at det kun tilbyr eller anbefaler finansielle instrumenter når dette er i kundens interesse.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-10 *Informasjon til kunden*

(1) Verdipapirforetak skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende. Markedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan.

(2) Verdipapirforetak skal i god tid gi kunder og potensielle kunder relevant informasjon om verdipapirforetaket og de tjenester det yter, finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, utførelsesplasser og alle kostnader og gebyrer, herunder skal:
1. verdipapirforetaket i god tid før det ytes investeringsrådgivning gi informasjon om følgende:
   a. om det ytes uavhengig investeringsrådgivning eller ikke-uavhengig investeringsrådgivning,
   b. om rådgivningen som ytes er basert på en bred eller mer begrenset analyse av finansielle instrumenter, og særlig om utvalget er begrenset til finansielle instrumenter som utstedes eller leveres av foretak som verdipapirforetaket har nære forbindelser til etter § 9-1 annet ledd, eller andre juridiske eller økonomiske forbindelser som er så nære at det kan utgjøre en risiko for det uavhengige grunnlaget for investeringsrådgivningen, og
   c. om verdipapirforetaket vil gi kunden en periodisk egnethetsvurdering,
2. informasjonen om finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier inkludere hensiktsmessig veiledning og advarsel om ri-

siko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter, eller de foreslåtte investeringsstrategier, og informasjon om det finansielle instrumentet er tiltenkt ikke-profesjonelle eller profesjonelle kunder, tatt i betraktning den identifiserte målgruppen av sluttkunder som nevnt i § 10-9 annet ledd,

3. informasjonen om kostnader og gebyrer inkludere opplysninger om både investeringstjenester og tilknyttede tjenester, inkludert eventuell kostnad for investeringsrådgivning, og kostnader i forbindelse med de anbefalte eller markedsførte finansielle instrumenter. Foretaket skal opplyse om hvordan kunden skal betale kostnadene, herunder eventuelle kostnader til tredjeparter.

(3) Informasjonen om alle kostnader og gebyrer som ikke skyldes underliggende markedsrisiko skal sammenstilles på en slik måte at kunden kan forstå den samlede effekten på investeringens avkastning. Opplysningene skal gis regelmessig og minimum årlig gjennom investeringens løpetid. Foretaket skal på kundens forespørsel spesifisere hver enkelt kostnad.

(4) Opplysningene som skal gis kunden i medhold av denne paragrafen, skal gis i forståelig form og på en slik måte at kunder og potensielle kunder har en rimelig mulighet til å forstå arten av og risiko forbundet med investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys, og på denne bakgrunn være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning. Opplysningene kan gis i et standardisert format.

(5) Når en investeringstjeneste tilbys sammen med en annen tjeneste eller et annet produkt som en del av en pakke eller som et vilkår for den samme avtalen eller pakken, skal foretaket informere kunden om det er mulig å kjøpe de ulike tjenestene og produktene separat. Foretaket skal fremlegge en oversikt over de samlede kostnadene ved hver enkelt tjeneste og produkt. Dersom det er sannsynlig at risikoen forbundet med en slik avtale eller pakke som tilbys til en ikke-profesjonell kunde er forskjellig fra risikoen forbundet med tjenestene eller produktene enkeltvis, skal foretaket fremlegge en tilstrekkelig beskrivelse av de enkelte tjenestene eller produktene i avtalen eller pakken, samt hvordan samspillet endrer risikoene.

(6) Denne bestemmelsen gjelder ikke når en investeringstjeneste tilbys som en del av et finansielt produkt som er underlagt informasjonskrav i henhold til finansavtaleloven.

(7) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-11 *Særskilte krav for uavhengig investeringsrådgivning*

(1) Verdipapirforetak som informerer kunden om at de yter uavhengig investeringsrådgivning som nevnt i § 10-10 annet ledd nr. 1, skal vurdere et tilstrekkelig utvalg av tilgjengelige finansielle instrumenter. Utvalget må være tilstrekkelig diversifisert utfra type og utsteder eller produkttilbyder til å sikre at kundens investeringsmål kan oppfylles på egnet måte, og kan ikke være begrenset til produkter og finansielle instrumenter som utstedes eller tilbys av:

1. foretaket selv eller enheter med nære forbindelser til foretaket etter § 9-1 annet ledd, eller
2. andre enheter som foretaket har så nære juridiske eller økonomiske forbindelser med at det kan innebære en risiko for at det uavhengige grunnlaget for investeringsrådgivningen svekkes.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-12 *Vederlag fra andre enn kunden*

(1) Verdipapirforetak kan i forbindelse med at de yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester ikke motta vederlag fra eller yte vederlag til andre enn kunden med mindre vederlaget:

1. er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden, og
2. ikke vil svekke foretakets plikt til å opptre ærlig, redelig og profesjonelt i samsvar med kundens interesser.

(2) Som vederlag etter første ledd omfattes alle former for penge- og naturalytelser. Første ledd gjelder ikke reelle utgifter som muliggjør eller er nødvendige for å gjennomføre investeringstjenesten, herunder kostnader til depotbank, markedsplasser, verdipapirregistre, oppgjørssentraler og juridisk bistand. Slike utgifter må etter sin art ikke gi opphav til konflikt med foretakets plikt til å opptre ærlig, redelig og profesjonelt i samsvar med kundens interesser.

(3) Kunden skal før tjenesten ytes motta nøyaktig og forståelig informasjon om vederlagets art og verdi, eller beregningsmåte dersom verdien ikke kan fastsettes. Dersom vederlaget skal overføres til kunden, skal det gis informasjon om fremgangsmåten for slik overføring. Informasjonen skal gis skriftlig.

(4) Verdipapirforetak som yter uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning, kan ikke motta og beholde vederlag fra andre enn kunden. Dette gjelder ikke mindre naturalytelser som er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten

til kunden og er av slik art og omfang at foretakets evne til å ivareta kundens interesser ikke svekkes. Kunden skal gis skriftlig informasjon om mindre naturalytelser foretaket mottar og beholder.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-13 *Avlønning av ansatte*

(1) Verdipapirforetak skal ikke avlønne ansatte eller evaluere ansattes prestasjoner på en slik måte at evnen til å påse at kundens interesser ivaretas på beste måte svekkes. Foretaket skal herunder ikke benytte avlønningsordninger, salgsmål eller andre insentiver som kan påvirke ansatte til å anbefale et bestemt finansielt instrument til en ikke-profesjonell kunde fremfor et annet finansielt instrument som er bedre egnet for kunden.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-14 *Kompetansekrav for ansatte*

(1) Verdipapirforetak skal sikre at personer som yter investeringsrådgivning eller gir informasjon om finansielle instrumenter har den kunnskap og kompetanse som kreves for å sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser til å utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk og øvrige krav som følger av §§ 10-10 til 10-17.

(2) Departementet kan gi utfyllende forskrifter om de krav som stilles i denne bestemmelsen, herunder hvilke kriterier som skal anvendes for å vurdere kravene til kunnskap og kompetanse.

§ 10-15 *Vurdering av egnethet og hensiktsmessighet*

(1) Verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning eller driver aktiv forvaltning skal innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål, herunder kundens evne til å bære tap og risikotoleranse. Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende og spesielt at de er i samsvar med kundens risikotoleranse og evne til å bære tap. Dersom foretaket anbefaler en pakke av tjenester eller produkter sammensatt i henhold til § 10-10 femte ledd, skal den samlede pakken være egnet.

(2) Verdipapirforetak skal ved ytelse av andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning, søke å innhente opplysninger om kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområde. Foretakets undersøkelser skal sette det i stand til å vurdere om den påtenkte investeringstjenesten eller det påtenkte investeringsproduktet er hensiktsmessig for vedkommende. Dersom en pakke av tjenester eller produkter sammensatt i henhold til § 10-10 femte ledd er aktuell, skal foretaket vurdere om den samlede pakken er hensiktsmessig.

(3) Hvis verdipapirforetaket vurderer at investeringstjenesten eller investeringsproduktet ikke er hensiktsmessig etter annet ledd, skal kunden advares om dette. Dersom kunden velger å ikke gi de opplysninger som verdipapirforetaket plikter å innhente, eller gir ufullstendige opplysninger, skal foretaket advare kunden om at dette gjør at foretaket ikke kan vurdere hva som er hensiktsmessig for kunden.

(4) Annet og tredje ledd gjelder ikke for verdipapirforetak som yter investeringstjenester overfor kunde som utelukkende består av mottak, formidling og utførelse av ordre, forutsatt at følgende vilkår er oppfylt:

1. tjenestene gjelder ikke-komplekse finansielle instrumenter,
2. tjenestene ytes på kundens initiativ,
3. kunden klart underrettes om at verdipapirforetaket ved ytelsen av tjenesten ikke har plikt til å vurdere hensiktsmessigheten av det leverte eller tilbudte instrument eller tjenesteytelse, og at den investorbeskyttelse som denne plikten medfører dermed ikke er til stede, og
4. verdipapirforetaket etterlever kravene til håndtering av interessekonflikter, jf. § 10-2.

(5) Fjerde ledd gjelder uavhengig av om verdipapirforetaket yter tilknyttede tjenester til kunden, unntatt dersom det ytes kreditt i tilknytning til ordren som overstiger tidligere innvilget kredittramme.

(6) Advarsler i henhold til tredje ledd kan gis i et standardisert format.

(7) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-16 *Ikke-komplekse finansielle instrumenter*

(1) Følgende finansielle instrumenter anses som ikke-komplekse etter § 10-15 fjerde ledd nr. 1:

1. aksjer opptatt til handel på et regulert marked eller et tilsvarende marked i annet land eller på en MHF, med unntak av aksjer med derivatelement og aksjer i alternative investeringsfond,
2. obligasjoner eller andre gjeldsinstrumenter opptatt til handel på et regulert marked eller et tilsvarende marked i et tredjeland eller på en MHF, og som ikke inneholder et derivatele-

ment eller har en struktur som gjør det vanskelig for kunden å forstå risikoen,
3. pengemarkedsinstrumenter som ikke inneholder et derivatelement eller har en struktur som gjør det vanskelig for kunden å forstå risikoen,
4. aksjer eller andeler i UCITS, unntatt strukturerte UCITS som omhandlet i forordning (EU) nr. 583/2010 artikkel 36 nr. 1 annet avsnitt gjennomført i forskrift 21. desember 2011 nr. 1467 § 8-1 annet ledd,
5. strukturerte innskudd som ikke har en oppbygning som gjør det vanskelig for kunden å forstå avkastningsrisikoen eller kostnadene ved førtidig oppsigelse av produktet, og
6. andre ikke-komplekse finansielle instrumenter.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-17 *Rapportering til kunder mv.*

(1) Verdipapirforetak skal ha kunderegister som omfatter de dokumenter som gir uttrykk for avtaleforholdet mellom partene, herunder dokumenter som viser de betingelser som gjelder for foretakets tjenesteyting overfor kunden. Partenes avtalte rettigheter og plikter kan fremgå i registeret ved henvisning til andre dokumenter eller til offentligrettslig regulering.

(2) Verdipapirforetak skal gi kunden tilfredsstillende rapporter om de tjenester det har utført. Rapportene skal omfatte periodisk informasjon til kunden hvor det tas hensyn til de involverte finansielle instrumenters art og kompleksitet og de tjenestene som er ytt til kunden. I den grad det er relevant skal rapporten omfatte omkostninger i forbindelse med de transaksjoner og tjenesteytelser som er gjennomført for kundens regning.

(3) Verdipapirforetak skal ved ytelse av investeringsrådgiving til ikke-profesjonelle kunder gi kunden en erklæring om egnethet før transaksjonen som følger av rådgivningen gjennomføres. Egnethetserklæringen skal spesifisere foretakets råd og begrunne hvordan rådet svarer til kundens preferanse, mål og andre egenskaper (egnethetsvurdering).

(4) Erklæring nevnt i tredje ledd kan gis umiddelbart etter at det er inngått avtale dersom:
1. avtalen ble inngått ved bruk av fjernkommunikasjon som forhindret foretaket i å gi informasjonen tidligere,
2. kunden har samtykket til å motta egnethetserklæringen umiddelbart etter transaksjonen er utført, og
3. verdipapirforetaket har gitt kunden anledning til å utsette transaksjonen for å motta egnethetserklæringen på forhånd.

(5) Dersom verdipapirforetaket yter aktiv forvaltning eller har informert kunden om at foretaket vil gi kunden en periodisk egnethetsvurdering, skal den periodiske informasjonen til kunden omfatte en oppdatert erklæring om hvordan investeringen svarer til kundens preferanse, mål og andre egenskaper (egnethetsvurderingen).

(6) Dokumentasjon etter annet til femte ledd skal gis på et varig medium.

(7) Kravene i denne bestemmelsen og i §§ 10-14 til 10-16 gjelder ikke kredittavtaler knyttet til boligeiendom som er underlagt reglene om vurdering av forbrukers kredittverdighet i henhold til finansavtaleloven kapittel 3, dersom det utstedes en pantobligasjon som sikkerhet for kredittavtalen, og det i den forbindelse ytes en investeringstjeneste til forbrukeren.

(8) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-18 *Tjenesteyting via annet verdipapirforetak*

(1) Verdipapirforetak som gjennom formidling fra et annet verdipapirforetak mottar instruksjon om å utføre investeringstjenester eller tilknyttede tjenester på vegne av en kunde gjennom et annet verdipapirforetak, kan legge til grunn informasjonen om kunden, og eventuelle anbefalinger i forbindelse med tjenesten eller transaksjonen som kunden har fått, fra det andre verdipapirforetaket.

(2) Verdipapirforetaket som formidler instruksjonene forblir i slike tilfeller ansvarlig for at informasjonen er fullstendig og korrekt, og at eventuelle anbefalinger eller råd er egnet for kunden.

(3) Verdipapirforetaket som mottar instruksjonene, plikter å utføre de aktuelle tjenester basert på informasjon og råd som nevnt i annet ledd i samsvar med alle relevante bestemmelser i kapittel 10.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-19 *Beste resultat ved utførelse av ordre*

(1) Verdipapirforetaket skal ved utførelse av kundeordre gjennomføre tilstrekkelige tiltak for å oppnå best mulig resultat for kunden. Pris, kostnader, tid, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør av ordren, ordrens størrelse og særtrekk, og andre relevante forhold for å utføre kundeordren skal hensyntas. Dersom kunden har gitt spesifikke instruksjoner, skal ordre utføres i samsvar med disse.

(2) Ved utførelse av ordre på vegne av ikke-profesjonell kunde bestemmes det best mulige resultat ut fra det samlede vederlag kunden skal betale i forbindelse med ordreutførelsen. Ved beregningen av det samlede vederlag skal det tas hensyn til prisen på det finansielle instrumentet og kostnader ved ordreutførelsen. Kostnadene skal inkludere samtlige direkte kostnader for kunden i forbindelse med utførelsen, herunder avgifter for bruk av utførelsesplass, sentrale motparter og verdipapirregistre, samt andre kostnader og avgifter til tredjepart som er involvert i utførelsen av ordren.

(3) For å sikre det beste resultatet for kunden når ordren kan utføres i flere utførelsesplasser og for å sammenligne resultatene som kan oppnås for kunden i de ulike utførelsesplassene nevnt i verdipapirforetakets retningslinjer for ordreutførelse, skal verdipapirforetaket ta hensyn til egne provisjoner og omkostninger ved å utføre ordren i de ulike utførelsesplasser.

(4) Verdipapirforetaket skal ha effektive systemer, prosedyrer og ordninger for å sikre etterlevelse av bestemmelsen i første ledd. Verdipapirforetaket skal blant annet utarbeide og benytte retningslinjer for utførelse av kundeordre.

(5) Verdipapirforetakets retningslinjer skal for hver type finansielt instrument foretaket handler med, inneholde informasjon om de ulike utførelsesplasser som benyttes og hvilke faktorer som bestemmer valget av utførelsesplass. Retningslinjene skal minst omfatte de utførelsesplassene som vanligvis gir det beste resultat ved utførelse av kundeordre.

(6) Før utførelse av kundeordre skal verdipapirforetaket opplyse om foretakets retningslinjer for ordreutførelse og innhente kundens samtykke til disse. Verdipapirforetaket skal på en lettfattelig og tydelig måte gi kunden informasjon om hvordan ordre blir utført av foretaket.

(7) Dersom retningslinjene tillater at kundeordre utføres utenfor en handelsplass, skal kundene gis informasjon om dette. Verdipapirforetaket skal innhente uttrykkelig samtykke fra kunden før foretaket utfører kundens ordre utenfor en handelsplass. Slikt samtykke kan innhentes gjennom en generell avtale eller i forbindelse med den enkelte transaksjon.

(8) Verdipapirforetak skal kontrollere sine systemer og retningslinjer for ordreutførelse for å avdekke og utbedre eventuelle svakheter. Blant annet skal verdipapirforetaket jevnlig evaluere hvorvidt bruk av utførelsesplassene som nevnt i retningslinjene er egnet til å oppnå det beste resultatet for deres kunder, eller om det er behov for endringer. I vurderingen skal verdipapirforetaket legge vekt på informasjon som er offentliggjort i henhold til § 10-20. Kundene skal opplyses om alle vesentlige endringer i foretakets systemer og retningslinjer for ordreutførelse.

(9) På kundens forespørsel skal verdipapirforetaket kunne påvise at kundeordrene er utført i tråd med foretakets retningslinjer.

(10) Etter at verdipapirforetaket har utført en kundeordre, skal foretaket informere kunden om hvor ordren ble utført.

(11) Verdipapirforetak skal ikke motta pengevederlag eller naturalytelse for å utføre ordre ved en bestemt handelsplass eller utførelsesplass dersom dette er i strid med bestemmelsene i § 9-16 første ledd nr. 2, § 10-2 eller § 10-12.

(12) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-20 *Offentliggjøring av informasjon om ordreutførelse*

(1) Handelsplasser og systematiske internaliserere skal minst årlig offentliggjøre opplysninger om kvaliteten på ordreutførelsen for finansielle instrumenter som er omfattet av handelsplikten i artikkel 23 og 28 i MiFIR som gjennomført i § 8-1. Tilsvarende skal utførelsesplasser minst årlig offentliggjøre opplysninger om kvaliteten på ordreutførelsen for finansielle instrumenter som ikke er underlagt denne handelsplikten. Slike rapporter skal offentliggjøres vederlagsfritt og inneholde opplysninger om pris, kostnader, tid og sannsynlighet for gjennomføring av ordren for hvert enkelt finansielt instrument.

(2) Verdipapirforetak som utfører ordre skal årlig offentliggjøre informasjon om de fem handelsplassene der foretaket har hatt høyest handelsvolum det foregående år innenfor hver kategori av finansielle instrumenter. Offentliggjøringen skal inneholde informasjon om kvaliteten på ordreutførelsen.

(3) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-21 *Håndtering av kundeordre*

(1) Verdipapirforetak skal etablere prosedyrer og ordninger som sikrer hurtig, rettferdig og effektiv utførelse av kundeordre, vurdert i forhold til verdipapirforetakets øvrige kundeordre og foretakets handel for egen regning. Prosedyrene og ordningene skal legge til rette for utførelse av sammenlignbare kundeordre i den rekkefølge som de er kommet inn.

(2) Dersom en kundeordre som angir pris og antall (limitordre) i aksjer notert på regulert mar-

ked eller handlet på en handelsplass ikke kan utføres umiddelbart på grunn av markedsforholdene, og verdipapirforetaket ikke har mottatt annen instruks fra kunden, skal foretaket straks treffe tiltak for raskest mulig utførelse ved å offentliggjøre ordren på en måte som er tilgjengelig for markedsaktørene. Plikten til offentliggjøring anses oppfylt dersom ordren gjøres tilgjengelig på en handelsplass.

(3) Finanstilsynet kan frita verdipapirforetak fra plikten til å offentliggjøre ordren etter annet ledd dersom ordren er stor i forhold til den normale markedsstørrelsen som fastsatt i artikkel 4 i MiFIR som gjennomført i § 8-1.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-22 *Tilknyttede agenter*

(1) Verdipapirforetak kan benytte tilknyttede agenter for å markedsføre sine tjenester, skaffe oppdrag, motta og formidle ordre, plassere finansielle instrumenter og gi råd om de finansielle instrumenter og investeringstjenester som verdipapirforetaket tilbyr, forutsatt at verdipapirforetaket selv har tillatelse til å yte slike tjenester. Virksomhet som tilknyttet agent krever ikke tillatelse etter § 9-1. Agenten kan bare være tilknyttet ett verdipapirforetak.

(2) Verdipapirforetaket er ansvarlig for all virksomhet som agenten forestår på verdipapirforetakets vegne, og skal ved bruk av agent påse at verdipapirforetaket fortsatt overholder sine plikter etter denne loven. Verdipapirforetaket plikter å påse at tilknyttede agenter alltid opplyser om agentforholdet ved kontakt med kunder eller potensielle kunder. Opplysningene må minst omfatte verdipapirforetakets identitet, de tjenester som tilbys i agentforholdet, samt at verdipapirforetaket fullt ut er ansvarlig for agentens virksomhet. Opplysningene skal gis skriftlig, eller over telefon med lydopptak.

(3) Tilknyttede agenter skal registreres i et offentlig tilgjengelig register. Registeret skal føres av Finanstilsynet. Registeret skal inneholde opplysninger om tilknyttede agenter etablert i Norge, og om norske verdipapirforetaks tilknyttede agenter etablert i annen EØS-stat. Verdipapirforetak kan bare benytte tilknyttede agenter som er registrert i Norge eller i tilsvarende register i annen EØS-stat. Verdipapirforetak skal melde fra til Finanstilsynet dersom tilknytningen til en agent opphører.

(4) Tilknyttede agenter skal ha tilstrekkelig godt omdømme og besitte den nødvendige kunnskap og kompetanse til å yte de tilbudte tjenester og å gi relevante opplysninger til kunder. Registrering i Norge kan bare skje dersom verdipapirforetaket bekrefter at foretakets tilknyttede agent er egnet. Finanstilsynet kan nekte registering av tilknyttet agent dersom agenten ikke anses egnet.

(5) Verdipapirforetak skal iverksette de tiltak som er nødvendige for å unngå at eventuell virksomhet som agenten driver som ikke er omfattet av virkeområdet for denne loven, får negative virkninger for den virksomheten agenten driver på vegne av verdipapirforetaket.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-23 *Tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter*

(1) Verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1 til 3, kan bringe i stand eller inngå transaksjoner med kvalifiserte motparter uten å overholde de krav som stilles i § 10-9, § 10-10 første, femte og sjette ledd, §§ 10-11 til 10-16, § 10-17 første og syvende ledd, § 10-19, § 10-20 og § 10-21 første ledd i forbindelse med disse transaksjonene eller tilknyttede tjenester som er direkte knyttet til disse transaksjonene.

(2) Følgende skal regnes som kvalifiserte motparter:

1. verdipapirforetak,
2. kredittinstitusjoner
3. forsikringsselskap,
4. verdipapirfond og forvaltningsselskap for slike fond,
5. pensjonskasser og forvaltningsselskap for slike kasser,
6. andre finansinstitusjoner,
7. offentlige myndigheter på nasjonalt nivå, inkludert sentralbanker og overnasjonale organisasjoner.

(3) Kravene i §§ 10-9 til 10-21 skal likevel gjelde dersom en kvalifisert motpart anmoder om dette overfor verdipapirforetaket.

(4) Verdipapirforetak skal opptre ærlig, redelig og profesjonelt overfor kvalifisert motpart, og kommunisere på en måte som er pålitelig, klar og ikke villedende, tatt i betraktning den kvalifiserte motpartens art og virksomhet.

(5) Verdipapirforetak som inngår i transaksjoner med kvalifiserte motparter som nevnt i første ledd, skal innhente uttrykkelig bekreftelse fra den kvalifiserte motparten om at den samtykker til å bli behandlet som kvalifisert motpart. Bekreftelsen kan innhentes gjennom en generell avtale eller i forbindelse med den enkelte transaksjon.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen, herunder utvide kret-

sen av kvalifiserte motparter, samt fastsette særlige regler i forbindelse med utvidelsen.

§ 10-24 *Nemndsbehandling av tvister*

Finansforetaksloven § 16-3 gjelder tilsvarende for verdipapirforetak.

§ 10-25 *Lenke til nettbasert prisportal*

Departementet kan gi forskrift om plikt for verdipapirforetak til å lenke til prisopplysninger i nettbaserte prisportaler.

Gjeldende kapittel 11 Drift av multilateral handelsfasilitet oppheves.

Ny del 4 Regulerte markeder skal lyde:

Del 4 Regulerte markeder

Kapittel 11 Søknad og vilkår for tillatelse

I. Tillatelse, søknad og tilbakekall

§ 11-1 *Tillatelse til å drive et regulert marked*

(1) Virksomhet som regulert marked kan bare drives av markedsoperatør som har tillatelse fra departementet.

(2) Tillatelse etter første ledd skal bare gis der departementet anser at vilkårene for regulert marked i loven her er oppfylt.

(3) Foretak som ikke har tillatelse som regulert marked etter denne lov kan ikke benytte betegnelsen regulert marked i eller som tillegg til sitt navn, eller ved omtale av sin virksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har tillatelse etter denne loven.

§ 11-2 *Søknad om tillatelse*

(1) I søknad om tillatelse skal markedsoperatøren fremlegge alle opplysninger som departementet trenger for å sikre at alle de lovbestemte krav for regulert marked er oppfylt, herunder en virksomhetsplan der det blant annet gis opplysninger om arten av virksomheten og organiseringen av denne. Utkast til regler og forretningsvilkår skal vedlegges søknaden. Konsesjonsmyndigheten kan be om ytterligere opplysninger.

(2) Vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunkt slike opplysninger ble mottatt.

(3) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-3 *Endring og tilbakekall av tillatelse*

(1) En markedsoperatørs tillatelse etter § 11-1 bortfaller dersom markedsoperatøren kommer under konkursbehandling eller tvangsakkord.

(2) Departementet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til markedsoperatør for regulert marked dersom:

1. markedsoperatøren ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å drive virksomhet som regulert marked i mer enn seks måneder,
2. markedsoperatøren har fått tillatelsen ved bruk av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. markedsoperatøren ikke lenger oppfyller de vilkår som kreves for tillatelsen, eller
4. markedsoperatøren alvorlig og systematisk overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,
5. mislige forhold hos markedsoperatøren gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet,
6. markedsoperatøren ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 19-7 eller finanstilsynsloven § 4 første ledd nr. 7.

§ 11-4 *Sammenslåing og deling av regulert marked mv.*

Vedtak om sammenslåing og deling av markedsoperatør eller regulert marked skal meddeles departementet minst tre måneder før vedtaket gjennomføres. Tilsvarende gjelder ved avhendelse av en vesentlig del av konsesjonspliktige virksomhet. Departementet avgjør i tvilstilfelle om en avhendelse omfatter en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten. Departementet kan innen tre måneder fra melding er mottatt nekte sammenslåing, deling eller avhendelse, sette vilkår for gjennomføring av transaksjonen eller endre konsesjonen.

§ 11-5 *Virksomhet i utlandet*

Markedsoperatør for norsk regulert marked som skal utøve virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial, skal ha tillatelse fra departementet.

II. Vilkår for tillatelse

§ 11-6 *Organisasjonsform*

Markedsoperatør for regulert marked skal være organisert som allmennaksjeselskap.

§ 11-7 *Krav til ledelsen av markedsoperatøren*

(1) Markedsoperatøren skal ha et styre med minst fem medlemmer. Daglig leder kan ikke være medlem av styret.

(2) Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av regulert marked skal ha tilstrekkelig kvalifikasjoner og erfaring, ha ført en hederlig vandel og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig atferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte. Styrets skal samlet sett ha bred erfaring. Personer som omfattes av leddet her skal fremlegge ordinær politiattest etter politiregisterloven § 40.

(3) Personer som nevnt i annet ledd skal sette av tilstrekkelig tid til å utføre sine oppgaver i markedsoperatøren. Ved vurderingen av hvor mange verv og stillinger en person kan ha i tillegg til vervet eller stillingen i markedsoperatøren, skal det tas hensyn til omstendighetene i det enkelte tilfelle og arten, omfanget og kompleksiteten av markedsoperatørens virksomhet.

(4) Med mindre vedkommende representerer den norske stat, kan personer som nevnt i annet ledd i en markedsoperatør som er vesentlig i kraft av sin størrelse og interne organisering samt virksomhetens art, omfang og kompleksitet, kun inneha én av følgende kombinasjoner av stillinger og verv samtidig:

1. en stilling som daglig leder kombinert med to styreverv
2. fire styreverv.

(5) Stilling eller verv i organisasjoner som ikke hovedsakelig har kommersielle formål, regnes ikke med. Stilling som daglig leder eller styreverv i foretak innenfor samme konsern eller i foretak som markedsoperatøren har en kvalifisert eierandel i, regnes som en stilling eller et verv. Finanstilsynet kan gi tillatelse til at personer som nevnt i dette ledd kan inneha ytterligere ett styreverv.

(6) Foretakets styre skal inneha tilstrekkelig kollektiv kunnskap, ferdigheter og erfaring til å kunne forstå foretakets virksomhet, herunder de største risikofaktorene som er forbundet med virksomheten.

(7) Styremedlemmer skal utvise hederlighet, integritet og uavhengighet for effektivt å kunne vurdere, utfordre og føre tilsyn med de beslutningene som treffes av foretakets daglige ledelse.

(8) Markedsoperatøren skal sette av tilstrekkelige menneskelige og økonomiske ressurser til å lære opp personer som nevnt i første ledd.

(9) Personer som faktisk leder forretningsvirksomheten og driften til et allerede godkjent regulert marked i samsvar med loven her, anses for å oppfylle kravene fastsatt i første ledd.

(10) Tillatelse skal nektes dersom det foreligger objektive og påviselige grunner til å tro at markedsoperatørens ledelsesorgan kan være til skade for en effektiv, sunn og fornuftig ledelse og hindre at det tas tilstrekkelig hensyn til markedets integritet.

(11) Markedsoperatøren skal gi Finanstilsynet melding ved endring av styrets sammensetning og ved skifte av daglig leder eller andre som faktisk deltar i ledelsen av virksomheten. Markedsoperatøren skal framlegge alle opplysninger som er nødvendige for å vurdere om markedsoperatøren overholder kravene i første til syvende ledd og § 11-8.

(12) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-8 *Styrets ansvar og forpliktelser*

(1) Styret har det overordnede ansvar for forvaltningen av markedsoperatøren og skal føre tilsyn med foretakets virksomhet. Styret skal blant annet sørge for at foretaket organiseres og ledes på en effektiv og fornuftig måte, og på en måte som fremmer markedets integritet.

(2) Styret skal overvåke og regelmessig vurdere hvor effektive markedsoperatørens organisering og ledelse er og treffe egnede tiltak for å avhjelpe eventuelle mangler.

(3) Styremedlemmene skal ha tilstrekkelig tilgang til opplysninger og dokumenter som de trenger for å føre tilsyn med de beslutninger som treffes av markedsoperatørens daglige ledelse.

§ 11-9 *Nominasjonskomité*

Departementet kan i forskrift fastsette regler om krav om nominasjonskomité for regulert marked.

§ 11-10 *Eierkontroll i regulert marked som ikke er børs*

(1) Eier av betydelige eierandeler skal være egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

(2) Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en markedsoperatør for regulert marked som ikke er børs eller i det regulerte markedet selv, eller som

på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av foretaket. Likestilt med eie av aksjer etter første og annet punktum regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som reelt aksjeeie.

(3) Erverv som fører til at erververen blir eier av en betydelig eierandel, kan bare gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt Finanstilsynet. Det samme gjelder erverv som øker eiendelen slik at denne direkte eller indirekte overstiger 20, 30 eller 50 prosent av aksjekapitalen eller stemmene. Annet ledd tredje punktum gjelder tilsvarende.

(4) Likt med aksjeeierens egne aksjer etter første til tredje ledd regnes aksjer som eies eller erverves av aksjeeierens nærstående som definert i § 2-5. Departementet avgjør i tvilstilfelle om aksjer som aksjeeieren ikke eier skal likestilles med egne aksjer.

(5) Melding om erverv etter tredje ledd skal inneholde opplysninger som er nødvendige for å gjennomføre eierkontroll etter denne bestemmelsen. Den som erverver betydelig eierandel, skal fremlegge ordinær politiattest etter politiregisterloven § 40 dersom Finanstilsynet ber om det. Regulert marked skal offentliggjøre opplysninger om sine eiere og deres eierandel.

(6) Finanstilsynet skal innen tre måneder fra den dag melding som nevnt i annet og tredje ledd er komplett, nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

(7) Ved avhendelse av eierandel som medfører at eierandelens størrelse kommer under grensene som nevnt i første eller annet ledd, skal det gis melding til Finanstilsynet.

(8) Departementet kan gi forskrift om innholdet i melding som nevnt i tredje ledd, om når denne anses som komplett, og om den nærmere behandlingen av meldingen.

§ 11-11 *Internkontroll*

(1) Styret skal fastsette retningslinjer for internkontroll, og skal forvisse seg om at internkontrollen etableres, gjennomføres og dokumenteres på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg. Finanstilsynet kan gi nærmere regler om gjennomføringen av internkontroll.

(2) Daglig leder skal sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres i henhold til lov og forskrifter samt styrets retningslinjer og pålegg.

§ 11-12 *Revisor*

Finanstilsynet kan gi nærmere regler om revisors arbeidsoppgaver i regulert marked.

§ 11-13 *Taushetsplikt*

(1) Tillitsvalgte, ansatte og revisor ved regulert marked plikter å hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i sitt arbeid får vite om andres forretningsmessige eller personlige forhold med mindre annet følger av denne eller annen lov. Vedkommende må heller ikke gjøre bruk av slike opplysninger ved ervervsvirksomhet eller ved kjøp og salg av finansielle instrumenter. Bestemmelsene i forvaltningsloven §§ 13a til 13e får tilsvarende anvendelse.

(2) Taushetsplikten gjelder også etter at vedkommende har sluttet i tjenesten eller vervet.

(3) Taushetsplikt etter første og annet ledd i denne bestemmelse er ikke til hinder for at opplysninger gis tilsynsmyndighetene.

(4) Departementet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra taushetsplikten overfor annet regulert marked, verdipapirregister, oppgjørssentral, og utenlandske tilsynsmyndigheter.

§ 11-14 *Habilitetskrav*

(1) Tillitsvalgte og ansatte ved regulert marked må ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål som har slik særlig betydning for egen del eller for noen nærstående at vedkommende må anses for å ha en fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken. Vedkommende må heller ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av noe spørsmål som har fremtredende økonomisk særinteresse for selskap, forening eller annen offentlig eller privat institusjon som vedkommende er knyttet til.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette begrensninger i ansattes og tillitsvalgtes adgang til å ha styreverv eller bierverv i selskap hvis finansielle instrumenter er opptatt til notering og handel på vedkommende regulerte marked. Departementet kan fastsette tilsvarende begrensning for ansatte og tillitsvalgte i foretak som inngår i samme konsern som regulert marked.

§ 11-15 *Adgangen til å eie finansielle instrumenter m.m.*

(1) Regulert marked kan ikke eie finansielle instrumenter som er opptatt til notering og handel på vedkommende marked, eller rettigheter til slike, med unntak av obligasjoner og sertifikater utstedt av en EØS-stat.

(2) Ansatte i regulert marked kan bare erverve eller avhende finansielle instrumenter i den utstrekning det følger av forskrift fastsatt av departementet. Departementet kan i forskrift fastsette begrensninger i tillitsvalgtes adgang til å foreta slike transaksjoner. Departementet kan fastsette forskrift om at ansatte og tillitsvalgte skal melde egne handler og handler foretatt av nærstående til det regulerte markedet eller Finanstilsynet. Reglene i annet og tredje punktum gjelder tilsvarende for ansatte og tillitsvalgte i foretak som inngår i samme konsern som regulert marked.

§ 11-16 *Krav til ansvarlig kapital*

(1) Regulert marked skal til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i foretaket.

(2) Ved vurderingen av foretakets risiko skal det blant annet tas hensyn til virksomhetsrisiko, kontraktsrisiko, operasjonell risiko og annen særlig risiko som foretakets virksomhet er eksponert for.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om hva som skal regnes som foretakets ansvarlige kapital, samt om minstekrav til ansvarlig kapital.

§ 11-17 *Likviditetskrav*

Regulert marked skal ha en beholdning av likvide midler, eller tilgang på slike, som anses betryggende ut fra foretakets virksomhet og situasjon. Departementet kan gi nærmere regler om beregning av likvide midler og om hva som kan anses som betryggende beholdning.

§ 11-18 *Organisatoriske krav*

(1) Regulert marked skal fastsette interne regler og treffe nødvendige tiltak som til enhver tid sikrer:

1. identifisering og håndtering av interessekonflikter mellom det regulerte markedet, dets eiere eller markedsoperatør på den ene siden, og markedets oppgaver og funksjoner på den annen,
2. identifisering og håndtering av vesentlige risikoer som virksomheten utsettes for, at markedet har systemer for en forsvarlig drift av det tekniske systemet, herunder effektive ordninger i tilfelle av teknisk avbrudd (reserveløsninger),
3. transparente og ikke-diskresjonære handelsregler og prosedyrer i henhold til § 12-2, herunder etablering av objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordre,
4. at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner i systemet.

(2) Markedsoperatøren kan ikke utføre kundeordre mot egen beholdning eller ved prinsipalmatchingshandel på regulerte markeder de er operatør for.

§ 11-19 *Robuste systemer og automatiske handelssperrer på regulert marked*

(1) Regulert marked skal ha effektive systemer, prosedyrer og ordninger som til enhver tid sikrer at handelssystemet

1. er robust og har tilstrekkelig kapasitet for å kunne håndtere høye ordre- og meldingsvolum,
2. sikrer velordnet handel ved alvorlig markedsuro og
3. er fullt gjennomtestet.

(2) Regulert marked skal ha beredskapsplaner og systemer som sikrer kontinuerlig drift ved svikt i handelssystemet.

(3) Regulert marked skal ha effektive systemer og prosedyrer og treffe nødvendige tiltak for å avvise ordre som overstiger nærmere bestemte volum- og pristerskler eller som er åpenbart feilaktige.

(4) Regulert marked kan midlertidig stanse eller begrense handelen for en kort periode ved betydelige prissvingninger for et finansielt instrument på det regulerte markedet eller et annet relatert marked. Regulert marked kan i særlige tilfeller kansellere, endre eller korrigere enhver transaksjon.

(5) Det regulerte markedets parametere for stans av handelen skal være hensiktsmessige og ta hensyn til likviditeten innen forskjellige aktivaklasser og underkategorier, markedsmodellens art og type aktører, og være tilstrekkelig til å unngå betydelige forstyrrelser i handelen.

(6) Regulert marked skal underrette Finanstilsynet om parameterne for stans av handel og vesentlige endringer av disse. Regulert marked som anses vesentlig ut fra likviditeten i det finansielle instrumentet skal notifisere stans av handelen i et finansielt instrument til tilsynsmyndigheten. Regulert marked skal ha hensiktsmessige systemer og rutiner som sikrer at notifisering skjer.

(7) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-20 *Avtaler med prisstillere*

(1) Regulert marked skal ha

1. skriftlige avtaler med alle verdipapirforetak som opptrer som prisstillere og
2. ordninger som sikrer at et tilstrekkelig antall verdipapirforetak inngår avtale med det regulerte markedet om å stille bindende priser slik

at markedet tilføres likviditet på en regelmessig og forutsigbar basis, dersom dette er hensiktsmessig ut fra arten og omfanget av handelen på det regulerte markedet.

(2) Avtalene som nevnt i første ledd skal spesifisere:

1. hvilke forpliktelser prisstiller har til å tilføre likviditet og eventuelle andre forpliktelser som pålegges prisstilleren ved deltakelse i ordningen som nevnt i første ledd nr. 2, og
2. hvilke insentiver i form av rabatter eller annet som tilbys verdipapirforetaket for å tilføre likviditet på regelmessig og forutsigbar basis og eventuelle andre rettigheter som tilbys ved deltakelse i ordningen som nevnt i første ledd nr. 2.

(3) Regulert marked skal overvåke og håndheve prisstillerenes etterlevelse av avtalene. Regulert marked skal underrette Finanstilsynet om innholdet i avtalene og ved forespørsel fremskaffe alle nødvendige opplysninger.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-21 *Algoritmehandel*

(1) Regulert marked skal ha

1. effektive systemer og prosedyrer og treffe nødvendige tiltak som sikrer at algoritmebaserte handelssystemer ikke kan skape eller bidra til uordnede markedsforhold og som kan håndtere uordnede markedsforhold som oppstår som følge av bruk av slike algoritmebaserte handelssystemer,
2. systemer som begrenser andelen ikke-utførte ordre i forhold til transaksjonene som kan gjennomføres i systemet av et medlem, slik at det er mulig å bremse ordrestrømmen dersom det er risiko for at kapasiteten i systemet overstiges og for å begrense og håndheve den minste kursendringen som kan anvendes på markedet.

(2) Regulert marked skal kreve at medlemmene gjør hensiktsmessige tester av sine algoritmer, og skal stille testmiljøer tilgjengelig for slik testing.

(3) Regulert marked skal ved hjelp av melding fra medlemmene kunne identifisere hvilke ordre som er generert gjennom algoritmehandel, hvilke algoritmer som er benyttet for ulike ordre og hvilke personer som har initiert disse.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-22 *Direkte elektronisk tilgang*

(1) Regulert marked som tillater direkte elektronisk tilgang skal ha

1. effektive systemer og prosedyrer og treffe nødvendige tiltak som sikrer at kun medlemmer som har tillatelse som verdipapirforetak eller kredittinstitusjon tilbyr slik tilgang, at medlemmet har fastsatt hensiktsmessige kriterier om egnethet for brukere av tilgangen og at medlemmene har ansvaret for ordre og handler som utføres ved anvendelse av tjenesten i samsvar med kravene etter denne lov og forskrifter.
2. hensiktsmessige regler for risikokontroll og terskler for handel gjennom direkte elektronisk tilgang, og skal kunne skille, og ved behov stanse, ordre og handler utført gjennom slik tilgang uten å stoppe andre ordre fra samme medlem.
3. ordninger for suspensjon eller opphør av direkte elektronisk tilgang fra et medlem dersom bestemmelsene i dette ledd ikke overholdes.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-23 *Samlokaliseringstjenester og avgiftsstruktur*

(1) Regulert marked skal ha gjennomsiktige, rettferdige og ikke-diskriminerende regler om samlokaliseringstjenester.

(2) Regulert marked skal ha en avgiftsstruktur, herunder for avgifter for utførelse og andre avgifter og rabatter, som er gjennomsiktig, rettferdig og ikke-diskriminerende. Avgiftsstrukturen skal ikke motivere til å legge inn, endre eller kansellere ordre eller utføre transaksjoner på en måte som bidrar til uordnede markedsforhold eller markedsmisbruk.

(3) Regulert marked skal stille krav om prisstillelse i enkeltaksjer eller en kurv av aksjer i bytte mot eventuelle rabatter som gis.

(4) Avgifter kan fastsettes for hvert finansielt instrument. Avgift for kansellerte ordre kan fastsettes ut fra hvor lenge ordren ligger inne før kansellering. Det kan fastsettes høyere avgifter for ordre som i ettertid kanselleres, og for medlemmer som kansellerer en høy andel av ordrene de legger inn, og for medlemmer som benytter høyfrekvente algoritmer i den utstrekning de høyere avgiftene gjenspeiler den ekstra belastningen slik handel er for kapasiteten i handelssystemet.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-24 *Minste kursendring*

(1) Regulert marked skal ha regler for minste kursendring for aksjer, depotbevis, børshandlede fond, sertifikater og andre lignende finansielle instrumenter.

(2) Kursendringene skal reflektere det aktuelle finansielle instrumentets risikoprofil og gjennomsnittlige forskjell mellom kjøps- og salgskurs og ta i betraktning behovet for stabile kurser uten unødvendig å begrense minste kursendring for det enkelte finansielle instrument.

(3) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-25 *Synkronisering av klokker*

(1) Et regulert marked og dets medlemmer skal synkronisere klokker som anvendes for å registrere dato og tid for hendelser på regulert marked som omfattes av rapporteringsplikt.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-26 *Transaksjonsrapportering på vegne av verdipapirforetak*

(1) Regulert marked som rapporterer transaksjoner i henhold til artikkel 26 i MiFIR som gjennomført i § 8-1 på vegne av verdipapirforetak skal ha pålitelige sikkerhetssystemer som garanterer sikkerhet og autentisering ved informasjonsoverføringen, reduserer risikoen for dataforfalskning og ulovlig tilgang og forebygger informasjonslekkasje og sikrer at opplysningene til enhver tid behandles fortrolig. Regulert marked skal opprettholde tilstrekkelige ressurser og har reservesystemer på plass, slik at disse tjenestene kan tilbys og opprettholdes til enhver tid.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

Kapittel 12 Virksomhetskrav til regulert marked

§ 12-1 *Virksomhetsbegrensninger*

(1) Markedsoperatør for regulert marked kan i tillegg til virksomhet som regulert marked bare drive virksomhet som har naturlig sammenheng med virksomhet som regulert marked og som ikke svekker tilliten til det regulerte markedets integritet og uavhengighet. Departementet avgjør i tvilstilfelle om vilkårene i første punktum er oppfylt.

(2) Dersom et regulert marked driver oppgjørsvirksomhet etter kapittel 17, må virksomheten drives i eget foretak. Departementet kan i forskrift eller enkeltvedtak gjøre unntak fra bestemmelsen i første punktum.

(3) Finanstilsynet kan pålegge markedsoperatør som driver annen virksomhet, å drive denne i et eget foretak.

§ 12-2 *Opptak til handel av finansielle instrumenter mv.*

(1) Regulert marked skal ha klare og oversiktlige regler om opptak av finansielle instrumenter til handel. Reglene skal sørge for at finansielle instrumenter kan handles på en rettferdig, velordnet og effektiv måte, samt at omsettelige verdipapirer etter § 2-4 første ledd er fritt omsettelige.

(2) Ved opptak av derivater til handel skal reglene sørge for at derivatkontraktene er utformet på en slik måte at de legger til rette for en velordnet prisdannelse og effektive oppgjørsbetingelser.

(3) Regulert marked skal være innrettet på en slik måte at det påser at utstedere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til handel, oppfyller sine forpliktelser etter kapittel 5 og 7.

(4) Regulert marked skal være innrettet på en slik måte at det letter medlemmenes tilgang til opplysninger som offentliggjøres i medhold av verdipapirhandelloven kapittel 5 og 7.

(5) Regulert marked skal være innrettet slik at det regelmessig påser at vilkårene for opptak til handel av finansielle instrumenter oppfylles.

(6) Regulert marked kan uten utsteders samtykke ta opp til handel omsettelige verdipapirer som allerede er tatt opp til handel på et annet regulert marked, forutsatt at reglene i kapittel 7 oppfylles. Regulert marked skal gi utstederen melding om at opptak til handel finner sted. Utstederen skal ikke underlegges informasjonsforpliktelser som følge av opptaket.

(7) Regulert marked kan kreve at utsteder av finansielle instrumenter som er eller søkes tatt opp til handel, utstederes tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir regulert marked de opplysninger som er nødvendig for at markedet skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter. Første punktum gjelder tilsvarende for andre som regelmessig utfører ledelsesfunksjoner for utstederen. Første punktum gjelder videre tilsvarende for annen person som har søkt om opptak til handel av finansielle instrumenter.

(8) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om opptak av finansielle instrumenter til handel, herunder om utstederes rettigheter og plikter som følge av opptaket.

§ 12-3 *Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter*

(1) Markedsoperatøren kan suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel på det regulerte markedet hvis det ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets vilkår. Markedsoperatøren kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument på regulert marked hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.

(2) Ved suspensjon eller strykning av et finansielt instrument skal markedsoperatøren for regulert marked også suspendere eller stryke eventuelle derivatinstrumenter som har det aktuelle finansielle instrumentet som underliggende der dette er nødvendig for å fremme hensikten med suspensjonen eller strykningen av det underliggende finansielle instrumentet.

(3) Den som suspenderer eller stryker et finansielt instrument fra handel på regulert marked, skal umiddelbart offentliggjøre beslutningen og gi Finanstilsynet opplysninger om dette.

(4) Finanstilsynet skal kreve at andre markedsplasser og systematiske internaliserere som handler det aktuelle finansielle instrumentet suspenderer eller stryker instrumentet fra handel dersom beslutningen om suspensjon eller strykning er begrunnet i mistanke om markedsmisbruk, overtakelsestilbud eller manglende offentliggjøring av innsideinformasjon om utsteder eller det finansielle instrumentet i strid med § 3-2 og § 5-2, med mindre dette kan medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets funksjon. Finanstilsynet skal umiddelbart offentliggjøre beslutningen og gi ESMA og relevante tilsynsmyndigheter i andre EØS-stater opplysninger om dette.

(5) Finanstilsynet kan beslutte at markedsoperatøren skal suspendere eller stryke et finansielt instrument på regulert marked i medhold av første og annet ledd hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak til handel.

(6) Departementet kan gi nærmere regler om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter i forskrift.

§ 12-4 *Medlemskap i regulert marked*

(1) Regulert marked skal ha oversiktlige og ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier om medlemskap og tilgang til markedet.

(2) Reglene som nevnt i første ledd, skal beskrive et medlems forpliktelser som følger av:

1. reguleringen av og virksomheten til det regulerte markedet,
2. handelsreglene til markedet,
3. profesjonelle standarder for ansatte i verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner som deltar på markedet,
4. vilkårene som gjelder for medlemmer som ikke er verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner etter tredje ledd, og
5. regler og prosedyrer for oppgjør og clearing av transaksjoner som gjelder på markedet.

(3) Regulert marked kan oppta verdipapirforetak og kredittinstitusjoner som medlem. Regulert marked kan også oppta andre juridiske og fysiske personer som medlem, såfremt disse:

1. har tilstrekkelig godt omdømme,
2. har tilstrekkelig evne, kompetanse og erfaring knyttet til handel og transaksjoner,
3. har, der hvor det er relevant, tilstrekkelige organisatoriske foranstaltninger, og
4. har nødvendige finansielle ressurser i forhold til den stilling personen legger opp til å ha i markedet, herunder skal det tas hensyn til de ulike finansieringsordninger som det regulerte markedet har innført for å garantere riktig oppgjør av transaksjoner.

(4) Kravene i verdipapirhandelloven §§ 10-9 til 10-21 gjelder ikke for transaksjoner som sluttes mellom medlemmer i et regulert marked. Kravene i verdipapirhandelloven §§ 10-9 til 10-21 gjelder imidlertid overfor medlemmers kunder når de på vegne av kundene utfører deres ordre på et regulert marked.

(5) Markedsoperatøren skal gi foretak med hovedkontor i annen EØS-stat og som har tillatelse til å yte investeringstjenester, adgang til medlemskap på regulert marked på like vilkår som andre medlemmer.

(6) Markedsoperatøren skal gi Finanstilsynet melding hvis det har til hensikt å etablere ordninger i annen EØS-stat som kan lette fjernmedlemmers adgang til og mulighet for å handle på markedet. Finanstilsynet skal innen én måned gi opplysningene til tilsynsmyndigheten i den andre EØS-staten.

(7) Markedsoperatøren for regulert marked skal regelmessig oversende en liste over det regulerte markeds medlemmer til Finanstilsynet.

(8) Medlem på regulert marked samt tillitsvalgte og ansatte hos medlem er uten hinder av taushetsplikt forpliktet til å gi vedkommende regulerte marked de opplysninger som er nødvendig for at markedet skal kunne oppfylle sine plikter etter denne lov og annen lovgivning.

(9) Departementet kan fastsette nærmere regler om vilkår for medlemskap og medlemmers forpliktelser.

§ 12-5 *Markedsovervåkning*

(1) Regulert marked skal etablere effektive ordninger og prosedyrer, herunder ha nødvendige ressurser, som sikrer en regelmessig overvåking av medlemmers etterlevelse av markedets egne regler. Regulerte markeder skal overvåke innsendte ordre, kanselleringer av ordre og transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, herunder reglene om markedsmisbruk i kapittel 3, egne regler og rettsstridige handelsforhold, samt forstyrrelser i handelssystemet knyttet til et finansielt instrument.

(2) Markedsoperatøren for regulert marked skal umiddelbart gi melding til Finanstilsynet ved mistanke om vesentlige brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettsstridige handelsforhold, samt ved forstyrrelser i handelssystemet knyttet til et finansielt instrument.

(3) Markedsoperatøren kan kreve at verdipapirregister og sentral motpart uten hinder av taushetsplikt gir slike opplysninger som er nødvendige for at markedet skal kunne oppfylle sine plikter etter første og annet ledd. Opplysningene kan ikke benyttes til andre formål.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om markedsovervåkingen. Departementet kan videre fastsette nærmere regler om opplysningsplikten etter tredje ledd, herunder om innskrenkninger i opplysningsplikten og om det formål opplysningene kan benyttes til, samt om og i hvilken utstrekning det skal kunne kreves betaling for kostnader ved utlevering av opplysninger.

§ 12-6 *Valg av oppgjørssystem*

(1) Medlemmer på regulert marked skal ha rett til å velge oppgjørssystem for transaksjoner med finansielle instrumenter som er inngått på markedet, dersom følgende vilkår er oppfylt:

1. det foreligger forbindelser og avtaler mellom det valgte oppgjørssystemet og ethvert annet system eller enhver annen ordning som er nødvendig for å sikre et effektivt og økonomisk oppgjør av den aktuelle transaksjonen,
2. Finanstilsynet samtykker i at anvendelse av et annet oppgjørssystem enn det som er utpekt av det regulerte markedet gir tekniske betingelser som er egnet til å sikre at finansmarkedene virker på en smidig og ordnet måte.

§ 12-7 *Opptak til handel av finansielle instrumenter utstedt av regulert marked*

(1) Regulert marked kan ikke oppta til handel omsettelige verdipapirer utstedt av det regulerte markedet, eller finansielle instrumenter knyttet til slike.

(2) Departementet kan gi samtykke til at et regulert marked opptar til handel omsettelige verdipapirer som er utstedt av et foretak som inngår i konsernforhold med vedkommende marked eller finansielle instrumenter knyttet til slike. Det kan stilles vilkår for slikt samtykke, herunder at slikt foretak skal underlegges særlig tilsyn fra Finanstilsynet, samt at foretaket skal ha opplysningsplikt overfor Finanstilsynet.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om prosedyrer, beslutning og kontroll vedrørende slikt opptak, om løpende handel og om tilsyn med utsteder og det regulerte markedet.

§ 12-8 *Løpende mulkt*

Regulert marked kan pålegge et foretak eller en person som ikke oppfyller sin opplysningsplikt etter § 12-2 syvende ledd og § 12-4 åttende ledd eller forskrift gitt i medhold av disse, en daglig løpende mulkt inntil opplysningsplikten er oppfylt. Pålegg om mulkt er tvangsgrunnlag for utlegg. Departementet kan gi nærmere regler om ileggelse av løpende mulkt.

§ 12-9 *Overtredelsesgebyr*

Ved brudd på denne lov eller forskrifter gitt i medhold av denne lov eller ved vesentlige brudd på regulert markeds regler og forretningsvilkår, kan regulert marked pålegge utsteder av finansielle instrumenter notert på vedkommende regulerte marked eller medlemmer i vedkommende regulerte marked å betale et overtredelsesgebyr. Departementet kan gi nærmere regler om ileggelse av overtredelsesgebyr.

§ 12-10 *Forvaltningslovens anvendelse på avgjørelser truffet av regulert marked*

Når regulert marked treffer avgjørelser etter denne lov §§ 12-2, 12-3, 12-4, 12-8, 12-9, samt kapittel 6 og 7 og § 21-3 tredje ledd, skal forvaltningslovens kapittel III, IV, V, VI og VIII, med unntak av § 13, få anvendelse. Departementet kan fastsette nærmere regler om saksbehandlingen.

§ 12-11 *Oppnevning av klagenemnd og kompetanse mv.*

(1) Departementet kan oppnevne en egen klagenemnd for å avgjøre klager på slike vedtak som

nevnt i § 12-10 og § 13-7. Klagenemnden skal ha en leder og en nestleder som begge skal ha juridisk embetseksamen. Departementet kan i forskrift fastsette at også andre vedtak fattet av børs enn de som er nevnt i § 13-7 skal kunne påklages, og fastsette unntak fra klageadgangen. Departementet kan i forskrift fastsette i hvilken utstrekning avgjørelser truffet av annet regulert marked kan bringes inn for klagenemnden.

(2) Klagenemnden kan i tvister mellom private parter opptre som voldgiftsrett etter nærmere regler fastsatt av departementet.

(3) Forvaltningsloven kommer til anvendelse for klagenemndens virksomhet. Departementet kan fastsette nærmere regler om frister, innholdet av klage, tilsvar og muntlig forhandling og om klagenemndens sammensetning og virksomhet. Slike regler kan utfylle, supplere eller avvike fra regler gitt i eller i medhold av denne lov.

§ 12-12 *Dekning av klagenemndens utgifter*

(1) Klagenemndens utgifter dekkes av børser og andre regulerte markeder på bakgrunn av fordeling fastsatt av departementet etter forslag fra klagenemnden. Departementet fastsetter medlemmenes godtgjørelse.

(2) Det kan kreves gebyr for behandling av klage som angitt i § 12-11 første ledd. Departementet kan gi nærmere regler om når gebyr skal kreves, om gebyrenes størrelse og om innkrevingen.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om når en part kan bli tilkjent saksomkostninger fra det offentlige og om en parts rett til dekning av saksomkostninger fra andre parter.

§ 12-13 *Søksmålsadgang*

(1) Søksmål mot vedtak som omhandlet i § 12-10 og § 13-7 kan ikke reises før klageadgangen er utnyttet. Klagenemnden kan i særlige tilfeller gjøre vedtak om at det likevel kan reises søksmål mot avgjørelsen. Frist for søksmål er 6 måneder fra det tidspunkt klagen er avgjort eller tillatelse til søksmål er gitt.

(2) Søksmål mot vedtak truffet av en børs eller annet regulert marked reises mot vedkommende foretak. Staten kan på ethvert trinn tre inn i saken som hjelpeintervenient og kan etter avtale med børsen eller det regulerte markedet overta saken.

Kapittel 13 Tillatelse som børs

§ 13-1 *Tillatelse til å drive virksomhet som børs mv.*

(1) Virksomhet som børs kan bare drives av foretak som har tillatelse til dette fra departementet. Foretak som ikke har tillatelse som børs etter denne lov, kan ikke benytte betegnelsen børs i eller som tillegg til sitt navn, eller ved omtale av sin virksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har tillatelse etter denne loven.

(2) Vedtektene og endringer i disse skal forelegges departementet til godkjennelse. Departementet kan gi forskrift om innhold og godkjenning av børsers vedtekter.

(3) Vedtak om avhendelse av en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring.

§ 13-2 *Opptak til handel av finansielle instrumenter på børs*

(1) Finansielle instrumenter kan opptas til handel på børs etter reglene i § 12-2 og forskrift gitt i medhold av denne, og børsens egne regler dersom vedkommende børs finner at de finansielle instrumentene er egnet for dette og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om børsnotering av finansielle instrumenter.

§ 13-3 *Eierkontroll i børs*

(1) Erverv som fører til at erververen blir eier av en betydelig eierandel i en børs krever tillatelse fra departementet. Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av selskapet. Likt med erververens egne aksjer regnes aksjer som eies eller erverves av aksjeeiere som nevnt i § 2-5. Likestilt med eie av aksjer etter første til tredje punktum regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som reelt aksjeeie.

(2) Ethvert erverv som øker eierandelen slik at denne direkte eller indirekte overstiger 20, 30 eller 50 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs, krever tillatelse fra departementet. Første ledd tredje punktum gjelder tilsvarende.

(3) Søknad om tillatelse etter første og annet ledd sendes særskilt for hver aksjeeier som ved ervervet direkte eller indirekte får en eierandel i en børs som utgjør eller overstiger 10, 20, 30 eller 50 prosent.

(4) Tillatelse etter første og annet ledd kan bare gis når erververen anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket. Ved denne vurderingen skal det særlig legges vekt på:

1. erververens tidligere handlemåte,

2. erververens tilgjengelige økonomiske ressurser og hensynet til forsvarlig virksomhet,
3. om eierskapet vil kunne føre til uønskede virkninger for finansmarkedenes virkemåte, eller børsens evne til å betjene det norske kapitalmarkedet,
4. muligheten for å utøve et effektivt tilsyn, herunder om det er etablert samarbeid med tilsynsmyndighetene i erververens hjemland,
5. om eierskapet vil kunne påvirke rettigheter og plikter for aktørene på vedkommende børs,
6. om den bakenforliggende eierstrukturen hos erververen er i samsvar med de hensyn som ivaretas i denne bestemmelse,
7. om det er grunn til å anta at det i forbindelse med ervervet foregår eller blir gjort forsøk på hvitvasking av penger eller finansiering av terrorvirksomhet, eller at ervervet vil øke risikoen for dette.

(5) Søknad om tillatelse etter første og annet ledd skal sendes Finanstilsynet med kopi til departementet.

(6) Ved avhendelse av aksjer slik at eierandelen kommer under grensene etter første og annet ledd, skal det gis melding til Finanstilsynet.

(7) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om innholdet i søknaden som nevnt i femte ledd, regler for behandling av søknaden, samt regler om plikt for børs til å gi melding om eiere av betydelige eierandeler i foretaket, og om plikt for juridiske personer som har betydelige eierandeler i børs, til å gi melding om hvem som inngår i styret og ledelsen.

§ 13-4 *Erverv uten tillatelse*

(1) Dersom en aksjeeier har ervervet aksjer uten nødvendig tillatelse etter § 13-3, kan departementet fastsette en frist for å redusere eierandelen eller søke nødvendig tillatelse. Dersom denne fristen overskrides, kan departementet selge aksjene. Reglene om tvangssalg av omsettelige verdipapirer gjelder så langt de passer. Tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6, jf. § 8-16, kommer ikke til anvendelse. Aksjeeieren skal varsles om at tvangssalg vil bli foretatt senest to uker før salget gjennomføres.

(2) Inntil nedsalg eller tvangssalg har funnet sted kan aksjeeieren for den del av aksjene som overstiger tillatt nivå, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

§ 13-5 *Kontrollkomité*

Departementet kan i forskrift fastsette regler om at børs skal ha kontrollkomité, herunder om kontrollkomiteens sammensetning, oppgaver, instruks og melding til Finanstilsynet.

§ 13-6 *Stans i handel*

Departementet kan i ekstraordinære situasjoner vedta at all notering og handel ved børs[1] skal stanses. Så vidt mulig skal børsens og Finanstilsynets uttalelse innhentes før beslutning fattes. Dersom departementets vedtak ikke kan avventes, kan Finanstilsynet treffe slik avgjørelse. Dersom Finanstilsynets vedtak ikke kan avventes, kan børs treffe slik avgjørelse.

§ 13-7 *Forvaltningslovens anvendelse på avgjørelser truffet av børs*

(1) Når børs treffer avgjørelser etter denne lov §§ 12-3, 12-4, 12-8, 12-9, 13-2, samt kapittel 6 og 7 og § 21-3 tredje ledd, skal forvaltningslovens kapittel III, IV, V, VI og VIII, med unntak av § 13, få anvendelse. Departementet kan fastsette nærmere regler om saksbehandlingen.

(2) Bestemmelsene i §§ 12-11 til 12-13 gjelder tilsvarende.

Del 5 Datarapporteringstjenester

Kapittel 14 Tillatelse og vilkår for datarapporteringstjenester

§ 14-1 *Tillatelse til å yte datarapporteringstjenester*

(1) Datarapporteringstjenester som ytes på forretningsmessig basis kan bare ytes av foretak som har tillatelse til dette fra Finanstilsynet. I tillatelsen skal det angis hvilke datarapporteringstjenester foretaket kan yte.

(2) Verdipapirforetak og markedsoperatør av en handelsplass kan yte datarapporteringstjenester dersom det verifiseres at de oppfyller kravene i dette kapittel. Hvilke tjenester foretaket kan yte skal fremgå av foretakets tillatelse.

(3) Tillatelse og godkjenning etter første og annet ledd kan bare gis dersom konsesjonsmyndigheten anser vilkårene for å yte datarapporteringstjenester etter dette kapittel oppfylt.

§ 14-2 *Søknad om tillatelse*

(1) I søknad om tillatelse skal alle opplysninger som er nødvendig for å vise at foretaket tilfredsstiller kravene i dette kapittel fremlegges, herunder en driftsplan som viser hvilke tjenester som er planlagt og foretakets organisering.

(2) Vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at en fullstendig søknad er innlevert.

(3) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 14-3 *Endring og tilbakekall av tillatelser*

Finanstilsynet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelsen til å yte datarapporteringstjenester dersom datarapporteringsforetaket:

1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på den eller ikke har ytt noen datarapporteringstjenester i de foregående seks månedene,
2. har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. ikke lenger oppfyller vilkårene som gjaldt for tillatelsen,
4. har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske overtredelser av bestemmelsene i denne lov eller i MiFIR som gjennomført i § 8-1,
5. mislige forhold hos markedsoperatøren gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet,
6. markedsoperatøren ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 19-7 eller finanstilsynsloven § 4 første ledd nr. 7.

§ 14-4 *Krav til styre og ledelse i datarapporteringsforetak*

(1) Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av datarapporteringsforetak skal ha tilstrekkelig kvalifikasjoner og erfaring, ha ført en hederlig vandel og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig atferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte. Styret skal samlet sett ha bred erfaring. Personer som omfattet av leddet her skal fremlegge ordinær politiattest etter politiregisterloven § 40.

(2) Personer som nevnt i første ledd skal sette av tilstrekkelig tid til å utføre sine oppgaver i datarapporteringsforetaket.

(3) Foretakets styre skal inneha tilstrekkelig kollektiv kompetanse og erfaring til å kunne forstå foretakets virksomhet.

(4) Styremedlemmer skal utvise hederlighet, integritet og uavhengighet for effektivt å kunne vurdere, utfordre og føre tilsyn med de beslutningene som treffes av foretakets daglige ledelse.

(5) Personer som faktisk leder forretningsvirksomheten og driften til et allerede godkjent regulert marked i samsvar med loven her, anses for å oppfylle kravene fastsatt i første ledd.

(6) Tillatelse skal nektes dersom det foreligger objektive og påviselige grunner til å tro at datarapporteringsforetakets styre eller ledelse kan være til skade for en effektiv, sunn og fornuftig ledelse og hindre at det tas tilstrekkelig hensyn til markedets integritet og kundenes interesser.

(7) Foretaket skal gi Finanstilsynet melding ved endring av styrets sammensetning og ved skifte av daglig leder eller andre som faktisk deltar i ledelsen av virksomheten. Foretaket skal framlegge alle opplysninger som er nødvendige for å vurdere om foretaket overholder kravene i første til fjerde ledd.

(8) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 14-5 *Styrets ansvar og forpliktelser*

(1) Styret har det overordnede ansvar for forvaltningen av datarapporteringsforetaket og skal føre tilsyn med foretakets virksomhet. Styret skal blant annet sørge for at foretaket organiseres og ledes på en effektiv og fornuftig måte, herunder at de ulike delene av virksomheten holdes atskilt og at interessekonflikter forebygges, på en måte som fremmer markedets integritet og kundenes interesser.

(2) Styret skal overvåke og regelmessig vurdere hvor effektive markedsoperatørens organisering og ledelse er og treffe egnede tiltak for å avhjelpe eventuelle mangler.

(3) Styremedlemmene skal ha tilstrekkelig tilgang til opplysninger og dokumenter som de trenger for å føre tilsyn med de beslutninger som treffes av markedsoperatørens daglige ledelse

§ 14-6 *Organisatoriske krav til godkjente offentliggjøringsordninger (APA)*

(1) Godkjent offentliggjøringsordning skal ha egnede retningslinjer og ordninger for å offentliggjøre opplysningene som kreves i henhold til artikkel 20 og 21 i MiFIR som gjennomført i § 8-1 så nær sanntid som mulig, og på rimelige forretningsmessige vilkår. Opplysningene skal gjøres offentlig tilgjengelige vederlagsfritt 15 minutter etter at den godkjente offentliggjøringsordningen har offentliggjort dem. Offentliggjøringen skal skje effektivt og kontinuerlig og på en måte som sikrer rask tilgang til opplysningene. Offentliggjøringen skal være ikke-diskriminerende og i et format som letter konsolideringen av opplysningene med tilsvarende opplysninger fra andre kilder.

(2) Opplysningene som offentliggjøres etter første ledd skal minst omfatte følgende:

1. det finansielle instrumentets identifikasjon,
2. prisen for den gjennomførte transaksjonen,
3. transaksjonsvolumet,
4. transaksjonstidspunktet,

5. tidspunktet da transaksjonen ble rapportert,
6. prisnoteringen for transaksjonen,
7. koden for handelsplassen der transaksjonen ble gjennomført, eller dersom transaksjonen ble gjennomført gjennom en systematisk internaliserer, koden «SI» eller eventuelt «OTC»,
8. angivelse av at transaksjonen var omfattet av særlige vilkår dersom det er relevant.

(3) Godkjent offentliggjøringsordning skal ha effektive administrative ordninger for å hindre interessekonflikter med kundene. En godkjent offentliggjøringsordning som også er en markedsoperatør eller et verdipapirforetak, skal behandle alle innsamlede opplysninger på en ikke-diskriminerende måte og ha egnede ordninger for å skille forskjellige forretningsfunksjoner.

(4) Godkjent offentliggjøringsordning skal ha pålitelige sikkerhetssystemer som er utformet for å garantere sikkerhet ved informasjonsoverføringen, redusere risikoen for dataforfalskning og ulovlig tilgang og for å forebygge informasjonslekkasje før offentliggjøringen. Den godkjente offentliggjøringsordningen skal ha tilstrekkelige ressurser og reservesystemer på plass, slik at disse tjenestene kan tilbys og opprettholdes til enhver tid.

(5) Godkjent offentliggjøringsordning skal ha systemer som effektivt kan kontrollere om handelsrapportene er fullstendige, identifisere utelatelser og åpenbare feil og anmode om at eventuelle feilaktige rapporter overføres på nytt.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 14-7 *Organisatoriske krav til konsoliderte offentliggjøringssystem (CTP)*

(1) Konsolidert offentliggjøringssystem skal ha egnede retningslinjer og ordninger for å samle inn opplysningene som offentliggjøres i samsvar med artikkel 6 og 20 i MiFIR som gjennomført i § 8-1, konsolidere dem i en kontinuerlig elektronisk datastrøm og gjøre opplysningene tilgjengelige for offentligheten så nær sanntid som teknisk mulig, og på rimelige forretningsmessige vilkår.

(2) Opplysningene som offentliggjøres etter første ledd skal minst omfatte følgende:

1. det finansielle instrumentets identifikasjon,
2. prisen for den gjennomførte transaksjonen,
3. transaksjonsvolumet,
4. transaksjonstidspunktet,
5. tidspunktet da transaksjonen ble rapportert,
6. prisnoteringen for transaksjonen,
7. koden for handelsplassen der transaksjonen ble gjennomført, eller dersom transaksjonen ble gjennomført gjennom et foretak som systematisk trer inn i kundens ordre, koden «SI» eller eventuelt «OTC»,
8. dersom det er relevant, at en dataalgoritme i verdipapirforetaket var ansvarlig for investeringsbeslutningen og utførelsen av transaksjonen,
9. angivelse av at transaksjonen var omfattet av særlige vilkår dersom det er relevant,
10. dersom det ble gjort unntak fra forpliktelsen til å offentliggjøre opplysningene nevnt i artikkel 3 nr. 1 MiFIR som gjennomført i § 8-1 i samsvar med artikkel 4 nr. 1 bokstav a) eller b) i nevnte forordning, angivelse av hvilket av disse unntakene transaksjonen var omfattet av.

(3) Opplysningene som nevnt i første ledd skal gjøres tilgjengelige vederlagsfritt 15 minutter etter at det konsoliderte offentliggjøringssystemet har offentliggjort dem. Konsolidert offentliggjøringssystem skal gjøre nevnte opplysninger tilgjengelig effektivt og konsekvent og på en måte som sikrer rask tilgang til opplysninger. Opplysningene skal gjøres tilgjengelig på et ikke-diskriminerende grunnlag og i formater som markedsdeltakerne lett kan få tilgang til og bruke.

(4) Konsolidert offentliggjøringssystem skal ha egnede retningslinjer og ordninger for å samle inn opplysningene som offentliggjøres i samsvar med artikkel 10 og 21 i MiFIR som gjennomført i § 8-1, konsolidere dem i en kontinuerlig elektronisk datastrøm og gjøre minst følgende opplysninger tilgjengelige for offentligheten så nær sanntid som teknisk mulig, og på rimelige forretningsmessige vilkår.

(5) Opplysningene som offentliggjøres etter fjerde ledd skal minst omfatte følgende:

1. det finansielle instrumentets identifikasjon eller kjennetegn,
2. prisen for den gjennomførte transaksjonen,
3. transaksjonsvolumet,
4. transaksjonstidspunktet,
5. tidspunktet da transaksjonen ble rapportert,
6. prisnoteringen for transaksjonen,
7. koden for handelsplassen der transaksjonen ble gjennomført, eller dersom transaksjonen ble gjennomført gjennom et foretak som systematisk trer inn i kundens ordre, koden «SI» eller eventuelt «OTC»,
8. angivelse av at transaksjonen var omfattet av særlige vilkår dersom det er relevant.

(6) Opplysningene som nevnt i fjerde ledd skal gjøres tilgjengelige vederlagsfritt 15 minutter etter at leverandøren av et konsolidert offentliggjøringssystem har offentliggjort dem. Konsolidert offentliggjøringssystem skal gjøre nevnte opplysninger tilgjengelig effektivt og konsekvent og på

en måte som sikrer rask tilgang til opplysninger. Opplysningene skal gjøres tilgjengelig på ikke-diskriminerende grunnlag og i allment anerkjente og samvirkende formater som markedsdeltakerne lett kan få tilgang til og bruke.

(7) Konsolidert offentliggjøringssystem skal sikre at dataene som leveres, er konsolidert fra alle regulerte markeder, MHF-er, OHF-er og godkjente offentliggjøringsordninger og for nærmere bestemte finansielle instrumenter.

(8) Konsolidert offentliggjøringssystem skal drive og opprettholde effektive administrative ordninger for å hindre interessekonflikter. Særlig skal en markedsoperatør eller en godkjent offentliggjøringsordning som også driver et konsolidert offentliggjøringssystem, behandle alle innsamlede opplysninger på en ikke-diskriminerende måte og drive og opprettholde egnede ordninger for å skille mellom forskjellige forretningsfunksjoner.

(9) Konsolidert offentliggjøringssystem skal ha pålitelige sikkerhetssystemer som er utformet for å garantere sikkerhet ved informasjonsoverføringen og for å redusere risikoen for dataforfalskning og ulovlig tilgang. Konsolidert offentliggjøringssystem skal opprettholde tilstrekkelige ressurser og ha reservesystemer på plass, slik at disse tjenestene kan tilbys og opprettholdes til enhver tid.

(10) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 14-8 *Organisatoriske krav til godkjente rapporteringsordninger (ARM)*

(1) Godkjent rapporteringsordning skal ha egnede retningslinjer og ordninger for å rapportere opplysningene som kreves i henhold til artikkel 26 i MiFIR som gjennomført i § 8-1, snarest mulig og senest ved utgangen av første virkedag etter den dagen transaksjonen fant sted. Slike opplysninger skal rapporteres i samsvar med kravene i artikkel 26 i MiFIR.

(2) Godkjent rapporteringsordning skal drive og opprettholde effektive administrative ordninger for å hindre interessekonflikter med kundene. Godkjent rapporteringsordning som også er en markedsoperatør eller et verdipapirforetak, skal behandle alle innsamlede opplysninger på en ikke-diskriminerende måte og drive og opprettholde egnede ordninger for å skille forskjellige forretningsfunksjoner.

(3) Godkjent rapporteringsordning skal ha pålitelige sikkerhetssystemer som er utformet for å garantere sikkerhet og autentisering ved informasjonsoverføringen, for å redusere risikoen for dataforfalskning og ulovlig tilgang og for å forebygge informasjonslekkasje og sikre at opplysningene til enhver tid behandles fortrolig. Godkjent rapporteringsordning skal opprettholde tilstrekkelige ressurser og ha reservesystemer på plass, slik at disse tjenestene kan tilbys og opprettholdes til enhver tid.

(4) Godkjent rapporteringsordning skal ha systemer som effektivt kan kontrollere om transaksjonsrapportene er fullstendige, identifisere utelatelser og åpenbare feil som er forårsaket av verdipapirforetaket. Dersom slike feil eller utelatelser forekommer, skal rapporteringsordningen opplyse verdipapirforetaket om dem og anmode om at eventuelle feilaktige rapporter overføres på nytt.

(5) Godkjent rapporteringsordning skal ha systemer som gjør det mulig for den godkjente rapporteringsordningen å oppdage feil eller utelatelser som den selv har forårsaket, og å rette og overføre, eller eventuelt overføre på nytt, korrekte og fullstendige transaksjonsrapporter til Finanstilsynet.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

Del 6 Markedet for varederivater, utslippskvoter mv.

Kapittel 15 Fastsettelse, rapportering og håndheving av posisjonsgrenser

§ 15-1 *Fastsettelse av posisjonsgrenser*

(1) Finanstilsynet skal etablere og anvende grenser for hvor stor nettoposisjon en fysisk eller juridisk person til enhver tid kan inneha i varederivater som handles på handelsplasser og økonomisk likeverdige OTC-kontrakter (posisjonsgrenser).

(2) Ingen skal inneha posisjoner i varederivatkontrakter som overstiger posisjonsgrenser etablert av tilsynsmyndigheten, med mindre annet særskilt fremgår.

(3) Posisjonsgrensene skal etableres og anvendes for å

1. motvirke markedsmisbruk og
2. opprettholde ordnede prisdannelses- og oppgjørsvilkår, herunder hindre markedsvridende posisjoner og sikre konvergens mellom derivatpriser i leveringsmåneden og spotprisene for den underliggende varen, uten skade for prisdannelsen på markedet for den underliggende varen.

(4) Finanstilsynet skal etablere posisjonsgrenser på grunnlag av alle posisjoner som innehas av en fysisk eller juridisk person, eller på dennes vegne, på konsernnivå. Ved etableringen skal det tas utgangspunkt i en særskilt beregningsmetode

som anvendes for hver enkelt varederivatkontrakt som handles på handelsplass og økonomisk likeverdige OTC-kontrakter, for fastsettelse av posisjonsgrenser for spotmåneden og for andre måneder basert på egenskaper ved derivatet og markedet for den underliggende varen.

(5) Posisjonsgrensene skal angi klare kvantitative grenser for hvor store posisjoner i et varederivat som kan innehas.

(6) Tilsynsmyndigheten skal vurdere, og eventuelt endre, posisjonsgrenser ved

1. vesentlige endringer i den tilgjengelige mengden underliggende vare eller antallet åpne posisjoner, eller
2. ved annen vesentlig endring i markedet.

(7) Tilsynsmyndigheten kan i særlige tilfeller fastsette strengere posisjonsgrenser enn det som følger av beregningsmetoden etter fjerde ledd med utfyllende forskrifter, dersom dette er objektivt begrunnet og forholdsmessig. Tilsynsmyndigheten skal ved fastsettelse av strengere posisjonsgrenser ta hensyn det konkrete markedets likviditet og hvor velfungerende det er. Den strengere posisjonsgrensen kan fornyes for perioder på inntil seks måneder av gangen. Dersom den strengere posisjonsgrensen ikke blir fornyet etter utløpet av seksmånedersperioden, utløper den automatisk.

(8) Etter søknad skal ikke posisjonsgrenser anvendes på posisjoner som innehas av eller på vegne av et ikke-finansielt foretak, og som på en objektivt målbar måte reduserer risikoene som er direkte knyttet til innehaverens forretningsvirksomhet.

(9) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 15-2 *Kontroll av posisjonshåndtering*

(1) Verdipapirforetak eller markedsoperatør som driver en handelsplass der det handles varederivater skal foreta kontroll av posisjonshåndteringen på handelsplassen. Som ledd i denne kontrollen skal handelsplassen sørge for å ha myndighet til å

1. overvåke enhver persons åpne posisjoner,
2. få tilgang til opplysninger, herunder all relevant dokumentasjon, fra enhver person om
   a) størrelsen på og formålet med en inngått posisjon eller eksponering
   b) om reelle eller underliggende eiere,
   c) eventuelle avtalte ordninger om samhandling, og
   d) eventuelle tilknyttede eiendeler eller forpliktelser i det underliggende markedet,
3. kreve at enhver person midlertidig eller varig avslutter eller reduserer en posisjon og ensidig kunne treffe egnede tiltak for å sikre at posisjonen avsluttes eller reduseres dersom personen ikke etterkommer kravet, og
4. kreve at en person midlertidig tilbakefører likviditet til markedet til avtalt pris og i avtalt omfang for å redusere virkningen av en stor og dominerende posisjon.

(2) Verdipapirforetakets eller markedsoperatørens virksomhet etter første ledd skal være transparent og ikke-diskriminerende, angi hvordan den anvendes og ta hensyn til markedsdeltakernes art og sammensetning og deres bruk av varederivatkontrakter som er tatt opp til handel på handelsplassen.

(3) Verdipapirforetaket eller markedsoperatøren skal gi Finanstilsynet informasjon om posisjonshåndteringskontrollen for den enkelte handelsplass den driver.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 15-3 *Rapportering av posisjoner*

(1) Verdipapirforetak eller markedsoperatør som driver en handelsplass der det handles varederivater, utslippskvoter eller derivater med utslippskvoter som underliggende, skal

1. dersom antall personer og deres åpne posisjoner overskrider en minstegrense, offentliggjøre en ukentlig rapport om de samlede posisjonene som innehas av de forskjellige kategoriene av personer som nevnt i fjerde ledd, for de forskjellige varederivatene eller utslippskvotene eller derivater av slike som handles på deres handelsplasser, med angivelse av
   a) antallet lange og korte posisjoner per kategori,
   b) endringer av disse siden forrige rapport,
   c) prosentandelen av det samlede antallet åpne posisjoner for hver kategori, og
   d) antallet personer som innehar en posisjon i hver kategori.
2. sende den ukentlige rapporten etter nr. 1 til tilsynsmyndigheten og ESMA, og
3. minst daglig gi tilsynsmyndigheten en fullstendig oversikt over posisjoner som innehas av alle personer på den berørte handelsplassen, herunder medlemmene og deres kunder.

(2) Verdipapirforetak som handler med varederivater eller utslippskvoter eller derivater med utslippskvoter som underliggende utenfor en handelsplass, skal minst daglig gi tilsynsmyndigheten en fullstendig oversikt over sine posisjoner, her-

under posisjoner som innehas av deres kunder og deres kunder igjen ned til sluttkundenivå, i

1. nevnte instrumenter som handles på en handelsplass og
2. i økonomisk likeverdige OTC-kontrakter.

(3) Medlemmer på regulerte markeder og MHF og kunder av OHF skal minst daglig rapportere til verdipapirforetaket eller markedsoperatøren som driver handelsplassen

1. opplysninger om sine egne posisjoner som innehas gjennom kontrakter som handles på denne handelsplassen, og
2. om posisjonene som innehas av deres kunder og deres kunders kunder, ned til sluttkundenivå.

(4) Verdipapirforetak eller markedsoperatør som driver handelsplass, skal klassifisere personer som innehar posisjoner i et varederivat eller utslippskvoter eller derivater med utslippskvoter som underliggende ut fra arten av deres hovedvirksomhet, som enten

1. verdipapirforetak eller kredittinstitusjon,
2. investeringsfond, enten et foretak for kollektiv investering i omsettelige verdipapirer som definert i nasjonale regler som gjennomfører direktiv 2009/65/EF (UCITS-direktivet) eller en forvalter av et alternativ investeringsfond som definert i nasjonale regler som gjennomfører direktiv 2011/61/EF (AIFM-direktivet),
3. andre finansinstitusjoner, herunder forsikringsforetak og gjenforsikringsforetak som definert i nasjonale regler som gjennomfører direktiv 2009/138/EF og tjenestepensjonsforetak som definert i nasjonale regler som gjennomfører direktiv 2003/41/EF,
4. kommersiell aktør,
5. operatører med kvoteplikt etter nasjonale regler som gjennomfører direktiv 2003/87 (kvotedirektivet).

(5) I rapportene nevnt i første ledd nr. 1 og oversiktene nevnt i annet ledd skal det skilles mellom

1. posisjoner som på en objektivt målbar måte reduserer risikoene tilknyttet forretningsvirksomheten, og
2. andre posisjoner.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 15-4 *Opplysningsplikt og pålegg*

(1) Finanstilsynet kan kreve opplysninger, herunder all relevant dokumentasjon, om størrelse og formål med posisjoner og eksponeringer som innehas gjennom varederivater, og om eventuelle eiendeler eller forpliktelser i det underliggende markedet.

(2) Finanstilsynet kan kreve at størrelsen på en posisjon eller eksponering reduseres til en størrelse lik eller under posisjonsgrense etablert etter § 15-1 og utfyllende forskrifter dersom

1. vedkommende opptrer i strid med reglene i dette kapittel med tilhørende forskrifter, eller
2. det anses nødvendig av hensyn til å
   a. motvirke markedsmisbruk, eller
   b. opprettholde ordnede prisdannelses- og oppgjørsvilkår.

(3) Finanstilsynet kan fatte vedtak om pålegg om å avstå fra å inngå nye varederivatkontrakter, dersom

1. vedkommende opptrer i strid med reglene i dette kapittel med tilhørende forskrifter, eller
2. det anses nødvendig av hensyn til å
   a. motvirke markedsmisbruk, eller
   b. opprettholde ordnede prisdannelses- og oppgjørsvilkår.

Del 7 Verdipapiroppgjøret

Gjeldende kapittel 12 til 14 blir nye kapittel 16 til 18.

Del 5. oppheves og erstattes av ny del 8.

Del 8 Tilsyn, sanksjoner mv.

Kapittel 19 Tilsyn

§ 19-1 *Tilsyn med verdipapirmarkedet*

(1) Tilsyn med virksomheten til verdipapirforetak, regulerte markeder og markedsoperatører, datarapporteringsforetak og sentrale motparter, samt med overholdelse av denne lovs bestemmelser, skal føres av Finanstilsynet. Departementet kan delegere Finanstilsynets tilsyn med overholdelse av §§ 5-2 og 5-3, samt forskrifter gitt for å utfylle disse bestemmelsene, til markedsoperatør.

(2) Finanstilsynet fører kontroll med at årsregnskap, årsberetning, halvårsregnskap og annen finansiell rapportering fra utstedere av omsettelige verdipapirer som er eller søkes notert på regulert marked i EØS, er i samsvar med lov eller forskrifter. Departementet kan fastsette forskrifter om slik kontroll og tiltak for å sikre at det blir gitt korrekt informasjon i tilfeller der den finansielle rapporteringen ikke er i samsvar med lov eller forskrifter. Departementet kan også delegere Finanstilsynets myndighet etter dette ledd eller bestemmelser fastsatt i medhold av dette ledd til markedsoperatør. Kontroll etter dette ledd føres med

den finansielle rapporteringen til utstedere som har Norge som hjemstat.

§ 19-2 *Opplysningsplikt*

(1) Verdipapirforetak, sentrale motparter, datarapporteringsforetak, samt markedsoperatører og selskap i samme konsern, har plikt til å gi de opplysninger som Finanstilsynet krever, om forhold som angår foretaket og dets virksomhet. Tilsvarende gjelder for verdipapirforetaks tilknyttede agenter. Foretaket plikter å fremvise og i tilfelle utlevere til kontroll opptak av oppgaver og lydopptak i henhold til § 9-16 første ledd nr. 8 og § 9-17 og øvrige dokumenter som angår virksomheten.

(2) Dersom det inntreffer forhold som medfører risiko for at foretak som nevnt i første ledd ikke vil kunne oppfylle de fastsatte krav til kapital og likviditet, eller det oppstår andre forhold som kan innebære stor risiko knyttet til driften av foretaket, skal foretaket straks gi melding til Finanstilsynet om dette. Sentral motpart skal i tillegg straks varsle Finanstilsynet dersom det skjer andre vesentlige endringer av betydning for tillatelsen.

(3) Ved mistanke om brudd på verdipapirhandelloven kapittel 3 eller ureglementerte markedsforhold, forstyrrelser i handelssystemet eller ved vesentlige brudd på reglene til regulert marked, plikter markedsoperatøren og selskap i samme konsern straks å melde fra til og bistå Finanstilsynet. Opplysningene og bistanden skal gis uten kostnad for Finanstilsynet.

(4) Dersom en markedsoperatør har grunn til å anta at det er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptrådt i strid med god forretningsskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelsene i denne lov, skal dette meddeles Finanstilsynet.

(5) Et verdipapirforetak skal i det omfang og på den måten Finanstilsynet bestemmer, melde fra om transaksjoner i finansielle instrumenter som er gjenstand for omsetning på et regulert marked innenfor EØS-området og som er foretatt gjennom filial eller ved grensekryssende virksomhet i en annen EØS-stat.

(6) Et foretak plikter å gi de opplysninger som Finanstilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov vedrørende finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket.

(7) Finanstilsynet kan uten hinder av taushetsplikt kreve å få de opplysninger det finner påkrevet i sin kontrollvirksomhet fra et verdipapirregister på den måten Finanstilsynet finner hensiktsmessig.

(8) Verdipapirforetaks og regulerte markeders revisor plikter på forespørsel å gi Finanstilsynet opplysninger om foretakenes virksomhet.

(9) Utstedere som nevnt i § 19-1 annet ledd samt deres tillitsvalgte, ansatte og revisor plikter å gi Finanstilsynet de opplysninger om utsteders forhold som Finanstilsynet krever til gjennomføring av kontroll etter § 19-1 annet ledd. Utstedere som nevnt i § 19-1 annet ledd, deres tillitsvalgte, ledende ansatte og revisor skal gi melding til Finanstilsynet om finansiell rapportering fra utstederen som de anser ikke gir et rettvisende bilde i overensstemmelse med det relevante regelverket for finansiell rapportering. Opplysnings- og meldeplikt etter dette ledd gjelder uten hinder av taushetsplikt. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om opplysnings- og meldeplikt etter dette ledd, og kan herunder delegere Finanstilsynets myndighet etter første punktum til regulert marked med tillatelse som børs og fastsette at opplysnings- og meldeplikt etter dette ledd skal oppfylles overfor regulert marked med tillatelse som børs.

(10) Finanstilsynet kan pålegge enhver å innhente den dokumentasjonen som tilsynet krever til gjennomføring av kontroll av at vedkommende har etterlevd bestemmelsene i EMIR som gjennomført i § 17-1 første ledd eller i forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene.

(11) Finanstilsynet skal gjøre de opplysningspliktige oppmerksom på opplysningspliktens omfang og begrensninger.

§ 19-3 *Opplysningsplikt for enhver ved mistanke om brudd på verdipapirhandelloven*

(1) Dersom Finanstilsynet har mistanke om overtredelse av kapittel 3, 4, 5, samt MiFIR som gjennomført i § 8-1 og kapittel 9 til 15, eller forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene, kan enhver pålegges å gi de opplysninger Finanstilsynet krever, herunder fremlegge dokumenter, teknisk lagret informasjon og utskrift fra lagringsmedium.

(2) Opplysningsplikten i første ledd gjelder ikke opplysninger som vedkommende ville vært forhindret fra å gi i straffesak. Opplysningsplikten gjelder likevel uten hinder av:

1. lovbestemt taushetsplikt som ellers påhviler ligningsmyndigheter, andre skatte- og avgiftsmyndigheter og myndigheter som har til oppgave å overvåke offentlig regulering av ervervsvirksomhet,
2. taushetsplikt som nevnt i lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 for så vidt gjelder opplysninger om avtalebasert hemmelig telefon-

nummer eller andre abonnementsopplysninger og elektronisk kommunikasjonsadresse, og

3. taushetsplikt som nevnt i lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 for så vidt gjelder opplysninger om trafikkdata, dersom det er gitt fritak fra slik taushetsplikt. Begjæring om slikt fritak fra taushetsplikten fremsettes av Finanstilsynet for tingretten på det sted hvor det mest praktisk kan skje. Retten kan ved kjennelse gi tilbyder slikt fritak. Ved vurderingen av om fritak skal gis skal det blant annet legges vekt på hensynet til taushetsplikten og sakens opplysning. Straffeprosessloven § 170 a gjelder tilsvarende.

Retten sørger for at kjennelsen snarest mulig blir meddelt den mistenkte eller andre som rammes av at taushetsplikten oppheves. Straffeprosessloven § 210 a jf. § 100 a gjelder tilsvarende. Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om domstolskontroll og Finanstilsynets behandling av saker etter denne bestemmelsen, herunder regler om behandlingen av overskuddsinformasjon.

(3) Opplysningene innhentet i medhold av denne bestemmelsen kan bare brukes i den sak de er innhentet for. Opplysningene kan kreves gitt skriftlig eller muntlig innen en fastsatt frist og kan nedtegnes eller lagres som lydopptak. Den som innkalles til avhør, har rett til å la seg bistå av advokat.

(4) Denne bestemmelsen gjelder selv om det er besluttet bevissikring etter § 19-5 og gis tilsvarende anvendelse der Finanstilsynet anmodes av annen stats myndighet som fører tilsyn som nevnt i finanstilsynsloven, om å innhente opplysninger på bakgrunn av mistanke om tilsvarende overtredelse av vedkommende stats lovgivning.

(5) Enhver har rett til å nekte å svare på spørsmål eller utlevere dokumenter eller gjenstander når svaret eller utleveringen vil kunne utsette vedkommende for straff eller straffelignende sanksjon. Finanstilsynet skal gjøre vedkommende kjent med denne retten.

(6) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innholdet av opplysningsplikten og krav til behandling av overskuddsinformasjon.

§ 19-4 *Opplysningsplikt overfor tilbudsmyndigheten*

Tilbudsmyndigheten kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål som omfattes av kapittel 6. Ved tilsidesettelse av opplysningsplikt gjelder § 21-1.

§ 19-5 *Bevissikring*

(1) For å søke etter bevis kan Finanstilsynet, når det er rimelig grunn til å anta at bestemmelsene i kapittel 3 eller § 9-35 og kapittel 15, samt forskrifter gitt i medhold av bestemmelsene, er overtrådt, eller det er nødvendig for å oppfylle Norges avtaleforpliktelser overfor annen stat, kreve:

1. å få adgang til lokaler, eiendommer og andre oppbevaringssteder hvor det kan finnes bevis for overtredelse,
2. å få adgang til bolig dersom det er særlig grunn til å anta at bevis oppbevares der, og
3. å ta med ting, herunder kopi av dokumenter og annen informasjon og teknisk lagret informasjon som kan ha betydning som bevis for nærmere granskning, og å forsegle forretningslokaler, bøker, forretningspapirer eller teknisk lagringsmedium så lenge undersøkelsen varer og dette anses nødvendig.

(2) Begjæring om adgang til bevissikring fremsettes av Finanstilsynet for tingretten på det sted hvor det mest praktisk kan skje. Retten treffer sin avgjørelse ved beslutning før bevissikringen settes i verk. Den begjæringen retter seg mot, skal ikke varsles om begjæringen eller beslutningen. Kjæremål over beslutningen har ikke oppsettende virkning. Straffeprosessloven §§ 200, 201 første ledd, §§ 117 til 120, jf. §§ 204, 207, 208, 209, 213 og kapittel 26 og forvaltningsloven § 15 annet og tredje ledd gjelder så langt de passer.

(3) Finanstilsynet kan kreve bistand av politiet for å iverksette beslutning om bevissikring.

(4) Dersom det ikke er tid til å avvente rettens beslutning, kan Finanstilsynet kreve at politiet avstenger områder der bevisene kan være, inntil rettens beslutning foreligger.

(5) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om bevissikring og behandling av overskuddsinformasjon.

§ 19-6 *Finanstilsynets taushetsplikt*

(1) Gir Finanstilsynets undersøkelser grunn til å anta at noen er eller vil bli påført tap som følge av at bestemmelser i lov eller i medhold av lov ikke er overholdt, kan Finanstilsynet underrette vedkommende om forholdet uten hinder av taushetsplikten etter finanstilsynsloven § 7 første ledd.

(2) Enhver som utfører arbeid eller tjeneste for Finanstilsynet eller departementet, har taushetsplikt overfor uvedkommende om opplysninger som omhandler tiltak og sanksjoner som knytter seg til overtredelse av bestemmelser i loven her, eller forskrifter gitt i medhold av loven, der-

som offentliggjøring av opplysningene kan skape alvorlig uro på finansmarkedene eller påføre de berørte parter uforholdsmessig stor skade. Forvaltningsloven § 13 og §§ 13 b til 13 e gjelder ikke for opplysninger som nevnt i første punktum.

(3) Enhver som utfører arbeid eller tjeneste for Finanstilsynet eller departementet, har taushetsplikt overfor uvedkommende om identiteten til personer som har gitt meldinger, tips eller liknende opplysninger om overtredelser av loven og tilhørende forskrifter, og om andre opplysninger som kan gjøre identiteten kjent, med mindre bruk av opplysningene er nødvendig som ledd i ytterligere undersøkelser av overtredelsen eller etterfølgende rettsforfølgning av saken. Taushetsplikten etter første punktum gjelder også identiteten til den fysiske personen opplysningene gjelder. Taushetsplikten etter første og annet punktum gjelder overfor sakens parter og deres representanter.

§ 19-7 *Pålegg mv.*

(1) Finanstilsynet kan gi foretak som nevnt i § 19-1 første ledd pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov. Videre kan pålegg om retting gis til foretak som opptrer i strid med bestemmelsene i EMIR som gjennomført i § 17-1 første ledd eller forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene. Pålegg om retting kan også gis dersom verdipapirforetak opptrer i strid med interne retningslinjer og instrukser som nevnt i § 9-16, eller markedsoperatører eller datarapporteringsforetak opptrer i strid med egne regler og forretningsvilkår. Tilsvarende gjelder dersom foretakenes ledelse eller styre ikke oppfyller kravene som fastsatt i § 9-10, § 11-7, § 14-4 eller EMIR artiklene 26 til 50 som gjennomført i § 17-1 første ledd eller forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene.

(2) Første ledd gjelder tilsvarende dersom Finanstilsynet underrettes av tilsynsmyndigheter i annen EØS-stat om at et norsk verdipapirforetak har overtrådt regler som gjelder for foretakets virksomhet i vedkommende land. Finanstilsynet skal i tilfelle underrette vedkommende myndighet om hvilke pålegg som blir gitt.

(3) Finanstilsynet kan forby verdipapirforetak å drive virksomhet som ikke anses tilfredsstillende regulert i lov, forskrift gitt med hjemmel i lov eller interne retningslinjer og instrukser som nevnt i § 9-16, når virksomheten kan påføre foretaket eller dets kunder uforsvarlig stor risiko. Finanstilsynet kan også gi pålegg om at slik virksomhet bare kan finne sted på bestemte vilkår.

(4) Dersom en eier med kvalifisert eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eller en eier ikke har gitt melding til Finanstilsynet etter § 9-13 første ledd, eller etter § 11-10 tredje ledd, eller erverver aksjer i strid med Finanstilsynets vedtak etter § 9-13 annet ledd, § 11-10 eller § 13-3, kan Finanstilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves, eller at aksjene skal avhendes, etter fremgangsmåten i § 13-4.

(5) Finanstilsynet kan gi pålegg om å oppfylle opplysnings- og meldeplikt etter § 19-2 niende ledd. Finanstilsynsloven § 10 annet ledd gjelder tilsvarende.

(6) Dersom Finanstilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av denne lov, kan Finanstilsynet pålegge vedkommende å bringe handlingen til opphør. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør.

(7) Finanstilsynet kan pålegge foretak som nevnt i § 19-1 annet ledd å innhente den dokumentasjon som Finanstilsynet krever til gjennomføring av kontroll etter § 19-1 annet ledd. Finanstilsynsloven § 10 annet ledd gjelder tilsvarende.

(8) Finanstilsynet kan gi pålegg om stans i markedsføring eller salg av finansielle instrumenter eller strukturerte innskudd når verdipapirforetaket som har produsert produktene, ikke har utviklet eller gjennomført en effektiv prosess for fremstilling av produktene eller på annen måte ikke oppfylt kravene etter § 9-19.

§ 19-8 *Forbud mot å inneha ledelsesfunksjon*

(1) Dersom styremedlem, daglig leder eller faktisk leder i foretak med konsesjon til å drive virksomhet som omfattes av verdipapirhandelloven, i sin stilling har foretatt alvorlige, systematiske eller gjentatte brudd på bestemmelser i lov eller gitt i medhold av lov, kan Finanstilsynet fatte vedtak om at vedkommende ikke kan inneha slik stilling, dersom bruddene medfører at vedkommende må anses uegnet eller uskikket til å inneha stillingen. Det skal legges vekt på om vedkommendes utøvelse av ledelsesfunksjoner som nevnt kan skade tilliten til verdipapirmarkedet.

(2) Vedtak etter denne bestemmelsen kan gjelde for en tidsbegrenset periode.

§ 19-9 *Midlertidig forbud mot medlemskap på regulert marked m.v.*

Ved overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av denne loven, kan Finanstilsynet midlertidig forby verdipapirforetak å være medlem eller deltaker på regulert marked og MHF eller

kunde av OHF, hvis det er grunn til å frykte at medlemskapet eller deltakerforholdet kan skade det aktuelle markedet eller handelsplassen, andre kunder eller allmenne interesser.

§ 19-10 *Klagenemnd*

(1) Departementet kan i forskrift fastsette at en klagenemnd skal avgjøre klager på vedtak etter bestemmelser gitt i medhold av § 19-1 annet ledd.

(2) Forvaltningsloven kommer til anvendelse for klagenemndens virksomhet. Departementet kan fastsette nærmere regler om frister, innholdet av klage, tilsvar og muntlig forhandling samt om klagenemndens sammensetning og virksomhet.

(3) Klagenemndens utgifter til klagebehandling etter første ledd dekkes av Finanstilsynet og utlignes på utstedere av omsettelige verdipapirer som er notert på regulert marked i EØS med Norge som hjemstat. Departementet fastsetter medlemmenes godtgjørelse.

(4) Det kan kreves gebyr for behandling av klage som angitt i første ledd. Departementet kan gi nærmere regler om når gebyr skal kreves, om gebyrenes størrelse og om innkrevingen.

Kapittel 20 Tilsyn med verdipapirforetak med hovedsete i annen stat

§ 20-1 *Opplysningsplikt for foretak med hovedsete i annen EØS-stat*

(1) Finanstilsynet kan til statistisk bruk pålegge verdipapirforetak som yter investeringstjenester gjennom filial etter § 9-46, å avgi rapporter om sin virksomhet.

(2) Finanstilsynet kan kreve de opplysninger fra verdipapirforetakene som nevnt i første ledd som anses nødvendige for å kontrollere at de regler som gjelder for virksomheten her i landet overholdes.

§ 20-2 *Stedlig kontroll med foretak med hovedsete i annen EØS-stat*

(1) Etter forutgående melding til Finanstilsynet kan tilsynsmyndigheten i verdipapirforetakets hjemstat, i samarbeid med Finanstilsynet, foreta stedlig kontroll i filial etablert etter § 9-46. Etter anmodning fra tilsynsmyndigheten i hjemstaten kan Finanstilsynet foreta den nevnte kontroll.

(2) Første ledd er ikke til hinder for at Finanstilsynet kan foreta den stedlige kontroll som anses nødvendig for å kontrollere at de regler som gjelder for filialens virksomhet her i landet overholdes.

§ 20-3 *Pålegg om retting m.m. mot foretak med hovedsete i annen EØS-stat*

(1) Finanstilsynet skal gi verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til § 9-46, pålegg om retting, herunder opphør av virksomhet her i landet, dersom virksomheten drives i strid med lov eller forskrift.

(2) Finanstilsynet kan treffe tiltak for å hindre nye overtredelser dersom pålegg etter første ledd ikke etterkommes.

(3) Før Finanstilsynet gir pålegg etter første ledd, skal tilsynsmyndighetene i verdipapirforetakets hjemstat varsles, og gis anledning til å treffe tiltak for å bringe det lovstridige forhold til opphør.

(4) Hvis det er nødvendig for å verne interessene til investorer og andre som mottar tjenester fra verdipapirforetaket, kan Finanstilsynet treffe nødvendige tiltak uten slikt varsel som nevnt i tredje ledd.

(5) Dersom et foretak med hovedsete i annen EØS-stat har fått sin tillatelse tilbakekalt, skal Finanstilsynet treffe tiltak for å hindre at foretaket fortsatt yter investeringstjenester her i landet.

§ 20-4 *Dokumentasjon fra norske filialer av foretak med hovedsete i annen EØS-stat*

Finanstilsynet skal ha tilgang til og føre tilsyn med dokumentasjon, herunder opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon, etter § 9-16 nr. 8 og § 9-17, foretatt av norske filialer av utenlandske verdipapirforetak.

§ 20-5 *Tilsyn med foretak med hovedsete utenfor EØS*

Finanstilsynet fører tilsyn med filialer av foretak med hovedsete utenfor EØS som har tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet etter § 9-48 første ledd.

Kapittel 21 Sanksjoner

§ 21-1 *Daglig mulkt mv.*

(1) Tilbudsmyndigheten kan ilegge foretaket eller person som forsømmer sine plikter etter kapittel 6, en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

(2) Tilbudsmyndigheten fastsetter mulktens størrelse. Mulkten tilfaller statskassen.

(3) Påløpt mulkt forfaller til betaling ved påkrav og er tvangsgrunnlag for utlegg.

(4) Ved overtredelse av plikter etter kapittel 7 eller forskrifter fastsatt i medhold av kapittel 7, kan prospektmyndigheten pålegge daglig mulkt etter nærmere regler fastsatt av departementet.

(5) Finanstilsynet kan ilegge sentral motpart eller foretak eller personer tilknyttet sentral motpart som forsømmer sine plikter etter EMIR artikkel 4 til 13 og artikkel 26 til 54 som gjennomført i § 17-1 første ledd eller forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene, en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

§ 21-2 *Vinningsavståelse*

(1) Dersom det er oppnådd vinning ved en uaktsom eller forsettlig overtredelse av §§ 3-3 første ledd, 3-4, 3-6 første og annet ledd, 3-7, 3-8, 3-9, 3-10, 9-8, 10-3, 10-4, 10-5, 10-9 til 10-17, samt MiFIR artikkel 29 nr. 1 som gjennomført i § 8-1 eller shortsalgforordningen artiklene 12 til 15 som gjennomført i § 3-14 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, kan den som vinningen er tilfalt, pålegges helt eller delvis å avstå denne. Dette gjelder også når den som vinningen tilfaller, er en annen enn lovovertrederen. Kan størrelsen av vinningen ikke godtgjøres, fastsettes beløpet skjønnsmessig.

(2) Dersom vinningen er tilfalt et selskap som inngår i et konsern, hefter selskapets morselskap og morselskapet i det konsern selskapet er en del av, subsidiært for beløpet.

(3) Finanstilsynet kan beslutte vinningsavståelse etter denne paragraf. Beslutning om vinningsavståelse anses ikke som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Vinningsavståelsen skal ha frist for vedtakelse på inntil to måneder. Vedtatt vinningsavståelse er tvangsgrunnlag for utlegg. Dersom vinningsavståelsen ikke vedtas, kan Finanstilsynet innen tre måneder etter utløpet av vedtaksfristen reise sak mot vedkommende i den rettskrets der vedkommende kan saksøkes. Saken følger lov om rettergangsmåten for tvistemål. Megling i forliksrådet er ikke nødvendig.

(4) Det skal gjøres fradrag i kravet om vinningsavståelse for beløp som den ansvarlige ved dom blir tilpliktet å betale tilbake til den skadelidte. Det samme gjelder hvis vedkommende på forhånd har foretatt slik tilbakebetaling og godtgjør at tilbakebetaling har funnet sted. Dersom dom som nevnt i første punktum avsies etter at vinning er avstått, og den ansvarlige ikke har midler til å dekke kravet, skal den avståtte vinning tilbakeføres til skadelidte i den grad det er nødvendig for å betale det i dommen fastsatte beløp.

(5) Kravet om vinningsavståelse foreldes etter ti år. For øvrig får reglene i lov 18. mai 1979 nr. 18 om foreldelse av fordringer anvendelse så langt de passer.

(6) Dersom overtredelsen behandles av påtalemyndigheten eller retten etter lov 22. mai 1981 nr. 25 om rettergangsmåten i straffesaker, skal eventuelt krav om vinningsavståelse tas med som inndragningskrav etter straffeloven § 67.

§ 21-3 *Overtredelsesgebyr ved overtredelse av bestemmelser i kapittel 3 til 6 og 17*

(1) Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av § 3-6 tredje, fjerde og sjette ledd, § 4-2, § 4-3 eller § 4-4 første eller annet ledd eller shortsalgforordningen artiklene 5 til 11 som gjennomført i § 3-14 eller EMIR artiklene 4 til 13 og artiklene 26 til 54 som gjennomført i § 17-1 første ledd eller forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene, kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr. Medvirkning kan sanksjoneres på samme måte. Det samme gjelder forsøkshandlinger, jf. straffeloven § 16.

(2) Finanstilsynet kan ilegge foretak som nevnt i § 19-1 annet ledd, overtredelsesgebyr dersom foretakets finansielle rapportering ikke er i samsvar med lov eller forskrift når overtredelsen har skjedd forsettlig eller uaktsomt. Klage over slikt vedtak følger reglene i § 19-10.

(3) Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av bestemmelsene i §§ 5-2 eller 5-3, samt forskrifter gitt for å utfylle disse bestemmelsene, kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr. Første ledd annet og tredje punktum gjelder tilsvarende. Dersom Finanstilsynets myndighet til å føre tilsyn med overholdelsen av §§ 5-2 og 5-3 er delegert til markedsoperatør i henhold til § 19-1 første ledd, kan vedkommende markedsoperatør ilegge overtredelsesgebyr etter dette ledd. Klage over vedtak av regulert marked følger regler i § 12-11. Bestemmelsen i § 19-6 annet ledd gjelder tilsvarende for regulert marked.

(4) Ved overtredelse av plikter etter kapittel 7 eller forskrifter fastsatt i medhold av kapittel 7, kan prospektmyndigheten ilegge overtredelsesgebyr.

(5) Ved utmåling av overtredelsesgebyr skal det særlig legges vekt på overtredelsens omfang og virkninger, samt graden av utvist skyld. Overtredelsesgebyr tilfaller statskassen.

(6) Endelig vedtak om overtredelsesgebyr er tvangsgrunnlag for utlegg.

(7) Søksmål mot vedtak etter denne bestemmelsen kan ikke reises før vedkommende part har benyttet klageretten og klagen er avgjort av klageinstansen. Søksmål skal likevel i alle tilfelle kunne reises når det er gått seks måneder fra det tidspunkt erklæringen om klage første gang ble fremsatt, og det ikke skyldes forsømmelse fra klagerens side at klageinstansens avgjørelse ikke foreligger.

(8) Når Statens innkrevingssentral er pålagt å innkreve gebyr som nevnt i første til fjerde ledd, kan den inndrive kravene ved trekk i lønn og lignende ytelser etter reglene i dekningsloven § 2-7. Innkrevingssentralen kan også inndrive kravene ved å stifte utleggspant for kravet dersom panteretten kan gis rettsvern ved registrering i et register eller ved underretning til en tredjeperson, jf. panteloven kapittel 5, og utleggsforretningen kan holdes på Innkrevingssentralens kontor etter tvangsfullbyrdelsesloven § 7-9 første ledd.

§ 21-4 *Overtredelsesgebyr ved brudd på reglene i kapittel 8 til 15 og 19*

(1) Finanstilsynet kan ilegge foretak med tillatelse etter §§ 9-1, 9-48, 11-1 og 14-1, samt kredittinstitusjoner med tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet etter finansforetaksloven § 2-7, overtredelsesgebyr dersom foretaket eller noen som har handlet på vegne av foretaket, overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av MiFIR som gjennomført i § 8-1 og kapittel 9 til 15 i loven. Det samme gjelder ved brudd på vilkår i tillatelser gitt i medhold av de nevnte bestemmelsene, eller dersom tillatelse er oppnådd ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter, eller dersom foretaket iverksetter tiltak som krever tillatelse, uten at tillatelse er gitt. Foretak som nevnt i § 9-46 kan ilegges overtredelsesgebyr ved brudd på bestemmelsene som fremgår i § 9-47. Overtredelsesgebyr kan ilegges selv om ingen enkeltperson har utvist skyld.

(2) Når overtredelsesgebyr kan ilegges foretak etter første ledd, kan overtredelsesgebyr i tillegg ilegges styremedlemmer, daglig leder eller faktisk leder i foretaket, dersom vedkommende har utvist forsett eller grov uaktsomhet i forbindelse med forholdet som medfører at foretaket ilegges overtredelsesgebyr.

(3) Finanstilsynet kan ilegge foretak som driver virksomhet som krever tillatelse etter §§ 9-1, 11-1 og 14-1 overtredelsesgebyr dersom foretaket, eller noen som har handlet på vegne av foretaket, driver slik virksomhet uten tillatelse. Det samme gjelder foretak som overtrer § 9-35 om algoritmehandel og bestemmelsene i § 15-1 om posisjonsgrenser, eller forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene. Overtredelsesgebyr kan også ilegges foretak som ikke etterkommer Finanstilsynets pålegg etter §§ 19-2, 19-3 og 19-7. Overtredelsesgebyr kan ilegges selv om ingen enkeltperson har utvist skyld.

(4) Finanstilsynet kan ilegge fysiske personer som forsettlig eller uaktsomt driver virksomhet som krever tillatelse etter §§ 9-1, 11-1 og 14-1 overtredelsesgebyr dersom vedkommende driver slik virksomhet uten tillatelse. Det samme gjelder personer som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 9-35 om algoritmehandel og bestemmelsene i § 15-1 om posisjonsgrenser eller forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene. Overtredelsesgebyr kan også ilegges personer som forsettlig eller uaktsomt unnlater å etterkomme Finanstilsynets pålegg etter §§ 19-2, 19-3 og 19-7.

(5) For juridiske personer kan det fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 42 millioner kroner, eller opptil 10 prosent av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap. For et morselskap eller et datterselskap av et morselskap som skal utarbeide konsernregnskap etter direktiv 2013/34 EU, skal den samlede omsetningen være den totale årsomsetningen, eller tilsvarende inntekt etter relevante regnskapsdirektiver, etter siste tilgjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsen i det overordnede morforetaket.

(6) For fysiske personer kan det fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 42 millioner kroner.

(7) Overtredelsesgebyret kan fastsettes til to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, selv om dette gir høyere gebyr enn utmålingen etter tredje og fjerde ledd.

(8) Ved forsinket betaling av overtredelsesgebyr skal det betales renter etter lov 17. desember 1976 nr. 100 om renter ved forsinket betaling m.m.

(9) Adgangen til å ilegge overtredelsesgebyr foreldes to år etter at overtredelsen er opphørt. Fristen avbrytes ved at Finanstilsynet gir forhåndsvarsel eller fatter vedtak om overtredelsesgebyr.

§ 21-5 *Momenter ved avgjørelse om administrative tiltak skal treffes, om sanksjoner skal ilegges og ved utmåling av overtredelsesgebyr*

(1) Ved avgjørelse om et administrativt tiltak skal treffes eller en administrativ sanksjon skal ilegges og ved utmåling av administrative gebyrer etter bestemmelsene i kapittelet her, skal det blant annet tas hensyn til:

1. overtredelsens grovhet og varighet,
2. graden av skyld hos overtrederen,
3. overtrederens finansielle styrke, særlig samlet omsetning eller årsinntekt og eiendeler,
4. oppnådd fortjeneste eller unngått tap,
5. tap påført tredjemann som følge av overtredelsen,
6. vilje til å samarbeide med myndighetene,
7. tidligere overtredelser.

(2) Det kan tas hensyn til flere momenter enn dem som er omhandlet i første ledd, når typen av og nivået på administrative sanksjoner og tiltak fastsettes.

§ 21-6 *Straff*

(1) Med bøter eller fengsel inntil seks år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 3-3 første ledd eller § 3-8, jf. forskrift gitt i medhold av denne.

(2) Med bøter eller fengsel inntil 1 år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt:

1. overtrer §§ 3-4, 3-5, 3-7, 3-11, 3-14, 7-2, 7-3, 7-7, 7-10, 9-1, 9-16 første ledd nr. 8, 10-3 til 10-5, 9-17, 19-2, 19-3 eller EMIR artiklene 4 til 13 og artiklene 26 til 54 som gjennomført i § 17-1 første ledd eller shortsalgforordningen artiklene 12 til 15 som gjennomført i § 3-14 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene,
2. overtrer § 3-6 første og annet ledd dersom det foreligger innsideinformasjon i foretaket,
3. gir villedende eller uriktige opplysninger i prospekt, annonser mv. som nevnt i § 7-13 og § 7-15,
4. overtrer plikten i § 9-18 til å oppbevare finansielle instrumenter og midler som tilhører investoren atskilt fra foretakets,
5. unnlater å etterkomme krav etter § 19-5 eller pålegg etter § 19-7, eller
6. grovt eller gjentatte ganger overtrer § 3-6 tredje, fjerde eller sjette ledd, § 3-9, § 3-10, § 4-2, § 5-2, § 5-3 eller §§ 10-9 til 10-17, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene.

(3) Med bøter straffes den som grovt eller gjentatte ganger forsettlig eller uaktsomt overtrer § 4-3 eller § 4-4 første eller annet ledd, eller shortsalgforordningen artiklene 5 til 11 som gjennomført i § 3-14 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, eller den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 4-4 tredje eller fjerde ledd, eller forskrifter gitt til utfylling av disse.

Gjeldende kapittel 18 blir nytt kapittel 22:

Kapittel 22 Overgangsregler og Ikrafttredelse

Ny § 22-1 skal lyde:

§ 22-1 *Ikrafttredelse og overgangsregler.*

(1) Loven gjelder fra den tid Kongen bestemmer. Kongen kan sette i kraft de enkelte bestemmelsene til forskjellig tid.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende regler om ikrafttredelse i forskrift.

§ 18-2 blir ny § 22-2 med følgende endringer:

Nytt første ledd skal lyde:

(1) Tillatelser etter lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel og lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder videreføres. Foretak med slike tillatelser må innrette sin virksomhet etter reglene i loven her fra lovens ikrafttredelse.

Nytt femte ledd skal lyde:

(5) Forskrifter gitt i medhold av lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven), lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel og lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder videreføres og gjelder inntil noe annet er bestemt også etter at loven her har trådt i kraft.

Forslag til endringer i andre lover:

I Lov 4. april 2015 nr. 17 om finansforetak og finanskonsern (finansforetaksloven) foreslås følgende endringer:

§ 2-7 skal lyde:

§ 2-7. Konsesjon som bank

Tillatelse til å drive virksomhet som bank gir adgang til å motta innskudd og andre tilbakebetalingspliktige midler fra allmennheten, å yte kreditt og stille garantier for egen regning og til å yte betalingstjenester. Tillatelsen kan også omfatte følgende typer virksomhet:

a) annen finansieringsvirksomhet,
b) utstedelse av elektroniske penger,
c) forretninger for foretakets eller kundenes regning i penge-, valuta- og verdipapirmarkedet, *herunder investeringstjenester og investeringsvirksomhet etter verdipapirhandelloven § 2-1 samt tilknyttede tjenester etter verdipapirhandelloven § 2-6.*
d) andre banktjenester.

Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder (børsloven), oppheves.

Vedlegg 1

Oversikt over utfyllende kommisjonsforordninger til MiFID II

For informasjonsformål. Listen er ikke uttømmende.

§ 2-2 Finansielle instrumenter

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive (C(2016) 2398)

§ 2-3 Definisjoner knyttet til investeringstjenester og investeringsvirksomhet

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive (C(2016) 2398)

§ 2-4 Definisjoner knyttet til finansielle instrumenter

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive (C(2016) 2398)

§ 2-8 Definisjoner knyttet til foretak og handelsplasser

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 9-2 Systematisk internalisering

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 9-3 Unntak fra krav om tillatelse

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 1.12.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the criteria to establish when an activity is considered to be ancillary to the main business (C(2016) 7643 – RTS 20)

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 9-6 Søknad om tillatelse

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on information and requirements for the authorisation of investment firms (C(2016) 4417)

§ 9-16 Generelle krav til organisering av virksomheten

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 9-17 Telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of

the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 9-18 Kundemidler og sikkerhetsstillelse

Commission Delegated Directive (EU) .../... of 7.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to safeguarding of financial instruments and funds belonging to clients, product governance obligations and the rules applicable to the provision or reception of fees, commissions or any monetary or non-monetary benefits (C(2016) 2031)

§ 9-19 Produkthåndtering

Commission Delegated Directive (EU) .../... of 7.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to safeguarding of financial instruments and funds belonging to clients, product governance obligations and the rules applicable to the provision or reception of fees, commissions or any monetary or non-monetary benefits (C(2016) 2031)

§ 9-34 Definisjoner

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 9-35 Algoritmehandel

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 Supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 19.7.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the organisational requirements of investment firms engaged in algorithmic trading (C(2016) 4478 – RTS 6)

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 13.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the requirements on market making agreements and schemes (C(2016) 3523 – RTS 8)

§ 9-36 Direkte elektronisk tilgang

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 Supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 19.7.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the organisational requirements of investment firms engaged in algorithmic trading (C(2016) 4478 – RTS 6)

§ 9-37 Alminnelig clearingmedlem

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 19.7.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the organisational requirements of investment firms engaged in algorithmic trading (C(2016) 4478 – RTS 6)

§ 9-38 Handelsprosessen og gjennomføring av transaksjoner på MHF og OHF

Commission Delegated Regulation (EU) 2016/824 of 25 May 2016 laying down implementing technical standards with regard to the content and format of the description of the functioning of multilateral trading facilities and organised trading facilities and the notification to the European Securities and Markets Authority according to Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments

§ 9-39 Særlige krav til multilaterale handelsfasiliteter (MHF)

Commission Delegated Regulation (EU) 2016/824 of 25 May 2016 laying down implementing technical standards with regard to the content and format of the description of the functioning of multilateral trading facilities and organised trading facilities and the notification to the European Securities and Markets Authority according to Directive

2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments

§ 9-40 Særlige krav til organiserte handelsfasiliteter (OHF)

Commission Delegated Regulation (EU) 2016/824 of 25 May 2016 laying down implementing technical standards with regard to the content and format of the description of the functioning of multilateral trading facilities and organised trading facilities and the notification to the European Securities and Markets Authority according to Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments

§ 9-41 Markedsovervåkning på MHF og OHF

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 9-42 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 24.5.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the suspension and removal of financial instruments from trading (C(2016) 3014 – RTS 18)

§ 9-43 Vekstmarked for små og mellomstore bedrifter

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 9-44 Melding om utøvelse av virksomhet i annen EØS-stat

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 29.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards specifying information to be notified by investment firms, market operators and credit institutions (C(2016) 3917)

§ 9-45 Melding om etablering av filial i annen EØS-stat

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 29.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards specifying information to be notified by investment firms, market operators and credit institutions (C(2016) 3917)

§ 9-46 Verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 29.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards specifying information to be notified by investment firms, market operators and credit institutions (C(2016) 3917)

§ 10-2 Interessekonflikter

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 10-10 Informasjon til kunden

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 10-11 Særskilte krav for uavhengig investeringsrådgivning

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 10-12 Vederlag fra andre enn kunden

Commission Delegated Directive (EU) .../... of 7.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to safeguarding of financial instruments and funds belonging to clients, product governance obligations and the rules applicable to the provision or reception of fees, commissions or any monetary or non-monetary benefits (C(2016) 2031)

§ 10-15 Vurdering av egnethet og hensiktsmessighet

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 10-17 Rapportering til kunder

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 10-19 Beste resultat ved utførelse av ordre

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 8.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards concerning the data to be published by execution venues on the quality of execution of transactions (C(2016) 3333 – RTS 27)

§ 10-20 Offentliggjøring av informasjon om ordreutførelse

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 8.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the annual publication by investment firms of information on the identity of execution venues and of the quality of execution (C(2016) 3337 – RTS 28)

§ 10-21 Håndtering av kundeordre

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 10-23 Tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 11-19 Robuste systemer og automatiske handelssperrer på regulert marked

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 14.7.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying organisational requirements of trading venues (C(2016) 4387 – RTS 7)

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 26.5.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards for the determination of a material market in terms of liquidity in relation to notifications of a temporary halt in trading (C(2016) 3020 – RTS 12)

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of shares, depository receipts, exchange-traded funds, certificates and other similar financial instruments and on transaction execution obligations in respect of certain shares on a trading venue or by a systematic internaliser (C(2016) 4390) – RTS 1)

§ 11-20 Avtaler med prisstillere

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 13.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of

the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards specifying the requirements on market making agreements and scheems (C(2016) 3523 – RTS 8)

§ 11-21 Algoritmehandel

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 14.7.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying organisational requirements of trading venues (C(2016) 4387 – RTS 7)

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 18.5.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards for the ratio of unexecuted orders to transactions in order to prevent disorderly trading conditions (C(2016) 2775 – RTS 9)

§ 11-22 Direkte elektronisk tilgang

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 14.7.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying organisational requirements of trading venues (C(2016) 4387 – RTS 7)

§ 11-23 Samlokaliseringstjenester og avgiftsstruktur

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 6.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on requirements to ensure fair and non-discriminatory co-location services and fee structures (C(2016) 3266 – RTS 10)

§ 11-24 Minste kursendring

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 14.7.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the tick size regime for shares, depositary receipts and exchange traded funds (C/2016) 4389 – RTS 11)

§ 11-25 Synkronisering av klokker

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 7.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the level of accuracy of business clocks (C(2016) 3316 – RTS 25)

§ 12-2 Opptak til handel av finansielle instrumenter mv.

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 24.5.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the admission of financial instruments to trading on regulated markets (C(2016) 3017 – RTS 17)

§ 12-3 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 24.5.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the suspension and removal of financial instruments from trading (C(2016) 3014 – RTS 18)

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 12-5 Markedsovervåkning

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purpose of that Directive (C(2016) 2398)

§ 14-2 Søknad om tillatelse

Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 2.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the authorization, organisational requirements and the publication of transactions for data reporting service providers (C(2016/3201) – RTS 13)

§ 14-6 Organisatoriske krav til godkjente offentliggjøringsordninger (APA)

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 2.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the authorization, organisational requirements and the publication of transactions for data reporting service providers (C(2016/3201) – RTS 13)

§ 14-7 Organisatoriske krav til konsoliderte offentliggjøringssystem (CTP)

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 2.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the authorization, organisational requirements and the publication of transactions for data reporting service providers (C(2016/3201) – RTS 13)

§ 14-8 Organisatoriske krav til godkjente rapporteringsordninger (ARM)

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 2.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the authorization, organisational requirements and the publication of transactions for data reporting service providers (C(2016/3201) – RTS 13)

§ 15-1 Fastsettelse av posisjonsgrenser

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 1.12.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the application of position limits to commodity derivatives (C(2016) 4362 – RTS 21)

Vedlegg 2

Oversikt over utfyllende kommisjonsforordninger til MiFIR

For informasjonsformål. Listen er ikke uttømmende.

MiFIR artikkel 2

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 18.5.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to definitions, transparency, portfolio compression and supervisory measures on product intervention and positions (C(2016) 2860)

MiFIR artikkel 4

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of shares, depositary receipts, exchange-traded funds, certificates and other similar financial instruments and on transaction execution obligations in respect of certain shares on a trading venue or by a systematic internaliser (C(2016) 4390 – RTS 1)

MiFIR artikkekl 5

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 13.6.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on the volume cap mechanism and the provision of information for the purposes of transparency and other calculations (C(2016) 2711 – RTS 3)

MiFIR artikkel 7

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of shares, depositary receipts, exchange-traded funds, certificates and other similar financial instruments and on transaction execution obligations in respect of certain shares on a trading venue or by a systematic internaliser (C(2016) 4390 – RTS 1)

MiFIR artikkel 9

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of bonds, structured finance products, emission allowances and derivatives (C(2016) 4301 – RTS 2)

MiFIR artikkel 11

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of bonds, structured finance products, emission allowances and derivatives (C(2016) 4301 – RTS 2)

MiFIR artikkel 12

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 2.6.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the specification of the offering of pre- and post-trade data and the level of disaggregation of data (C(2016) 3206 – RTS 14)

MiFIR artikkel 13

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 18.5.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to definitions, transparency, portfolio compression and supervisory measures on product intervention and positions (C(2016) 2860)

MiFIR artikkel 14

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of shares, depositary receipts, exchange-traded funds, certificates and other similar financial instruments and on transaction execution obligations in respect of certain shares on a trading venue or by a systematic internaliser (C(2016) 4390 – RTS 1)

MiFIR artikkel 15

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 18.5.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to definitions, transparency, portfolio compression and supervisory measures on product intervention and positions (C(2016) 2860)

MiFIR artikkel 17

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 18.5.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to definitions, transparency, portfolio compression and supervisory measures on product intervention and positions (C(2016) 2860)

MiFIR artikkel 19

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 18.5.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to definitions, transparency, portfolio compression and supervisory measures on product intervention and positions (C(2016) 2860)

MiFIR artikkel 20

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of shares, depositary receipts, exchange-traded funds, certificates and other similar financial instruments and on transaction execution obligations in respect of certain shares on a trading venue or by a systematic internaliser (C(2016) 4390 – RTS 1)

MiFIR artikkel 21

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of bonds, structured finance products, emission allowances and derivatives (C(2016) 4301 – RTS 2)

MiFIR artikkel 22

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of shares, depositary receipts, exchange-traded funds, certificates and other similar financial instruments and on transaction execution obligations in respect of certain shares on a trading venue or by a systematic internaliser (C(2016) 4390 – RTS 1)

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of bonds, structured finance products, emission allowances and derivatives (C(2016) 4301 – RTS 2)

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 13.6.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on

the volume cap mechanism and the provision of information for the purposes of transparency and other calculations (C(2016) 2711 – RTS 3)

MiFIR artikkel 23

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of shares, depositary receipts, exchange-traded funds, certificates and other similar financial instruments and on transaction execution obligations in respect of certain shares on a trading venue or by a systematic internaliser (C(2016) 4390 – RTS 1)

MiFIR artikkel 25

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 24.6.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the maintenance of relevant data relating to orders in financial instruments (C(2016) 3821 – RTS 24)

MiFIR artikkel 26

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of XXX supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the reporting of transactions to competent authorities (RTS 22)

MiFIR artikkel 27

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the data standards and formats for financial instrument reference data and technical measures in relation to arrangements to be made by the European Securities and Markets Authority and competent authorities (C(2016) 4405 – RTS 23)

MiFIR artikkel 28

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 13.6.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on the direct, substantial and foreseeable effect of derivative contracts within the Union and the prevention of the evasion of rules and obligations (C(2016) 3544 – RTS 5)

MiFIR artikkel 29

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 29.6.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the obligation to clear derivatives traded on regulated markets and timing of acceptance for clearing (C(2016) 3944 – RTS 26)

MiFIR artikkel 31

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 18.5.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to definitions, transparency, portfolio compression and supervisory measures on product intervention and positions (C(2016) 2860)

MiFIR artikkel 32

Commission Delegated Regulation (EU) 2016/2020 of 26.5.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on criteria for determining whether derivatives subject to the clearing obligation should be subject to the trading obligation (C(2016) 2710 – RTS 4)

MiFIR artikkel 35

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 24.6.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on clearing access in respect of trading venues and central counterparties (C(2016) 3807 – RTS 15)

MiFIR artikkel 36

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 24.6.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical stan-

dards on clearing access in respect of trading venues and central counterparties (C(2016) 3807 – RTS 15)

MiFIR artikkel 37

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 2.6.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards in respect of benchmarks (C(2016) 3203 – RTS 16)

MiFIR artikkel 40

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 18.5.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to definitions, transparency, portfolio compression and supervisory measures on product intervention and positions (C(2016) 2860)

MiFIR artikkel 42

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 18.5.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to definitions, transparency, portfolio compression and supervisory measures on product intervention and positions (C(2016) 2860)

MiFIR artikkel 45

Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 18.5.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to definitions, transparency, portfolio compression and supervisory measures on product intervention and positions (C(2016) 2860)

Norges offentlige utredninger 2016

Arbeids- og sosialdepartementet:
NOU 2016: 1 Arbeidstidsutvalget
NOU 2016: 6 Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2016
NOU 2016: 13 Samvittighetsfrihet i arbeidslivet

Barne- og likestillingsdepartementet:
NOU 2016: 16 Ny barnevernslov
NOU 2016: 17 På lik linje

Finansdepartementet:
NOU 2016: 2 Endringer i verdipapirhandelloven – flagging og periodisk rapportering
NOU 2016: 3 Ved et vendepunkt: Fra ressursøkonomi til kunnskapsøkonomi
NOU 2016: 5 Omgåelsesregel i skatteretten
NOU 2016: 11 Regnskapslovens bestemmelser om årsberetning mv.
NOU 2016: 15 Lønnsdannelsen i lys av nye økonomiske utviklingstrekk
NOU 2016: 20 Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland
NOU 2016: 23 Innskuddsgaranti og krisehåndtering i banksektoren
NOU 2016: 26 Ny lovgivning mot hvitvasking og terrorfinansiering II

Forsvarsdepartementet:
NOU 2016: 8 En god alliert – Norge i Afghanistan 2001–2014
NOU 2016: 19 Samhandling for sikkerhet

Helse- og omsorgsdepartementet:
NOU 2016: 25 Kvinnsland-utvalget

Justis- og beredskapsdepartementet:
NOU 2016: 9 Rettferdig og forutsigbar – voldsskadeerstatning
NOU 2016: 10 Evaluering av garantireglene i bustadoppføringslova
NOU 2016: 24 Ny straffeprosesslov

Kommunal- og moderniseringsdepartementet:
NOU 2016: 4 Ny kommunelov
NOU 2016: 18 Hjertespråket

Kulturdepartementet:
NOU 2016: 12 Ideell opprydding

Kunnskapsdepartementet:
NOU 2016: 7 Norge i omstilling – karriereveiledning for individ og samfunn
NOU 2016: 14 Mer å hente

Nærings- og fiskeridepartementet:
NOU 2016: 21 Stiftelsesloven
NOU 2016: 22 Aksjelovgivning for økt verdiskaping

Utenriksdepartementet:
NOU 2016: 8 En god alliert – Norge i Afghanistan 2001–2014

Bestilling av publikasjoner

Offentlige institusjoner:
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Internett: www.publikasjoner.dep.no
E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no
Telefon: 22 24 00 00

Privat sektor:
Internett: www.fagbokforlaget.no/offpub
E-post: offpub@fagbokforlaget.no
Telefon: 55 38 66 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på
www.regjeringen.no

Trykk: 07 PrintMedia AS – 01/2017