

Nye regler om markedsmisbruk – sanksjoner og straff

Gjennomføring av markedsmisbruksforordningen og gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff

Norges offentlige utredninger 2017

Seriens redaksjon:
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Informasjonsforvaltning

- | | |
|--|---|
| 1. Markeder for finansielle instrumenter
<i>Finansdepartementet</i> | 9. Politi og bevæpning
<i>Justis- og beredskapsdepartementet</i> |
| 2. Integrasjon og tillit
<i>Justis- og beredskapsdepartementet</i> | 10. Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2017
<i>Arbeids- og sosialdepartementet</i> |
| 3. Folketrygdens ytelser til etterlatte
<i>Arbeids- og sosialdepartementet</i> | 11. Bedre bistand. Bedre beredskap
<i>Justis- og beredskapsdepartementet</i> |
| 4. Delingsøkonomien
<i>Finansdepartementet</i> | 12. Svikt og svik
<i>Barne- og likestillingsdepartementet</i> |
| 5. En påtalemyndighet for fremtiden
<i>Justis- og beredskapsdepartementet</i> | 13. Ny sentralbanklov. Organisering av Norges Bank og Statens pensjonsfond utland
<i>Finansdepartementet</i> |
| 6. Offentlig støtte til barnefamiliene
<i>Barne- og likestillingsdepartementet</i> | 14. Nye regler om markedsmissbruk – sanksjoner og straff
<i>Finansdepartementet</i> |
| 7. Det norske mediemangfoldet
<i>Kulturdepartementet</i> | |
| 8. Særdomstoler på nye områder?
<i>Justis- og beredskapsdepartementet og Barne- og likestillingsdepartementet</i> | |

Nye regler om markedsmisbruk – sanksjoner og straff

Gjennomføring av markedsmisbruksforordningen og gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff

Utredning fra et utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 22. mai 2015.
Avgitt til Finansdepartementet 23. juni 2017.

ISSN 0333-2306
ISBN 978-82-583-1339-4

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 tredje utredning. Utredningen fremmer forslag til endringer i verdipapirhandelloven for å gjennomføre markedsmisbruksforordningen (MAR) i norsk rett. Utvalget foretar også en samlet gjennomgang av bestemmelsene om straff og administrative sanksjoner med forslag til lovendringer. Forslagene i utredningen er enstemmige.

Oslo, 23. juni 2017

Filip Truyen
leder

Elisabeth Bjerkestrand

Gry Evensen Skallerud

Eirik Solem

Morten Grandal

Kjell Vidjeland

Christina Stray

Fredrik Mohn Lian

Angela Nygaard

Kristin Lund

Andreas Jarbø

Innhold

1	Innledning	9	3.2	Definisjonen av innsideinformasjon	25
1.1	Utvalgets mandat og sammensetning	9	3.2.1	Gjeldende rett	25
1.2	Sammendrag	11	3.2.2	Forventet EØS-rett	27
1.3	Kort om det nye regelverket om markedsmissbruk	12	3.2.3	Utvalgets vurderinger	29
1.3.1	Bakgrunn – regelverks-utviklingen i EU	12	3.3	Ulovlig spredning av innsideinformasjon	29
1.3.2	Ny forordning og nytt direktiv om markedsmissbruk	13	3.3.1	Gjeldende rett	29
1.3.3	Betydningen for norsk regelverk om markedsmissbruk	14	3.3.2	Forventet EØS-rett	30
1.4	De viktigste endringene i MAR	15	3.3.3	Utvalgets vurderinger	30
1.4.1	Endringer i virkeområdet for reglene	15	3.4	Markedssonderinger	30
1.4.2	Reglene om innsidehandel	15	3.4.1	Gjeldende rett	30
1.4.3	Håndtering av innsideinformasjon	16	3.4.2	Forventet EØS rett	31
1.4.4	Reglene om markedsmanipulasjon	16	3.4.3	Utvalgets vurderinger	33
1.4.5	Unntak fra markedsmissbruksreglene	17	3.5	Tilbørlig informasjonshåndtering	33
1.4.6	Andre regler for å hindre markedsmissbruk	17	3.5.1	Gjeldende rett	33
1.4.7	Tilsyn og sanksjoner	17	3.5.2	Forventet EØS-rett	33
2	Anvendelsesområdet	18	3.5.3	Utvalgets vurdering	33
2.1	Finansielle instrumenter og handelsplasser	18	3.6	Forbudet mot innsidehandel	33
2.1.1	Gjeldende rett	18	3.6.1	Gjeldende rett	33
2.1.2	Forventet EØS-rett	18	3.6.2	Forventet EØS-rett	34
2.1.3	Utvalgets vurderinger	20	3.6.3	Utvalgets vurderinger	35
2.2	Stedlig virkeområde	20	3.7	Særlig om behandling av ordre innlagt før mottak av innsideinformasjon	35
2.2.1	Gjeldende rett	20	3.7.1	Bakgrunn	35
2.2.2	Forventet EØS-rett	20	3.7.2	Gjeldende rett	35
2.2.3	Utvalgets vurderinger	21	3.7.3	Forventet EØS-rett	36
2.3	Unntak for enkelte institusjoner og organer	21	3.7.4	Utvalgets vurderinger	37
2.3.1	Gjeldende rett	21	3.8	Legitim atferd	37
2.3.2	Forventet EØS-rett	21	3.8.1	Gjeldende rett	37
2.3.3	Utvalgets vurderinger	22	3.8.2	Forventet EØS rett	38
2.4	Enkelte unntak for tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering .	22	3.8.3	Utvalgets vurderinger	38
2.4.1	Gjeldende rett	22	4	Markedsmanipulasjon	39
2.4.2	Forventet EØS-rett	22	4.1	Innledning	39
2.4.3	Utvalgets vurderinger	23	4.2	Forbudet mot markedsmanipulasjon	39
2.5	Nærmere om handel med og deltakere i markedet for utslippskvoter	23	4.2.1	Gjeldende rett	39
2.6	Nærmere om handel med spotkontrakter	24	4.2.2	Forventet EØS-rett	41
3	Innsideinformasjon	25	4.2.3	Utvalgets vurderinger	44
3.1	Innledning	25	4.3	Akseptert markedspraksis	44
			4.3.1	Gjeldende rett	44
			4.3.2	Forventet EØS-rett	45
			4.3.3	Utvalgets vurderinger	46
			5	Rapporteringsplikt ved mistenkelige ordre og transaksjoner	47
			5.1	Gjeldende rett	47
			5.2	Forventet EØS-rett	48
			5.2.1	Plikt til å rapportere mistenkelige ordre og transaksjoner	48

5.2.2	Tilsynsmyndigheten	48	8.2.2	Forventet EØS-rett	76
5.2.3	Unntak fra taushetsplikt og ansvar ved rapportering	48	8.2.3	Utvalgets vurderinger	76
5.2.4	Utfyllende regler i kommisjonsforordning	49	9	Urimelige forretningsmetoder mv.	77
5.3	Utvalgets vurderinger	49	9.1	Gjeldende rett	77
6	Offentliggjøringsplikter	50	9.2	Forventet EØS-rett	77
6.1	Plikt til å offentliggjøre innside-informasjon	50	9.3	Utvalgets vurderinger	77
6.1.1	Gjeldende rett	50	10	Tilsynet med overholdelsen av markedsmisbruksreglene	78
6.1.2	Forventet EØS-rett	51	10.1	Innledning	78
6.1.3	Utvalgets vurderinger	53	10.2	Tilsynsmyndigheten	78
6.2	Adgang til utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon	53	10.2.1	Gjeldende rett	78
6.2.1	Gjeldende rett	53	10.2.2	Forventet EØS-rett	79
6.2.2	Forventet EØS-rett	54	10.2.3	Utvalgets vurdering	79
6.2.3	Utvalgets vurderinger	58	10.3	Om tilsynsmyndighet og jurisdiksjon	81
6.3	Innsidelister	59	10.3.1	Gjeldende rett	81
6.3.1	Gjeldende rett	59	10.3.2	Forventet EØS-rett	81
6.3.2	Forventet EØS-rett	60	10.3.3	Utvalgets vurderinger	81
6.3.3	Utvalgets vurderinger	61	10.4	Virkemidler i det løpende tilsynet med verdipapirmarkedet	82
7	Særregler for primærinnsidere	63	10.4.1	Gjeldende rett	82
7.1	Primærinnsideres meldeplikt	63	10.4.2	Forventet EØS-rett	83
7.1.1	Gjeldende rett	63	10.4.3	Utvalgets vurderinger	84
7.1.2	Forventet EØS-rett	64	10.5	Samarbeid med andre tilsynsmyndigheter	90
7.1.3	Utvalgets vurderinger	69	10.5.1	Gjeldende rett	90
7.2	Handelsforbud for primærinnsidere i forbindelse med finansiell rapportering	70	10.5.2	Forventet EØS rett	91
7.2.1	Gjeldende rett	70	10.5.3	Utvalgets vurderinger	92
7.2.2	Forventet EØS-rett	70	11	Administrative tiltak, administrative sanksjoner og straff	93
7.2.3	Utvalgets vurderinger	71	11.1	Innledning	93
7.3	Primærinnsideres undersøkelsesplikt	72	11.2	Gjeldende rett	93
7.3.1	Gjeldende rett	72	11.2.1	Innledning	93
7.3.2	Forventet EØS-rett	72	11.2.2	Pålegg om retting og offentlig advarsel	93
7.3.3	Utvalgets vurderinger	72	11.2.3	Tilbakekall av tillatelse	93
7.4	Plikt til å oversende og oppdatere primærinnsiderlister	72	11.2.4	Overtredelsesgebyr	93
7.4.1	Gjeldende rett	72	11.2.5	Vinningsavståelse	94
7.4.2	Forventet EØS-rett	72	11.2.6	Straff	94
7.4.3	Utvalgets vurderinger	73	11.3	Forventet EØS-rett	95
8	Investeringsanbefalinger mv. ..	74	11.3.1	Innledning – om forholdet mellom MAR og MAD II	95
8.1	Hovedregel om investeringsanbefalinger mv.	74	11.3.2	Nærmere om sanksjonsbestemmelsene i MAR	96
8.1.1	Gjeldende rett	74	11.3.3	Strafferettslige sanksjoner etter MAD II	98
8.1.2	Forventet EØS-rett	74	11.4	Utvalgets vurderinger	100
8.1.3	Utvalgets vurderinger	75	11.4.1	Kort om EØS-relevans av sanksjonsbestemmelsene i MAR .	100
8.2	Særregler for vurdering av informasjon som offentliggjøres eller spres i media	75			
8.2.1	Gjeldende rett	75			

11.4.2	Kort om straffereglene i MAD II og forholdet til norske straffebud .	100	12.2	Administrative og økonomiske konsekvenser for foretak under tilsyn	125
11.4.3	Administrative sanksjoner og andre tiltak	101	12.2.1	Innledning	125
11.4.4	Pålegg om retting og offentlig advarsler	101	12.2.2	Endringer i regelverket for verdipapirforetak	126
11.4.5	Tilbakekall av tillatelse	101	12.3	Administrative og økonomiske konsekvenser for øvrige markedsaktører, næringsliv og investorer	126
11.4.6	Forbud mot å utøve ledelses- funksjoner i verdipapirforetak	102	12.3.1	Endringer for utstedere	127
11.4.7	Midlertidig forbud mot å handle ..	104	12.3.2	Endringer for investorer	127
11.4.8	Overtredelsesgebyr, straff og vinningsavståelse	105	12.4	Administrative og økonomiske konsekvenser for myndighetene .	128
11.5	Offentliggjøring av administrative sanksjoner og andre tiltak	119	13	Merknader til de enkelte bestemmelser	129
11.5.1	Gjeldende rett	119	13.1	Merknader til lovbestemmelsene	129
11.5.2	Forventet EØS-rett	120	13.2	Merknader til verdipapirforskriften	132
11.5.3	Utvalgets vurderinger	121	14	Forslag til lov- og forskrifts- endringer	134
11.6	Nye regler om vern av varslere	121			
11.6.1	Gjeldende rett	121			
11.6.2	Forventet EØS-rett	122			
11.6.3	Utvalgets vurderinger	122			
12	Administrative og økonomiske konsekvenser	124			
12.1	Innledende betraktninger i henhold til utredningsinstruksen .	124			

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 verdipapiriområdet 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 instrumenter¹ (heretter MiFID I), direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikt² (heretter rapporteringsdirektivet) og direktiv 2003/6/EF om markedsmissbruk³ (heretter MAD I).

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 gikk ut av utvalget den 1. februar 2016. Hun ble erstattet med advokatfullmektig Fredrik Mohn Lian

(Oslo). I tillegg til de faste utvalgsmedlemmene har seksjonssjef Geir Holen vært en vesentlig bidragsyter med ekspertise i utvalgets arbeid. Sekretariatet har bestått av tilsynsrådgiver Kristin Lund og advokat Andreas Jarbø.

Lovutvalget fikk følgende mandat:

«I

1. Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) er erstattet av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU (MiFID II) og Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/2014 (MiFIR). Direktiv 2003/6/EF om markedsmissbruk (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.
5. Det er forventet at Kommisjonen vil fastsette utfyllende rettsakter til MiFID II/MiFIR, MAR og/eller rapporteringsdirekti-

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).

vet 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 verdipapirhandelens 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, admi-

nistrative 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 regeleendringer 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 regeleendringer 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 eventuelle 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 er utredning nummer tre fra Verdipapirlovutvalget. Det nye regelverket for verdipapirmarkedet er svært omfattende. Det har derfor vært nødvendig å dele opp utredningsarbeidet i større grad enn mandatet la opp til. På denne bakgrunn ga Finansdepartementet den 2. november 2016 tillatelse til at arbeidet med regelverket knyttet til markedsmissbruk og en samlet gjennomgang av børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser om straff og administrative sanksjoner utarbeides våren 2017. Disse forslagene fremmes i utredningen her. Det fremmes forslag til gjennomføring av den nye markedsmissbruksforordningen (heretter MAR) og de strafferettslige reglene vurderes i lys av det nye markedsmissbruksdirektivet (heretter MAD II) i henhold til mandatets del I, punkt 4–8, jf. del II punkt 9.

1.2 Sammendrag

I denne utredningen foreslår utvalget regler som gjennomfører MAR. En oversikt over de viktigste endringene ved MAR er inntatt i kapittel 1.4. I tillegg foretas det en samlet gjennomgang av sanksjonsbestemmelsene i verdipapirhandelloven. Utvalget vurderer behovet for tilpasninger i verdipapirhandellovens straffebestemmelser i lys av det nye MAD II. Direktivet gir minimumsregler om strafferettslige sanksjoner for brudd på reglene om innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon, men er ikke EØS-relevant.

I utredningens første kapittel gir utvalget en kort fremstilling av regelverksutviklingen i EU og bakgrunnen for forslaget om nytt regelverk. Forholdet mellom forordningen og direktivet behand-

les. I tillegg gis det en kort redegjørelse for de viktigste endringene i MAR.

Endringene i anvendelsesområdet for MAR gjennomgås av utvalget i kapittel 2. Her behandles det saklige og stedlige virkeområdet som fastsatt i MAR artikkel 2. Videre omtales unntakene fra anvendelsesområdet for MAR knyttet til handlinger utført av enkelte nærmere angitte institusjoner og organer, samt unntaket for kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer, jf. henholdsvis MAR artikkel 6 og 5. Kapittelet gir videre en kort oversikt over handel med utslippskvoter og deltakere i markedet for utslippskvoter, samt handel i spot-kontrakter.

I utredningens tredje kapittel behandles definisjonen av innsideinformasjon som følger av MAR artikkel 7. Videre gjennomgår utvalget forbudet mot ulovlig formidling av innsideinformasjon i MAR artikkel 10, og unntaket fra dette forbudet knyttet til markedssonderinger som fastsatt i MAR artikkel 11. Den særnorske eksplisitte bestemmelsen om plikt til tilbørlig informasjonsbehandling omtales og foreslås opphevet. I kapittel 3 drøftes også forbudet mot innsidehandel, som videreføres og utvides i MAR artikkel 8 og 14, og unntaket fra markedsmissbruksreglene ved legitim atferd.

MAR viderefører og utvider forbudet mot markedsmanipulasjon i artikkel 12 og 15. Utvalget gjennomgår definisjonen av markedsmanipulasjon og forbudet mot markedsmanipulasjon nærmere i kapittel 4. Unntaket fra forbudet mot markedsmanipulasjon for forhold som omfattes av en etablert akseptert markedspraksis etter MAR artikkel 13 omtales også i kapittel 4.

Som MAD I og gjeldende rett, pålegger også MAR en rapporteringsplikt ved mistenkelige ordre og transaksjoner. Omfanget og det nærmere innholdet i rapporteringsplikten som følger av MAR artikkel 16 gjennomgås i utredningens kapittel 5.

MAR artikkel 17 pålegger utstedere av finansielle instrumenter, som faller inn under virkeområdet til MAR, å offentliggjøre innsideinformasjon så snart som mulig, med mindre det foreligger grunnlag for å utsette offentliggjøring. Artikkel 17 pålegger videre også markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet (definert under) visse offentliggjøringsplikter. Utvalget behandler offentliggjøringspliktene og adgangen til å utsette offentliggjøring etter artikkel 17 i utredningens kapittel 6. I samme kapittel behandles også plikten til å føre innsidelister, som videreføres i MAR artikkel 18.

I utredningens syvende kapittel behandler utvalget reglene for såkalte primærinnsidere. Kapitlet omtaler primærinnsideres meldeplikt etter MAR artikkel 19, som også oppstiller et handelsforbud for primærinnsidere i en periode på 30 dager før nærmere angitt finansiell rapportering. De særnorske reglene for primærinnsideres undersøkelsesplikt samt utsteders plikt til å oversende ajourførte lister over primærinnsidere, omtales også i dette kapitlet.

MAR artikkel 20 viderefører og justerer reglene for investeringsanbefalinger mv. Disse gjennomgås nærmere av utvalget i kapittel 8. I samme kapittel omtales også MAR artikkel 21, som oppstiller særlige vurderingsmomenter som skal hensynstas når enkelte markedsmissbruksbestemmelser anvendes på informasjon som spres gjennom media.

Forbudet mot å benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter og kravet til å iakttå god forretningsskikk etter verdipapirhandelloven § 3-9 har ingen tilsvarende bestemmelse i MAR. Utvalget foreslår i kapittel 9 å opprettholde bestemmelsen, men presiserer samtidig at MAR vil måtte anses som en særregulering og ha forrang i forholdet mellom MAR og verdipapirhandelloven § 3-9.

I likhet med øvrige nye EU-rettsakter på verdipapirirområdet, gir MAR minimumsregler om tilsyns- og sanksjonsmidlene nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha til rådighet. I utredningens kapittel 10 behandler utvalget tilsynet med markedsmissbruksregelverket, herunder reglene om utpeking av tilsynsmyndighet i henhold til MAR artikkel 22. Tilsynsmyndighetens adgang til å delegere oppgaver omtales. Videre behandles virkemidlene som tilsynsmyndigheten etter MAR artikkel 23 skal ha til rådighet. For å kunne løse sine oppgaver på en tilfredsstillende måte er tilsynsmyndigheten avhengig av effektive håndhevingsmidler som gir god saksopplysning og tilstrekkelig hurtighet i saksbehandlingen. Samtidig må reglene ivareta hensynet til rettsikkerhet. Finanstilsynet har allerede de fleste av virkemidlene som omtales i MAR artikkel 23 til rådighet. Utvalget fremmer imidlertid forslag om enkelte nye virkemidler, som ikke er dekket av dagens regler. Dette gjelder for eksempel mulighet for å gi pålegg om å korrigere uriktige opplysninger til markedet. Markedsmissbruk kan skje på tvers av markeder og landegrenser. I kapittel 10 drøftes også reglene om tilsynssamarbeid på tvers av landegrenser, som fremgår av MAR artikkel 24 til 29. Dette er regler som retter seg til nasjonale

myndigheter, og som således ikke må innarbeides i verdipapirhandelloven.

MAR fastsetter at nasjonale myndigheter skal sørge for at tilsynsmyndigheten har nærmere angitte minimumstiltak- og sanksjoner til rådighet ved overtredelse av MAR. I utredningens kapittel 11 drøfter utvalget hvilke endringer i verdipapirhandellovens regler om tiltak og sanksjoner som er nødvendige for å gjennomføre MAR artikkel 30 og 31. Utvalget foreslår blant annet nye regler om overtredelsesgebyr for enkelte overtredelser av MAR. Utvalget foreslår imidlertid ikke regler om overtredelsesgebyr for brudd på reglene om innsidehandel og markedsmanipulasjon. Her foreslår utvalget å beholde et rendyrket straffespor. I tillegg til å vurdere nødvendige endringer for å gjennomføre MAR, foretar utvalget en samlet gjennomgang av straffebestemmelsene i verdipapirhandelloven. Utvalget drøfter betydningen av MAD II, som gir minimumsregler om strafferettslige sanksjoner for brudd på reglene om innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon. Formålet er å hindre at enkeltstater fungerer som «frihavner» for uønsket atferd som sprer seg mellom markeder og over landegrenser. Ettersom de norske straffebudene går lenger enn MAD II både når det gjelder strafferammer og vilkår for straff, har utvalget ikke funnet grunn til å legge vesentlig vekt på minimumsdirektivet når de norske bestemmelsene vurderes. Endelig behandler utvalget reglene om varslervern i MAR artikkel 32, samt enkelte andre fellesspørsmål.

1.3 Kort om det nye regelverket om markedsmissbruk

1.3.1 Bakgrunn – regelverksutviklingen i EU

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 reguleringen av og tilsyn med finansnæringen i mange land. Det ble også avdekket svakheter i mange finansinstitusjoners risikostyring, forretningsmodeller og virksomhetsutøvelse. Flere forhold bidro til redusert gjennomsiktighet i verdipapirmarkedet. 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 finansi-

elle systemet i sentrale land. Koordineringen var svak. Flere land hadde fokus på institusjonstilsyn og i mindre grad på overvåking av systemets samlede risiko. I rapport fra de Larosièr-gruppen⁴ av 25. februar 2009 ble det konkludert med at sanksjonsregimene i de ulike medlemslandene i EU var for svake og dessuten lite homogene. Det ble således anbefalt å styrke og samordne reglene om sanksjonering.

Finanskrisen var katalysator for en 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. Det er foretatt omfattende revisjon av alle de viktige direktivene på verdipapirområdet. Her inngår ny forordning om markedsmissbruk (MAR) og nytt direktiv om straffettslige reaksjoner (MAD II).

Et viktig resultat av finanskrisen var at tilsynsstrukturen for finansmarkedene i EU ble endret. 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 kraft 1. januar 2011. Den nye tilsynsstrukturen består av nasjonale tilsyn i hver enkel stat, et felles makrotilsyn (ESRB), og tre felleseuropeiske tilsyn for henholdsvis bank (EBA), forsikring og pensjon (EIOPA) og verdipapirmarkedet (ESMA⁵). De tre sistnevnte erstattet tilsynskomiteene på sine respektive områder og er tillagt en rekke oppgaver i finansmarkedene.

De ulike nye regelverkene er tett vevet sammen og utfyller hverandre på mange områder. MiFID II inneholder enkelte «koblingsbegreper» som det henvises til i flere regelverk på finansområdet. Blant annet er anvendelsesområdet til MAR knyttet til definisjonen av finansielle instrumenter i MiFID II. Med MiFID II utvides definisjonen av finansielle instrumenter til å omfatte utslippskvoter. Samtidig blir definisjonene av derivater og varederivater endret og utvidet noe.⁶ Ettersom anvendelsesområdet til MAR er koblet til «finansielle instrumenter» får utvidelsen også betydning

for anvendelsesområdet til MAR. At MAR utvides til å omfatte utslippskvoter, medfører samtidig behov for en rekke særbestemmelser som er tilpasset utslippskvotenes og disse markedenes egenskaper.

MiFID II innebærer at det opprettes en ny type handelsplass – organisert handelsfasilitet (heretter 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 (heretter MHF). Disse handelsplassene er multilaterale systemer der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter i samsvar med objektive regler og krav fastsatt i lovverket. Mens MAD I i hovedsak gjaldt handel på regulerte markeder, utvides anvendelsesområdet for MAR blant annet til også å gjelde handel på MHF og OHF. Øvrige definisjoner som angis i MAR artikkel 2 inneholder også i stor grad henvisning til definisjonene i MiFID II.

En nærmere beskrivelse av regelverksutviklingen på finansmarkedsområdet i EU er gitt i NOU 2017: 1 kapittel 1.3.

1.3.2 Ny forordning og nytt direktiv om markedsmissbruk

Som omtalt i 1.3.1 inngår det nye regelverket om markedsmissbruk i en større revisjon av EU-regelverket for finansmarkedene. I tråd med utviklingen for øvrig, er MAD I erstattet av fullharmoniserte regler i MAR.⁷ I fortalen til MAR understrekes behovet for nye regler:

«(2) An integrated, efficient and transparent financial market requires market integrity. The smooth functioning of securities markets and public confidence in markets are prerequisites for economic growth and wealth. Market abuse harms the integrity of financial markets and public confidence in securities and derivatives.

(3) Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council completed and updated the Union's legal framework to protect market integrity. However, given the legislative, market and technological developments since the entry into force of that Directive,

⁴ The high-level Group on Financial Supervision in the EU.

⁵ ESMA erstattet CESR, som var en frivillig komité satt sammen av representantene for alle verdipapirtilsynene i EØS-området. Komiteen hadde ingen formell myndighet, men vedtok råd og anbefalinger etter konsensusprinsippet.

⁶ Se NOU 2017: 1 kapittel 2.4 og 4.2 hvor definisjonen av finansielle instrumenter i MiFID II behandles.

⁷ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC.

which have resulted in considerable changes to the financial landscape, that Directive should now be replaced. A new legislative instrument is also needed to ensure that there are uniform rules and clarity of key concepts and a single rule book in line with the conclusions of the report of 25 February 2009 by the High Level Group on Financial Supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière (the 'de Larosière Group').»

MAR føyer seg således inn i arbeidet med en «single rule book» hvor en markert del av rettsutviklingen er at en stadig større del av regelverket gis i form av forordninger. I EU-landene kreves det ingen særskilte nasjonale gjennomføringsrettsakter for forordninger. De gjelder direkte og innarbeides ikke i nasjonalt regelverk. I EØS-landene skal imidlertid forordningene innlemmes i EØS-avtalen med nødvendige tilpasninger før de innarbeides i nasjonal rett ved inkorporasjon. MAR har trådt i kraft i EU, men er foreløpig ikke tatt inn i EØS-avtalen. Forordningen er EØS-relevant og utvalget fremmer sine forslag med en forutsetning om at forordningen innlemmes i avtalen.

Mens direktiver skal innlemmes i lov- og forskriftsverket ved nasjonale bestemmelser, skal forordninger innarbeides ved henvisnings- eller inkorporasjonsbestemmelser hvor forordningen, med de tilpasninger som skal gjøres i henhold til EØS-avtalen, gjøres direkte gjeldende. Når regelverket kommer som forordninger innebærer det dermed at tekstene hvor de materielle bestemmelsene fremkommer, ikke lenger finnes i den tradisjonelle lov- og forskriftssamlingen, men i forordningene det vises til. Det innebærer i realiteten en helt ny måte å bygge opp lov- og forskriftsverket på. Det er derfor viktig å understreke 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. En utfordring knyttet til at forordninger skal innlemmes i lov- og forskriftsverket ved inkorporasjon, er at regelverket, i hvert fall i en overgangsperiode til det nye systemet er innarbeidet, vil kunne oppfattes som mindre tilgjengelig fordi tekstene er plassert på flere ulike steder.

En markant del av rettsutviklingen er utvikling av et felles system for minimumssanksjoner. Mens eldre direktiver på finansområdet hadde regler som fastslo at medlemsstatene skulle ha administrative tiltak og sanksjoner som var «effective, proportionate and dissuasive», stiller nye

direktiver og forordninger krav om at nasjonale myndigheter skal ha kompetanse til å treffe nærmere angitte administrative tiltak og sanksjoner. Slike bestemmelser er formulert som krav om at nasjonale myndigheter skal sørge for at tilsynsmyndigheten har kompetanse til å ilegge bestemte sanksjoner («member states shall ensure»).

I likhet med øvrige nye forordninger og direktiver på finansområdet gir MAR regler som fastsetter at nasjonale myndigheter skal ha konkrete administrative sanksjoner til rådighet. MAR gir imidlertid ikke i seg selv noen myndighet til nasjonale myndigheter. Forordningens bestemmelser om tiltak og sanksjoner må således innarbeides i lovverket ved nasjonale bestemmelser.

Mens MAR gir nye regler om administrative sanksjoner for markedsmissbruk, er det vedtatt et nytt Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/57/EU (MAD II) som gir minimumsregler om straffetrettslige reaksjoner ved overtredelse av forbudet mot innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon. Dette er det første direktivet som i sin helhet omhandler straffetrettslige reaksjoner. Direktivet er bygget opp slik at det gjentar forbudet i MAR mot innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon, og pålegger medlemslandene å sanksjonere overtredelse av bestemmelsene med straff. Direktivet er ikke EØS-relevant og vil derfor ikke bli tatt inn i EØS-avtalen. I den grad direktivet likevel skal innarbeides i norsk rett, må det utarbeides nasjonale bestemmelser som svarer til bestemmelsene i direktivet. Verdipapirhandelloven har imidlertid allerede straffebud som omfatter den typen handlinger som MAD II omhandler.

1.3.3 Betydningen for norsk regelverk om markedsmissbruk

Eksisterende norske bestemmelser på området som er dekket av MAR, må oppheves og erstattes med forordningsteksten. Dette gjelder de generelle atferdsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 3, verdipapirhandelloven § 4-2 om meldepliktig verdipapirhandel og verdipapirhandelloven §§ 5-2 og 5-3 om plikt til offentliggjøring av innsideinformasjon. I tillegg er det gitt utfyllende regler i verdipapirforskriften. At de gjeldende reglene oppheves og erstattes med forordningsteksten innebærer imidlertid ikke nødvendigvis at det skjer materielle endringer. På flere områder viderefører MAR reglene i MAD I uendret. Ettersom verdipapirhandellovens regler om markedsmissbruk gjen-

nomfører MAD I i norsk rett, vil reglene som videreføres uendret i MAR i stor grad være i samsvar med gjeldende regler. MAD I var imidlertid et minimumsdirektiv, slik at de norske reglene på enkelte områder er mer omfattende. Hvilke endringer MAR medfører drøftes løpende i utredningen.

På noen få områder åpner MAR uttrykkelig for at det kan gis nasjonale regler som avviker fra normalreguleringen i MAR. Dette gjelder reglene om meldepliktig verdipapirhandel i MAR artikkel 19, hvor nasjonale myndigheter på noen punkter er gitt uttrykkelig adgang til å gi avvikende regler. Der forordningen åpner for valg, vil utvalget løpende vurdere om det er hensiktsmessig med nasjonale regler.

Verdipapirhandelloven kapittel 3 inneholder også enkelte bestemmelser som ikke har noe motstykke i MAD I. Disse bestemmelsene må vurderes i lys av den nye forordningen. I den grad reglene griper inn i det fullharmoniserte området for forordningen, vil det ikke være adgang til å opprettholde reglene. Nasjonale regler som faller utenfor forordningens område kan opprettholdes. Utvalget vil foreta en konkret vurdering av hver enkel regel i kapitlene hvor drøftelsen naturlig hører hjemme.

Dagens verdipapirhandellov inneholder bestemmelser som gir hjemmel for både administrative og strafferettslige reaksjoner ved brudd på markedsmissbruksreglene. MAR legger imidlertid opp til mere omfattende administrative sanksjoner enn det er anledning til å ilegge etter gjeldende norsk rett, blant annet administrative overtredelsesgebyrer. Land som fra før har straffereglene, kan på visse vilkår velge å beholde disse uten å innføre administrative sanksjoner. MAD II gir i tillegg strafferettslige regler for overtredelse av forbudet mot innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon.

Etter mandatet skal utvalget foreta en helhetlig gjennomgang av børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser om straff og administrative sanksjoner, og utrede behovet for eventuelle lovendringer, blant annet i lys av MAR og MAD II. Det nye direktivet vil dermed inngå som en del av vurderingen av sanksjonsbestemmelsene i verdipapirhandelloven, selv om reglene ikke er EØS-relevante.

1.4 De viktigste endringene i MAR

1.4.1 Endringer i virkeområdet for reglene

MAR har et betydelig videre anvendelsesområde enn MAD I og verdipapirhandelloven. Mens gjeldende regler i hovedsak fokuserer på finansielle instrumenter som er opptatt eller søkt opptatt til handel på et regulert marked, omfatter MAR også finansielle instrumenter som handles på en MHF eller den nye handelsplassen OHF. I tillegg omfattes andre finansielle instrumenter som ikke er opptatt, handlet eller søkt opptatt til handel på en handelsplass, såfremt prisen/verdien på dette instrumentet er avhengig av eller har en effekt på prisen/verdien på finansielle instrumenter som handles på en av de nevnte handelsplassene. Reglene i MAR kommer oppsummert til anvendelse på enhver handel, handling eller unnlatelse som kan påvirke finansielle instrumenter som handles eller er søkt opptatt til handel på noen av de nevnte handelsplassene, uavhengig av om den aktuelle handelen eller handlingen finner sted på en slik handelsplass. At definisjonen av finansielle instrumenter utvides til å omfatte flere nye instrumenter, som nye varederivater og utslippskvoter, medfører også at anvendelsesområdet for MAR utvides. Det gis en rekke særbestemmelser som er tilpasset utslippskvotenes egenskaper. Spot-handel i varemarkedet omfattes i utgangspunktet ikke, men manipulasjon av spot-kontrakter vil kunne omfattes dersom handlingen antas eller tilsiktes å ha en effekt på prisen/verdien av et finansielt instrument som omsettes på en av de ovennevnte handelsplassene. Endringen medfører at tilsynsmyndighetene for det finansielle markedet og spot-markedet får plikt til å samarbeide. MAR har i tillegg ekstraterritorial virkning idet artikkel 2 nr. 4 fastslår at reguleringen gjelder enhver handling eller unnlatelse som er foretatt i eller utenfor EU så lenge det aktuelle instrumentet er omfattet av reguleringen.

1.4.2 Reglene om innsidehandel

Definisjonen av innsideinformasjon opprettholdes med enkelte presiseringer og utvidelser. Ettersom varederivater og utslippstillatelser innlemmes i definisjonen av finansielle instrumenter, utvides definisjonen av innsideinformasjon til å gjelde presis og fortrolig informasjon knyttet til slike instrumenter og til tilhørende spot-kontrakter, med tilpasninger for å imøtekomme dette markedets egenskaper. Reguleringen tar markedsutviklingen i betraktning, og forholder seg til at det

kan foregå innsidehandel (og markedsmanipulasjon) på tvers av instrumenter og handelsplasser. Forordningen presiserer at hvert enkelt stadium i en trinnvis prosess kan utgjøre «presise opplysninger» og dermed utgjøre innsideinformasjon. Videre presiserer fortalen til forordningen at selskapsanalyser under gitte omstendigheter kan være innsideinformasjon i seg selv.

Forbudet mot innsidehandel opprettholdes dermed med et utvidet anvendelsesområde. Forbudet omfatter, som tidligere, personer som har fått innsideinformasjon gjennom sin stilling eller verv for utsteder eller aktuelle deltakere i markedet for utslippstillatelser, gjennom andre posisjoner (meglere, advokater mv.), eller ved kriminell virksomhet, samt enhver annen som besitter innsideinformasjon når de vet eller burde vite at det er tale om innsideinformasjon. Forbudet omfatter blant annet kjøp og salg, eller forsøk på dette. Forbudet mot innsidehandel utvides ved at forordningen fastslår at «use of inside information by cancelling or amending an order ... shall also be considered to be insider dealing». Presiseringen er ny og innebærer at norsk rett, som forutsetter at det alltid er adgang til å trekke/kansellere en ordre som ikke er gjennomført, og i enkelte tilfeller også en plikt til å gjøre dette, må endres. Tilskyn-delse til innsidehandel omfattes fortsatt av forbudet, mens MAR ikke oppstiller et eksplisitt forbud mot rådgivning tilsvarende verdipapirhandelloven § 3-7. «Legitimate behaviour» omfattes ikke av forbudet. Unntaket gjelder blant annet for en lang rekke aktiviteter foretatt av personer med oppgaver i markedet, for eksempel meglere som passivt utfører ordre på vegne av kunder, samt prisstillervirksomhet.

1.4.3 Håndtering av innsideinformasjon

Forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon videreføres. Forbudet omfatter enhver spredning av slike opplysninger, med mindre det skjer som ledd i den normale utøvelsen av en persons stilling eller funksjon. Det gis nye regler om «market sounding», altså kommunikasjon mellom ulike interessenter om en transaksjon før transaksjonen offentliggjøres, med tanke på å måle interessen for transaksjonen og vilkårene for denne. Gjennomføring av markedssondering skal i seg selv ikke anses å utgjøre markedsmissbruk dersom denne gjennomføres i tråd med de omfattende formelle prosedyrekravene.

Som tidligere, fastsetter MAR at en utsteder av et finansielt instrument skal offentliggjøre innsideinformasjon så snart som mulig. Virkeområdet

for reglene utvides slik at også finansielle instrumenter som bare handles på MHF eller OHF omfattes av MAR. Videre vil deltakere på markedet for utslippskvoter, på visse vilkår, omfattes. Det gis særlige regler for deltakere i markedet for utslippskvoter. MAR viderefører også reglene om utsatt offentliggjøring, men gir ytterligere adgang til utsettelse for finansinstitusjoner, blant annet der offentliggjøring kan true den finansielle stabiliteten. Det innføres regler om at tilsynsmyndighetene skal varsles i etterkant av utsatt offentliggjøring. Dersom utsettelsen begrunnes med hensynet til finansiell stabilitet, skal tilsynsmyndigheten på forhånd godkjenne utsettelsen.

Kravet til føring av innsidelister endres. Det legges opp til at utsteder, eller en som opptre på utstaders vegne, skal føre en konsolidert liste som omfatter alle som jobber for eller er engasjert av utsteder og som får tilgang til innsideinformasjon. I tillegg til listeføringsplikten innføres det en ny plikt til å utarbeide en oversikt over personer som mottar informasjon gjennom markedssonderinger i henhold til MAR artikkel 11. Selskaper på SMB-markeder («SME growth markets») er på visse vilkår unntatt fra kravet om å føre innsidelister.

Reglene om meldepliktig verdipapirhandel skjerpes blant annet ved at såkalte primærinnsideres nærstående får en selvstendig plikt til å offentliggjøre egne handler. Plikten omfatter alle finansielle instrumenter som er omfattet av forordningen, også utslippstillatelser. Meldeplikten utvides til å gjelde lånetransaksjoner og pantsettelser. Meldingen skal sendes tilsynsmyndigheten og utsteder straks og senest innen tre virkedager etter transaksjonen. Utsteder skal offentliggjøre meldingen. Det innføres en grense for meldeplikt på 5 000 EUR, som tilsynsmyndigheten kan vedta å heve til 20 000 EUR hvis visse vilkår er til stede.

Det innføres videre regler om periodiske handelsforbud for primærinnsidere. Dette innebærer forbud for primærinnsidere mot å handle både for egen og fremmed regning i utstederforetaket de er tilknyttet i en periode på 30 kalenderdager før offentliggjøring av nærmere angitt finansiell rapportering.

1.4.4 Reglene om markedsmanipulasjon

Virkeområdet for forbudet mot markedsmanipulasjon utvides noe. Som tidligere er bestemmelsen bygget opp slik at det gis en definisjon av markedsmanipulasjon som følges opp med en ikke-uttømmende liste av eksempler. Det erkjennes at utvikling og endringer i markedene vil medføre at det gradvis kan utvikle seg nye manipulative han-

delsmønstre og strategier, slik at beskrivelsen av den forbudte manipulative atferden må være fleksibel nok til å kunne fange opp disse. Lovteknisk er regler som tidligere var fastsatt i CESRs retningslinjer nå inntatt i MAR, blant annet ved å ta inn listen over aktiviteter som vil være indikatorer på markedsmanipulasjon i vedlegg I til forordningen. Senere års markedsutvikling reflekteres i forordningen, blant annet ved at manipulasjon kan forekomme på tvers av handelsplasser eller utenfor handelsplass, og at et finansielt instrument kan manipuleres ved hjelp av et annet eller i derivatmarkedet, og ved innleggelse og trekking av ordre mv. Det er videre tatt inn et eksplisitt forbud mot manipulasjon av «benchmarks»; med dette menes ulike referanseverdier som for eksempel NIBOR. Manipulasjon ved hjelp av algoritmer blir uttrykkelig forbudt. Det samme gjelder forsøk på manipulasjon. Det blir mulig for tilsynsmyndigheten å sanksjonere forsøk uten at det foreligger noen målbar effekt på pris.

1.4.5 Unntak fra markedsmissbruksreglene

Det gjelder enkelte unntak fra markedsmissbruksreglene. Dette gjelder i første rekke reglene om kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer. Reglene videreføres i hovedsak uendret. Det gjøres også unntak for sentralbankers og andre statlige og overstatlige organisasjoners markedsoperasjoner dersom disse gjennomføres for spesifikt angitte formål. I tillegg er det gitt regler om «accepted market practices». Dette innebærer at nasjonale tilsynsmyndigheter på nærmere angitte vilkår kan godkjenne en markedspraksis som ellers ville vært omfattet av forbudet mot markedsmanipulasjon.

1.4.6 Andre regler for å hindre markedsmissbruk

Reglene om investeringsanbefalinger videreføres i hovedsak uendret. Det stilles krav om at investeringsanbefalinger skal være objektive og at interessene til forfatteren av anbefalingen skal synliggjøres på en tydelig måte. Mulige interessekonflikter skal synliggjøres, herunder skal produsentene registrere og opplyse om tidligere anbefalinger.

1.4.7 Tilsyn og sanksjoner

MAR innebærer enkelte endringer for så vidt gjelder krav til tilsynsmyndighetens virkemidler og kompetanse. Bestemmelsene om tilsynsmyndighetenes plikt til å samarbeide med hverandre og med ESMA er også 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 ved overtredelse av nærmere angitte artikler i forordningen. Blant annet legges det opp til omfattende regler om overtredelsesgebyrer. Sanksjoner skal kunne ilegges både enkeltpersoner og foretak som har brutt regelverket, samt nærmere angitte ansvarlige personer i foretaket.

Det stilles krav om at medlemsstatene skal ha regler som beskytter varslere. Medlemsstatene kan også ha regler som fremmer tips om ulovlige forhold i verdipapirmarkedet.

I tillegg til reglene om administrative sanksjoner i MAR, gir MAD II minimumsregler om strafferettslige reaksjoner på innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon, samt markedsmanipulasjon.

Kapittel 2

Anvendelsesområdet

2.1 Finansielle instrumenter og handelsplasser

2.1.1 Gjeldende rett

De generelle atferdsbestemmelsene i verdipapirhandelloven gjelder i utgangspunktet i tilknytning til finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked, jf. verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd. Verdipapirhandelloven § 3-9 (forbud mot urimelige forretningsmetoder og god forretningsskikk) gjelder også finansielle instrumenter som ikke er eller søkes notert på norsk regulert marked. Finansielle instrumenter er nærmere definert i verdipapirhandelloven § 2-2 og inkluderer omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater. Disse instrumentene er nærmere definert i § 2-2 annet til femte ledd og supplert av definisjonen av varederivater i verdipapirforskriften § 2-1.

Bestemmelsene om misbruk av innsideinformasjon (§ 3-3), taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering for innsideinformasjon (§ 3-4) og rådgivningsforbudet ved besittelse av innsideinformasjon (§ 3-7) gjelder i tillegg for finansielle instrumenter som ikke omfattes av § 3-1 første ledd, så fremt deres verdi avhenger av finansielle instrumenter som nevnt i første ledd. Virkeområdet for disse bestemmelsene, samt forbudet mot markedsmanipulasjon (§ 3-8), utvides av verdipapirhandelloven § 3-1 tredje og fjerde ledd til å gjelde tilsvarende for henholdsvis handlinger foretatt i Norge i tilknytning til finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked i en annen EØS-stat, eller der det er søkt om slik notering, og for finansielle instrumenter som handles på norsk multilateral handelsfasilitet.

Primærinnsidernes (blant annet ledende ansatte og styremedlemmer, se verdipapirhandelloven § 3-6 første ledd) meldeplikt etter verdipapirhandelloven § 4-2 gjelder kun for aksjer opptatt til handel på regulert marked i en utsteder med Norge som hjemstat, se § 4-1. Bestemmelsen gjel-

der tilsvarende for egenkapitalbevis, jf. bestemmelsens femte ledd.

Den løpende plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder uoppfordret og umiddelbart følger av verdipapirhandelloven § 5-2, mens kravene for å utsette offentliggjøring av slik informasjon er fastsatt i § 5-3. Disse bestemmelsene gjelder etter § 5-1 for utstedere med finansielle instrumenter som er eller er søkt opptatt til handel på et norsk regulert marked.

2.1.2 Forventet EØS-rett

2.1.2.1 Finansielle instrumenter

Anvendelsesområdet for MAR følger av artikkel 2, supplert av definisjonene av de enkelte begrep og uttrykk som fremgår av MAR artikkel 3. Et stort antall av definisjonene i MAR artikkel 3 er henvisninger til definisjonene i MiFID II og andre rettsakter fra EU.

MAR regulerer i hovedsak forhold knyttet til finansielle instrumenter. For definisjonen av finansielle instrumenter henviser MAR til punkt 15 i artikkel 4 (1) i MiFID II. Av definisjonen i MiFID II følger det at finansielle instrumenter omfatter blant annet aksjer og andre omsettelige verdipapirer, pengemarkedsinstrumenter samt børshandlede fond og derivater. Det vises til den nærmere redegjørelsen for definisjonen av finansielle instrumenter i MiFID II i Verdipapirlovutvalgets andre delutredning, NOU 2017: 1 kapittel 2.4.4.

2.1.2.2 Handelsplass eller tilknytning til finansielt instrument på en handelsplass

For å falle inn under anvendelsesområdet for MAR må de finansielle instrumentene enten

- a) være opptatt eller søkt opptatt til handel på regulert marked,
- b) handles på en MHF, være opptatt til handel på en MHF eller søkt opptatt til handel på en MHF, eller

c) handles på en OHF.

Regulert marked, MHF og OHF er definert i henholdsvis punkt 21, 22 og 23 i MiFID II artikkel 4 nr. 1.

Finansielle instrumenter som ikke handles på et regulert marked, MHF eller OHF kan brukes i forbindelse med markedsmissbruk. Virkeområdet i artikkel 2 dekker derfor også finansielle instrumenter hvis pris eller verdi er avhengig av eller påvirker prisen på eller verdien av et finansielt instrument som faller inn under (a) til (c) over. Bakgrunnen for å inkludere slike finansielle instrumenter er nærmere beskrevet i fortalen til MAR punkt 10:

«It is possible that certain financial instruments which are not traded on a trading venue are used for market abuse. This includes financial instruments the price or value of which depends or has an effect on financial instruments traded on a trading venue, or the trading of which has an effect on the price or value of other financial instruments traded on a trading venue. Examples of where such instruments can be used for market abuse include inside information relating to a share or bond, which can be used to buy a derivative of that share or bond, or an index the value of which depends on that share or bond. Where a financial instrument is used as a reference price, an OTC-traded derivative can be used to benefit from manipulated prices, or be used to manipulate the price of a financial instrument traded on a trading venue. A further example is the planned issue of a new tranche of securities that do not otherwise fall within the scope of this Regulation, but where trading in those securities could affect the price or value of existing listed securities that fall within the scope of this Regulation. This Regulation also covers the situation where the price or value of an instrument traded on a trading venue depends on an OTC-traded instrument. The same principle should apply to spot commodity contracts the prices of which are based on that of a derivative and to the buying of spot commodity contracts to which financial instruments are referenced.»

Som nevnt over anses utslippskvoter som finansielle instrumenter og faller inn under det saklige virkeområdet for MAR. MAR regulerer således også atferd eller transaksjoner, herunder bud, knyttet til auksjoner på en auksjonsplattform som

er godkjent som et regulert markedet for utslippskvoter og andre auksjonerte produkter som er basert på utslippskvoter (MAR artikkel 2 nr. 1, annet ledd).

Av hensyn til klarhet om hvilke finansielle instrumenter som faller innenfor anvendelsesområdet for MAR, fastsetter MAR artikkel 4 at markedsoperatører for regulerte markeder og markedsoperatører og verdipapirforetak som driver MHF-er og OHF-er skal melde fra til tilsynsmyndigheten for handelsplassen om ethvert finansielt instrument (i) de mottar søknad om opptak til handel på deres handelsplass om, (ii) som er vedtatt opptatt til handel, eller (iii) som er handlet for første gang. Det skal også sendes melding når det relevante finansielle instrumentet slutter å være opptatt til handel, med mindre det i den første meldingen var spesifisert når dette skulle skje. Etter artikkel 4 nr. 2 skal tilsynsmyndigheten formidle meldingene de mottar videre til ESMA uten forsinkelse. Meldingene skal oppfylle de nærmere spesifiserte innholdskrav som fremgår av MAR artikkel 4 nr. 3. ESMA skal offentliggjøre meldingene på en liste på nettsidene sine. Hvorvidt et finansielt instrument er oppført på listen påvirker likevel ikke anvendelsesområdet for MAR. Kommisjonsforordningene (EU) 2016/909¹ og (EU) 2016/378² fastsetter nærmere krav til format og prosedyrer for meldinger etter MAR artikkel 4.

2.1.2.3 Utvidet anvendelsesområde for forbudet mot markedsmanipulasjon

Artikkel 2 nr. 2 utvider anvendelsesområdet for artikkel 12 (definisjonen av markedsmanipulasjon) og 15 (forbudet mot markedsmanipulasjon) til også å gjelde for:

- a. varekontrakter i spot-markedet, som ikke er engros energiprodukter³, hvor transaksjonene, ordren eller atferden har, eller er egnet til

¹ Commission delegated regulation (EU) 2016/909 of 1 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the content of notifications to be submitted to competent authorities and the compilation, publication and maintenance of the list of notifications.

² Commission implementing regulation (EU) 2016/378 of 11 March 2016 laying down implementing technical standards with regard to the timing, format and template of the submission of notifications to competent authorities according to Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council.

³ Disse produktene er definert i punkt 4 i artikkel 2 i forordning om integritet og gjennomsiktighet i energimarkedet (Nr. 1227/2011), også kalt REMIT.

- å ha⁴, en effekt på de finansielle instrumentene nevnt i kapittel 2.1.2.2 over,
- b. typer finansielle instrumenter, herunder derivatkontrakter og derivatinstrumenter for å overføre kredittrisiko, hvor transaksjonen, ordren, budet eller atferden har, eller er egnet til å ha, påvirkning på prisen eller verdien av en varekontrakt i spot-markedet der prisen eller verdien avhenger av prisen eller verdien på den type finansielle instrumenter, og
 - c. atferd knyttet til referanseverdier («benchmarks»), som for eksempel NIBOR.

2.1.3 Utvalgets vurderinger

Gjennomføringen av MAR vil medføre en utvidelse av anvendelsesområdet for atferdsreglene, meldeplikten for primærinnsidere og plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon, sammenlignet med det som i dag følger av verdipapirhandelloven. Dette følger av at den endrede definisjonen av finansielle instrumenter i MiFID II, som MAR henviser til, og medfører at flere typer verdipapirer anses som finansielle instrumenter enn tidligere, for eksempel utslippskvoter som er omfattet av Kvotedirektivet.⁵

Etter dagens regler er virkeområdet for verdipapirhandelloven kapittel 3, 4 og 5 begrenset til verdipapirer som er eller søkes notert på et regulert marked, men slik at forbudet mot misbruk av innsideinformasjon, taushetsplikt og plikt til tilbørlig informasjonshåndtering, rådgivningsforbudet og forbudet mot markedsmanipulasjon har et utvidet anvendelsesområde. Ved gjennomføringen av MAR vil hovedregelen være at anvendelsesområdet også dekker finansielle instrumenter som handles på en multilateral handelsfasilitet, er opptatt til handel på en MHF eller er søkt opptatt til handel på en MHF, eller som omsettes på en OHF. I tillegg vil finansielle instrumenter som ikke er søkt opptatt til eller handles på en handelsplass og varekontrakter i spot-markedet kunne omfattes av MAR på nærmere vilkår.

Engros energiprodukter er unntatt fra anvendelsesområdet hva gjelder varekontrakter i spot-

markedet. Utvalget legger til grunn at bakgrunnen for unntaket er at handel i slike kontrakter vil reguleres av REMIT (som definert i utredningens punkt 2.6), som oppstiller særskilte regler om markedsmissbruk.

Utvalget foreslår at verdipapirforskriften § 2-1 oppheves fordi denne erstattes av definisjonene i MAR artikkel 3. Kommisjonsforordningene (EU) 2016/909 og (EU) 2016/378 vedtatt i medhold av henholdsvis MAR artikkel 4 nr. 4 og nr. 5 og som omtalt i kapittel 2.1.2.2, foreslås inntatt i verdipapirforskriften ved inkorporasjon.

2.2 Stedlig virkeområde

2.2.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandellovens generelle stedlige virkeområde er definert i verdipapirhandelloven § 1-2. Loven gjelder for virksomhet i Norge, med mindre noe annet er bestemt. Det er gitt forskriftshjemmel for lovens anvendelse på Svalbard og kontinentalsokkelen uten at denne er benyttet.

For atferdsreglene er det gitt nærmere regler i verdipapirhandelloven § 3-1. Bestemmelsen gjennomfører MAD I artikkel 10 og er nærmere omtalt i Ot.prp. nr. 12. (2004–2005) kapittel 3. Bestemmelsens fjerde ledd fastsetter at §§ 3-3, 3-4, 3-7 og 3-8 gjelder tilsvarende for handlinger foretatt i Norge i tilknytning til finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked i en annen EØS-stat, eller der det er søkt om slik notering.

2.2.2 Forventet EØS-rett

Etter MAR artikkel 2 nr. 4 gjelder forbudene og kravene i forordningen for handlinger og unnlater, i og utenfor EU, relatert til instrumentene som omfattes av MAR. Reglene i forordningen gjelder på samme måte som for eksempel shortsalgforordningen, uavhengig av hvor den enkelte juridiske eller fysiske person som foretar seg eller unnlater noe i strid med forordningens regler befinner seg (ekstraterritoriell virkning). Tilsvarende bestemmelse fantes ikke i MAD I.

MAD II artikkel 10 (som ikke er EØS-relevant) fastsetter at nasjonale myndigheter skal sørge for at straffebestemmelsene direktivet omhandler i det minste skal kunne gjøres gjeldende på deres territorium og overfor handlinger foretatt av deres borgere i utlandet, dersom handlingen er straffbar der den er foretatt.

⁴ I utredningen benyttes gjennomgående «egnet til» der MAR benytter begrepet «likely to». Bakgrunnen for dette er at bestemmelsene i MAD I som benytter «likely to» er oversatt i gjeldende rett til «egnet til». Oversettelsen har vært gjenstand for diskusjon i juridisk teori og begrepsbruken i denne utredningen er benyttet for å gjøre reglene gjenkjennelige og er ikke ment som et innlegg i denne diskusjonen.

⁵ Direktiv 2003/87/EU.

2.2.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget legger til grunn at verdipapirhandelloven § 3-1 om atferdsreglens anvendelsesområde må oppheves. Utvalget bemerker at anvendelsesområde for MAR fremgår av forordningen artikkel 2. Bestemmelsens nr. 4 fastslår at forbudene og kravene i forordningen gjelder for handlinger og unnlatelser, i og utenfor EU, relatert til instrumentene som omfattes av MAR.

For så vidt gjelder anvendelsesområdet for straffebestemmelsene i verdipapirhandelloven vil de alminnelige bestemmelsene om straffelovgivningens virkeområde i straffeloven kapittel 1 komme til anvendelse. Utvalget legger til grunn at disse bestemmelsene dekker MAD II artikkel 10, som ikke er en EØS-relevant bestemmelse.

2.3 Unntak for enkelte institusjoner og organer

2.3.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende rett er visse transaksjoner og institusjoner unntatt atferdsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 3.

Etter verdipapirhandelloven § 3-13 gjelder ikke atferdsreglene for disposisjoner foretatt av eller på vegne av en EØS-stat, Den europeiske sentralbank, sentralbank i EØS-stat eller annet myndighetsorgan i slike stater, når disposisjonen er et ledd i en EØS-stats penge- eller valutapolitikk eller styring av offentlig gjeld. Bestemmelsen stiller dermed krav til formålet med transaksjonen og hvilke subjekter som utøver handlingene. Etter verdipapirhandelloven § 5-1 gjelder unntaket tilsvarende for plikten til å umiddelbart og uoppfordret offentliggjøre innsideinformasjon.

2.3.2 Forventet EØS-rett

2.3.2.1 Unntak etter MAR artikkel 6

Enkelte institusjoner og aktiviteter er unntatt fra MAR. Dette er regulert i MAR artikkel 6. Etter bestemmelsens nr. 1 skal MAR ikke gjelde for transaksjoner, ordre eller atferd som ledd i penge- eller valutapolitikk eller styring av offentlig gjeld foretatt av en medlemsstat, medlemmer av Den europeiske sentralbanken, et departement, byrå eller SPV-selskap («special purpose vehicle») tilhørende en eller flere medlemsstater eller av personer som opptrer på deres vegne eller, for medlemsstater som er føderale stater, et medlem som er del av føderasjonen.

Etter MAR artikkel 6 nr. 2 kommer MAR heller ikke til anvendelse på transaksjoner, ordre eller atferd som foretas av Kommisjonen eller et annet offisielt utpekt byrå som opptrer på Kommisjonens vegne som ledd i styring av offentlig gjeld. Videre følger det av samme bestemmelse at MAR ikke kommer til anvendelse på transaksjoner, ordre eller atferd som foretas av EU, SPV-selskap («special purpose vehicle») for en eller flere EØS-stater, Den europeiske investeringsbanken, Det europeiske krisefondet, Den europeiske krisefinansieringsmekanismen eller en internasjonal finansiell institusjon etablert av to eller flere EØS-stater som har som formål å mobilisere finansiering og finansiell bistand til fordel for dets medlemmer som er i, eller er truet av, alvorlige finansielle problemer.

MAR kommer ikke til anvendelse på aktiviteter som foretas av en EØS-stat, Kommisjonen eller et annet offisielt utpekt organ, eller en person som opptrer på deres vegne, som henholdsvis (i) vedrører utslippskvoter og som ledd i EUs klimapolitikk i henhold til Kvotedirektivet og (ii) foretas som ledd i EUs felles landbrukspolitikk eller EUs felles fiskeripolitikk i henhold til vedtatte rettsakter eller internasjonale avtaler inngått under Roma-traktaten (TFEU), jf. MAR artikkel 6 nr. 3 og nr. 4.

Artikkel 6 nr. 7 presiserer at unntakene i MAR artikkel 6 ikke gjelder for personer som arbeider for enhetene nevnt i artikkelen, i henhold til et ansettelsesforhold eller på annen måte der disse gjennomfører transaksjoner eller ordre, eller utviser atferd, direkte eller indirekte, for egen regning.

2.3.2.2 Utfyllende regler i kommisjonsforordning

I kommisjonsforordning (EU) 2016/522⁶ vedtatt i medhold av artikkel 6 nr. 5 er det fastsatt utfyllende regler knyttet til omfanget av unntakene fra MAR for enkelte offentlige organer og sentralbanker i tredjeland i forbindelse med utøvelse av penge- eller valutapolitikk eller styring av offentlig gjeld. Etter kommisjonsforordningen artikkel 3 skal MAR ikke være anvendelig på transaksjoner, ordrer eller atferd utført som ledd i penge- eller

⁶ Commission delegated regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards an exemption for certain third countries public bodies and central banks, the indicators of market manipulation, the disclosure thresholds, the competent authority for notifications of delays, the permission for trading during closed periods and types of notifiable managers' transactions.

valutapolitikk eller styring av offentlig gjeld av offentlige organer og sentralbanker i tredjeland, som nærmere opplistet i vedlegg 1 til kommisjonsforordningen, så lenge disse er foretatt i allmennhetens interesse og utelukkende som ledd i slik politikk.

Etter artikkel 6 nr. 6 er det videre gitt hjemmel til å utvide unntaket i artikkel 6 nr. 3 til også å inkludere enkelte offentlige organer fra tredjeland som har inngått avtale med EU i henhold til artikkel 25 i Kvotedirektivet⁷. Det er foreløpig ikke vedtatt kommisjonsforordninger etter bestemmelsen.

2.3.3 Utvalgets vurderinger

Reglene om unntak utvides og presiseres sammenlignet med gjeldende norsk rett idet de angitte unntatte statene og organene er nærmere spesifisert og blant annet aktiviteter som ledd i klimapolitikk også vil kunne omfattes av unntaket.

Unntakene vil inntas i norsk rett gjennom MAR. Ytterligere regler skal ikke utarbeides.

Kommisjonsforordning (EU) 2016/522 vedtatt i medhold av MAR artikkel 6 nr. 5 og som omtalt i kapittel 2.3.2.2, foreslås inntatt i verdipapirforskriften ved inkorporasjon.

2.4 Enkelte unntak for tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering

2.4.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende rett er visse transaksjoner og institusjoner unntatt fra forbudet mot markedsmanipulasjon i verdipapirhandelloven § 3-8. Unntaket følger av forordning (EF) nr. 2273/2003 om tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering knyttet til finansielle instrumenter som er inntatt i norsk lov ved inkorporasjon gjennom verdipapirhandelloven § 3-12.

Forordningen gir regler om hvordan utstedere notert på regulert marked, eller noen som opptrer på deres vegne, kan kjøpe tilbake egne aksjer i forbindelse med tilbakekjøpsprogrammer og hvordan kursstabilisering kan gjennomføres uten at dette skjer i konflikt med reglene om markedsmissbruk som følger av MAD I. Reglene er såkalte «safe harbour-regler» hvilket betyr at manglende etterlevelse av regelverket ikke i seg selv innebærer at tilbakekjøpsprogrammet eller kursstabiliseringen utgjør markedsmanipulasjon. Imidlertid

vil det for tilbakekjøpsprogrammer eller kursstabiliseringer som gjennomføres i henhold til forordningens regler, gjelde et unntak fra markedsmissbruksreglene i MAD I og vedkommende som gjennomfører den vil være sikret at transaksjonene ikke vil være i strid med disse reglene. Verdipapirhandelloven § 3-12 medfører ikke unntak fra andre regelsett, som for eksempel flaggeplikt eller krav til likebehandling av aksjeeiere.

2.4.2 Forventet EØS-rett

2.4.2.1 Unntak for tilbakekjøpsprogrammer

Etter MAR artikkel 5 gjelder ikke forbudene mot innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon i MAR for en utsteders handel med egne aksjer i henhold til et tilbakekjøpsprogram der:

- fullstendige detaljer om tilbakekjøpsprogrammet er offentliggjort før handelen starter,
- handler rapporteres som å være en del av et tilbakekjøpsprogram til tilsynsmyndigheten for handelsplassen i henhold til artikkel 5 nr. 3 (se under) og deretter offentliggjøres til allmennheten,
- hensiktsmessige begrensninger med hensyn til pris og volum etterleves, og
- det gjennomføres i henhold til formålene angitt i artikkel 5 nr. 2 og vilkårene i denne artikkelen og kommisjonsforordninger gitt i henhold til artikkel 5.

I artikkel 5 nr. 3 spesifiseres rapporteringsforpliktelsen nevnt i b) over og det oppstilles en plikt til å rapportere hver transaksjon knyttet til tilbakekjøpsprogrammet til tilsynsmyndigheten for handelsplassen der aksjene er opptatt til handel eller handles, herunder informasjonen som angitt i MiFIR⁸ artikkel 25 nr. 1 og 2 og artikkel 26 nr. 1, 2 og 3.

For å kunne dra nytte av unntaket i artikkel 5 nr. 1 skal videre tilbakekjøpsprogrammets eneste formål etter artikkel 5 nr. 2 være å:

- redusere utsteders kapital,
- oppfylle forpliktelser som følge av gjeldsinstrumenter som kan konverteres til egenkapitalinstrumenter, eller
- oppfylle forpliktelser fra aksjeopsjonsprogrammer, eller andre tildelinger av aksjer, til ansatte eller til medlemmer av administrative, ledelses-

⁷ Direktiv 2003/87/EU.

⁸ Regulation (EU) no 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012.

eller tilsynsorganer i utsteder eller et tilknyttet selskap.

2.4.2.2 Unntak for kursstabilisering

I fortalen til MAR punkt 11 fremheves det at kursstabiliseringer kan være legitimt av økonomiske hensyn og derfor skal unntas fra forbudene mot markedsmissbruk dersom det sikres tilstrekkelig transparens om stabiliseringstiltakene.

Etter artikkel 5 nr. 4 gjelder ikke forbudene mot innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon eller markedsmanipulasjon i MAR for handel i verdipapirer eller tilknyttede instrumenter for kursstabilisering av verdipapirer der:

- a. kursstabiliseringen gjennomføres i en begrenset periode,
- b. relevant informasjon om kursstabiliseringen er offentliggjort og meldt til tilsynsmyndigheten for handelsplassen i henhold til artikkel 5 nr. 5,
- c. hensiktsmessige begrensninger med hensyn til pris og volum etterleves, og
- d. handelen gjennomføres i henhold til vilkårene fastsatt i kommisjonsforordning referert til i artikkel 5 nr. 6.

Etter artikkel 5 nr. 5 skal detaljene for stabiliseringstransaksjonene meldes av utsteder, tilbyder eller enheter som gjennomfører kursstabilisering, uavhengig av om de opptrer på vegne av slike personer, til tilsynsmyndigheten for handelsplassen innen utløpet av den syvende handelsdagen («trading session») etter gjennomføring av slik transaksjon.

2.4.2.3 Utfyllende regler i kommisjonsforordning

I kommisjonsforordning (EU) 2016/1052⁹, vedtatt i medhold av artikkel 5 nr. 6, gis det nærmere regler for gjennomføring av tilbakekjøp og kursstabilisering. For tilbakekjøpsprogrammene gir kommisjonsforordningen nærmere regler om offentliggjøring og rapportering, vilkår for handel og handelsrestriksjoner. For kursstabilisering gir kommisjonsforordningen nærmere regler om stabiliseringsperioden, krav til offentliggjøring og rapportering, vilkår for pris som kan betales og vilkår for tilleggsstabilisering.

2.4.3 Utvalgets vurderinger

MAR viderefører unntak for tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering. Verdipapirhandelloven § 3-12 gir etter gjeldende rett kun et unntak fra bestemmelsen om markedsmanipulasjon i verdipapirhandelloven § 3-8. Regimet i MAR artikkel 5 gir i tillegg unntak fra forbudene mot innsidehandel og ulovlig spredning av innsideinformasjon. Utvalget legger likevel til grunn at unntaket kun gjelder for innsideinformasjon som knytter seg til tilbakekjøpsprogrammet eller stabiliseringstiltakene, og at innsidehandel ikke tillates generelt gjennom et tilbakekjøpsprogram. Som følge av de detaljerte prosedyrekravene for at tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering skal omfattes av unntaket, herunder krav om offentliggjøring, antas ikke utvidelsen å medføre større praktiske konsekvenser.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 3-12 oppheves og erstattes av MAR artikkel 5. Artikkel 5 nr. 1 om tilbakekjøpsprogrammer gjelder etter forordningens ordlyd kun for aksjer. Etter utvalgets vurdering gjør de samme hensyn og behov for unntak seg like gjeldende for egenkapitalbevis. Utvalget foreslår derfor at det i inkorperasjonsbestemmelsen for MAR inntas en bestemmelse om at unntaket i MAR artikkel 5 nr. 1 gjelder tilsvarende for egenkapitalbevis. Egenkapitalbevis er et særnorsk finansielt instrument og utvalget anser ikke en slik tilleggsbestemmelse for å være i strid med formålet om å skape et felleseuropeisk regelverk for markedsmissbruk. Når det gjelder kursstabilisering, så vil egenkapitalbevis omfattes av unntaket ved at artikkel 5 nr. 4 omfatter finansielle instrumenter og ikke er begrenset til aksjer («shares») som for unntaket for tilbakekjøpsprogram.

Kommisjonsforordning (EU) 2016/1052, vedtatt i medhold av MAR artikkel 5 nr. 6 og som omtalt i kapittel 2.4.2.3, foreslås inntatt i verdipapirforskriften ved inkorporasjon.

2.5 Nærmere om handel med og deltakere i markedet for utslippskvoter

Handel med utslippskvoter som er omfattet av Kvotedirektivet¹⁰ er ikke inkludert i definisjonen av finansielle instrumenter etter gjeldende rett og faller utenfor anvendelsesområdet for verdipapirhandelloven og MAD I. For en nærmere oversikt

⁹ Commission delegated regulation (EU) 2016/1052 of 8 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the conditions applicable to buy-back programmes and stabilisation measures.

¹⁰ Direktiv 2003/87/EU.

over markedet for utslippskvoter vises det til Verdipapirlovutvalgets andre delutredning, NOU 2017: 1, kapittel 4.1.

Forordningens plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon knyttet til utslippskvoter omfatter utstedere og enhver som inngår transaksjoner eller legger inn handelsordre vedrørende utslippskvoter, auksjonerte produkter basert på disse og derivater knyttet til disse, dersom deres utslipp i foregående år har oversteget fastsatte terskler (heretter markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet).

Videre utvides angivelsen av pliktsubjektene for føring av innsidelister for innsideinformasjon knyttet til utslippskvoter til markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet, samt enhver auksjonsplattform, auksjonarius og de som fører tilsyn med auksjonene for utslippskvoter og auksjonerte produkter basert på disse i henhold til forordning (EU) nr. 1031/2010¹¹ (heretter kalt Auksjoneringsforordningen). Det er Finansdepartementet som er oppnevnt som auksjonarius etter Auksjoneringsforordningen for Norge. Det er videre oppnevnt en felles europeisk auksjonsplattform som skal gjøre kvotene tilgjengelig på markedet (European Energy Exchange, EEX). Selv om Norge kan opprette egen auksjonsplattform, har Norge valgt å delta i denne felleseuropeiske plattformen.

Videre gjelder MAR artikkel 19 om meldepliktig verdipapirhandel også for personer i ledende stillinger og deres nærstående i markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet, auksjonsplattformer, auksjonarius eller de som fører tilsyn med auksjonene i henhold til Auksjoneringsforordningen. Utstedere og markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet er videre pålagt å informere personer i ledende stillinger om disse forpliktelsene, samt å utarbeide oversikter over personer som anses som primærinnsidere og deres nærstående.

2.6 Nærmere om handel med spot-kontrakter

Spot-kontrakter er ikke inkludert i definisjonen av finansielle instrumenter etter gjeldende rett og fal-

ler utenfor anvendelsesområdet for verdipapirhandelloven og MAD I. Som nevnt over, vil imidlertid deler av forordningen også kunne anvendes på handler i enkelte spot-kontrakter. For en nærmere oversikt over fysisk og finansiell handel i varer og varederivater, vises det til Verdipapirlovutvalgets andre utredning, NOU 2017: 1, kapittel 4.1.

Etter fortalen til MAR punkt 20 er bakgrunnen for utvidelsen blant annet at spot-markedene og relaterte derivatmarkeder er svært sammenvevde og globale, og markedsmissbruk kan skje på tvers av markeder så vel som på tvers av landegrensene. Dette kan føre til betydelig systemrisiko og omfatter både risiko for innsidehandel og markedsmanipulasjon. Spesielt kan en investor dra nytte av innsideinformasjon fra et spot-marked ved handler i finansmarkedet. Videre kan manipulerende strategier også strekke seg på tvers av spot- og derivatmarkedet. Handel med finansielle instrumenter, herunder varederivater, kan benyttes til å manipulere tilknyttede spot-kontrakter og slike varekontrakter kan benyttes til å manipulere tilknyttede finansielle instrumenter. Forbudet mot markedsmanipulasjon skal fange opp disse bindingene mellom markedene. Det er imidlertid ikke funnet hensiktsmessig eller praktisk mulig å utvide virkeområdet for MAR til atferd som ikke involverer finansielle instrumenter, for eksempel til handel i spot-kontrakter som bare påvirker spot-markedet. Kontrakter i engrosmarkedet for kraft og gass er gjenstand for særskilt regulering, blant annet offentliggjøringsplikter, forbud mot markedsmanipulasjon og forbud mot innsidehandel, gjennom forordning (EF) nr. 1227/2011¹² (heretter REMIT). Som følge av dette er kontrakter i engrosmarkedet for kraft og gass unntatt anvendelsesområdet for MAR, jf. artikkel 2 nr. 2 a). I det konkrete tilfellet for engros energiprodukter, følger det av fortalen til MAR punkt 20 annet ledd at tilsynsmyndigheten skal ta hensyn til de spesielle karakteristikkene ved definisjonene i REMIT når de anvender definisjonene av innsideinformasjon, innsidehandel og markedsmanipulasjon i henhold MAR på finansielle instrumenter knyttet til engros energiprodukter.

¹¹ Forordning (EU) nr. 1031/2010 om det tidsmessige og administrative forløp av auksjoner over kvoter for drivhussutslipp og andre sider i forbindelse med slike auksjoner i henhold til europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/87/EF om en ordning for handel med kvoter for drivhusutslipp i Fellesskapet.

¹² Regulation (EU) No 1227/2011 of the European Parliament and of the Council of 25 October 2011 on wholesale energy market integrity and transparency.

Kapittel 3

Innsideinformasjon

3.1 Innledning

Innsideinformasjon er et sentralt koblingsord i verdipapirretten. Hvorvidt de sentrale regelsettene etter gjeldende rett og MAR kommer til anvendelse i et gitt tilfelle vil ofte være avhengig av om det foreligger innsideinformasjon eller ikke. Vurderingen av om noe utgjør innsideinformasjon er binær. Informasjonen vil enten utgjøre innsideinformasjon fullt ut, eller ikke utgjøre innsideinformasjon i det hele tatt.

En rekke forbud og plikter i verdipapirhandelloven knytter seg til innsideinformasjon, blant annet:

- a. forbud mot å handle, tilskynde til handler eller å gi råd om handel i de finansielle instrumenter som innsideinformasjonen vedrører (verdipapirhandelloven §§ 3-3 og 3-7),
- b. taushetsplikt og krav til tilbørlig informasjons-håndtering for de som har innsideinformasjon (verdipapirhandelloven § 3-4),
- c. plikt for utsteder og juridiske personer som regelmessig besitter innsideinformasjon til å ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon (verdipapirhandelloven § 3-4),
- d. plikt for utsteder til å føre lister over alle som gis tilgang til innsideinformasjon (verdipapirhandelloven § 3-5),
- e. plikt for den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter å rapportere til Finanstilsynet hvis det foreligger rimelig grunn til mistanke om innsidehandel i tilknytning til slike transaksjoner (verdipapirhandelloven § 3-11), og
- f. krav til umiddelbar og uoppfordret offentliggjøring av informasjonen for utsteder, dersom innsideinformasjonen direkte angår utsteder og det ikke foreligger grunnlag for utsatt offentliggjøring (verdipapirhandelloven §§ 5-2 og 5-3).

For utstedere med finansielle instrumenter som handles på regulert marked skal det regulerte markedet varsles underhånden ved beslutning om

utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, jf. verdipapirforskriften § 5-1.

3.2 Definisjonen av innsideinformasjon

3.2.1 Gjeldende rett

Definisjonen av innsideinformasjon i MAD I artikkel 1, supplert av første¹ og tredje² kommisjonsdirektiv er gjennomført i norsk rett gjennom verdipapirhandelloven § 3-2.

Bestemmelsens første ledd definerer innsideinformasjon som presise opplysninger om finansielle instrumenter, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. For varederivater er det en særskilt definisjon i bestemmelsens fjerde ledd.

Vilkårene om at informasjonen må være presis og egnet til å påvirke kursen merkbart er nærmere presisert i bestemmelsens annet og tredje ledd. Etter definisjonen kan informasjon om «de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold» utgjøre innsideinformasjon. De mest nærliggende forholdene som kan utgjøre innsideinformasjon er forhold som utsteder av de finansielle instrumentene er involvert i direkte, for eksempel informasjon knyttet til inngåelse av vesentlige avtaler, planer om oppkjøp/salg av virksomhet eller fisjoner/fusjoner, myndighetstillatel-

¹ Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF av 22. desember 2003 om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til definisjon og offentliggjøring av innsideinformasjon og definisjon av markedsmanipulasjon.

² Kommisjonsdirektiv 2004/72/EF av 29. april 2004 om gjennomføring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF med hensyn til gjeldende markedspraksis, definisjonen av innsideinformasjon i forbindelse med råvaderivater, utarbeiding av lister over personer som har tilgang til innsideinformasjon, melding om transaksjoner utført av personer med overordnet ansvar samt melding om mistenkelige transaksjoner.

ser og konsesjoner og informasjon om utstedsers resultat for en periode. Ordlyden «andre forhold» utgjør en sekkpost og medfører at informasjon om alle typer forhold kan utgjøre innsideinformasjon forutsatt at de øvrige vilkårene i bestemmelsen er oppfylt. Det er med andre ord ikke et krav at informasjonen stammer fra, eller direkte omhandler, utsteder eller det finansielle instrumentet. Eksempler på informasjon som ikke stammer fra utsteder som kan utgjøre innsideinformasjon kan være informasjon om myndighetshandlinger og endrede rammebetingelser som berører en hel sektor/region, forhold knyttet til konkurranter, kunder og leverandører, samt forhold knyttet til hvordan markedsaktører planlegger å agere i det finansielle instrumentet (for eksempel oppkjøpsplaner eller planer om et større blokksalg av instrumentet).

Bestemmelsen avgrenses mot informasjon som er «offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet». Bestemmelsen stiller ikke eksplisitte krav til hvorledes informasjonen skal gjøres offentlig tilgjengelig eller allment kjent eller hvem som må ha sørget for slik offentliggjøring/tilgjengeliggjøring.³ Som hovedregel vil informasjon som kan utgjøre innsideinformasjon offentliggjøres av utsteder gjennom børsmelding⁴, men dette er ikke et vilkår for at innsideinformasjonen skal anses utlignet i markedet, for eksempel kan informasjonen utlignes av et relevant myndighetsorgan eller gjennom tilbyders fremsettelse av et tilbud om kjøp av aksjer.

Som nevnt over, følger den nærmere utdypingen av «presise opplysninger» av bestemmelsens annet ledd. For at opplysningene skal anses som «presise» må flere vilkår være oppfylt. For det første må opplysningene indikere at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntruffe. Det er ikke et krav om at opplysningene er sikre, nøyaktige eller fullstendige. Det er tilstrekkelig at opplysningene indikerer en omstendighet eller begivenhet. Ordlyden stiller heller ingen krav til hva slags begivenhet eller omstendighet informasjonen må omhandle. I en trinnvis prosess kan derfor informasjon om et hvert steg i prosessen utgjøre innsideinformasjon, dersom øvrige vilkår for innsideinformasjon er oppfylt.⁵ For eksempel kan informasjon om at to selskap er i fusjons-

forhandlinger utgjøre presis informasjon, uten at det er sikkert eller med rimelig grunn kan forventes at fusjonen vil bli foreslått eller gjennomført. I så fall må de øvrige vilkårene, herunder at denne informasjonen er egnet til å påvirke kursen, vurderes opp mot informasjonen om at selskapet er i fusjonsforhandlinger, og ikke opp mot at en fusjon faktisk vil foreslås eller gjennomføres.

Et ytterligere vilkår for at det skal foreligge presise opplysninger er at det må være mulig å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen den relevante omstendigheten eller begivenheten vil ha. Imidlertid følger det av dom fra EU-domstolen at det ikke er nødvendig at man kan forutse hvilken retning den mulige kurspåvirkningen vil ha, for at informasjonen skal anses som presis.⁶

I vurderingen av om informasjonen utgjør «presise opplysninger» vil kilden til opplysningene være relevant. Informasjon om en begivenhet eller hendelse fra en troverdig kilde som antas å sitte tett på relevante beslutningsprosesser (for eksempel en primærinnsider i utsteder, oppkjøper, myndighetsorgan osv.) vil som hovedregel styrke indikasjonen av at den omtalte hendelse er inntrådt eller med rimelig grunn kan forventes å inntre. Ved informasjon mottatt fra andre (for eksempel en overhørt samtale mellom for lytteren ukjente personer), må det foretas en mer konkret vurdering av informasjonen og kilden for å avgjøre om informasjonen er tilstrekkelig presis. I praksis vil vilkåret i stor grad sammenfalle med vilkåret i tredje ledd (som beskrevet under) da det har formodningen mot seg at en fornuftig investor vil legge vekt på løse rykter eller informasjon som ikke er tilstrekkelig spesifikk til å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen.

Det siste vilkåret er at opplysningene må være «egnet til å påvirke kursen [...] merkbart». Etter bestemmelsens tredje ledd skal det gjøres en vurdering av om det foreligger «opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning». Det er således ikke et krav at informasjonen er avgjørende for investeringsbeslutningen for at den skal være egnet til å påvirke kursen merk-

³ Taushetsplikten om innsideinformasjon i verdipapirhandelloven § 3-4 oppstiller likevel begrensninger i anledningen til å offentliggjøre eller spre innsideinformasjon.

⁴ Utsteder er med visse unntak forpliktet til å offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder umiddelbart etter verdipapirhandelloven § 5-2.

⁵ Dette er også stadfestet i EU-domstolens avgjørelse av 28. juni 2012 (Daimler-saken).

⁶ Sak C-628/13 (Lafonta-saken) der det uttales blant annet «[...] in order for information to be regarded as being of a precise nature [...] it need not be possible to infer from that information, with a sufficient degree of probability, that [...] its potential effect on the prices of the financial instruments concerned will be in a particular direction».

bart, men det er tilstrekkelig at informasjonen inngår som ledd i investeringsbeslutningen.

Den fornuftige investor-testen oppstiller ikke et krav om at kursen på de relevante finansielle instrumentene faktisk påvirkes når informasjonen blir kjent i markedet. Vurderingen knytter seg til opplysningenes mulige kurspåvirkning på tidspunktet før opplysningen er allment kjent, og det må tas hensyn til alle markedsvariabler. Det sentrale er om en gitt og presis opplysning er sensitiv eller viktig nok til at den får den alminnelige fornuftige investor til å reagere på den og sannsynligvis benytte opplysningen som en del av sitt beslutningsgrunnlag.

Verdipapirhandelloven § 3-2 fjerde ledd oppstiller en særskilt definisjon for innsideinformasjon om varederivater. Bestemmelsen gjennomfører MAD I som supplert av artikkel 4 i tredje kommisjonsdirektiv. Etter gjeldende rett er varederivater definert i verdipapirforskriften § 2-1, jf. verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd nr. 4, jf. femte ledd nr. 2. På samme måte som i den generelle definisjonen av innsideinformasjon oppstilles det vilkår om at informasjonen må være presise opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent.

Den spesielle definisjonen for varederivater fastsetter at det må dreie seg om informasjon som direkte eller indirekte angår ett eller flere varederivater. Videre oppstilles det ikke noe eksplisitt krav om kurspåvirkning, men et krav om at informasjonen må utgjøre opplysninger som deltakere på markedet der varederivatene handles ville forvente å motta i samsvar med det Finanstilsynet anser som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet. Dette er nærmere presisert i den påfølgende setningen i bestemmelsen som at «opplysninger som normalt gjøres tilgjengelig for deltakere på markedet eller opplysninger som skal offentliggjøres som følge av lov, forskrift eller annen regulering, herunder privatrettslig regulering og praksis på det aktuelle varederivatmarkedet eller det underliggende varemarked».

Selv om det ikke fremgår eksplisitt av bestemmelsen har Finanstilsynet i sin veiledning «Lov om verdipapirhandel – enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4» lagt til grunn at innsideinformasjon for varederivater «[...] – som for vurderingen av andre finansielle instrumenter – vil være opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning».⁷ En slik innfortolkning samsvarer også godt med de reelle hensyn bak bestemmelsen.

Selv om en fornuftig investor ville lagt vekt på informasjon om et varederivat, vil det, som følge av vilkårene over, likevel ikke være snakk om innsideinformasjon dersom denne informasjonen ikke normalt gjøres tilgjengelig for deltakere på markedet eller er opplysninger som skal offentliggjøres som følge av lov, forskrift, eller annen regulering.

Etter bestemmelsens siste punkt kan departementet i forskrift fastsette nærmere regler om innsideinformasjon i tilknytning til varederivater og akseptert markedspraksis. Det er ikke vedtatt slike forskrifter.

3.2.2 Forventet EØS-rett

3.2.2.1 Generelle betraktninger i fortalen til MAR

Av fortalen til MAR fremgår det noen generelle betraktninger om definisjonen av innsideinformasjon. Punkt 14 i fortalen redegjør for hva slags informasjon fornuftige investorer legger vekt på ved investeringsbeslutninger. Vurderingen av om informasjon kan påvirke en slik investeringsbeslutning må baseres på informasjonen tilgjengelig ex ante. I punkt 15 presiseres det at etterfølgende omstendigheter kan bidra til å kontrollere en antakelse om at informasjon var innsideinformasjon ex ante, men slik informasjon bør ikke benyttes til å forfølge personer som trakk fornuftige konklusjoner basert på den informasjonen som var tilgjengelig på det aktuelle tidspunktet. Fortalens punkt 16 og 17 relaterer seg til innsideinformasjon i trinnvise prosesser og legger til grunn at hvert steg i en slik prosess kan utgjøre innsideinformasjon i seg selv. I punkt 19 presiseres det at MAR ikke er ment å forhindre diskusjoner av generell art om selskapets virksomhet eller markedsutvikling mellom aksjeeiere og ledelse i en utsteder. Det fremheves at slike diskusjoner er essensielle for et effektivt og velfungerende marked.

I fortalens punkt 28 adresseres forholdet mellom innsideinformasjon og analyserapporter:

«Research and estimates based on publicly available data, should not per se be regarded as inside information and the mere fact that a transaction is carried out on the basis of research or estimates should not therefore be deemed to constitute use of inside information.

⁷ På s. 10 i veiledningen. Finanstilsynet henviser også til Nord Pools Disiplinærkomité sak vedrørende Lyse Produksjon AS og Lyse Handel AS 5. september 2010 der det ble lagt til grunn at det i vphl. § 3-2 fjerde ledd må innfortolkes et krav om kurspåvirkning for varederivater.

However, for example, where the publication or distribution of information is routinely expected by the market and where such publication or distribution contributes to the price-formation process of financial instruments, or the information provides views from a recognised market commentator or institution which may inform the prices of related financial instruments, the information may constitute inside information. Market actors must therefore consider the extent to which the information is non-public and the possible effect on financial instruments traded in advance of its publication or distribution, to establish whether they would be trading on the basis of inside information.»

3.2.2.2 *Definisjonen av innsideinformasjon*

Definisjonen av innsideinformasjon for finansielle instrumenter i MAD I artikkel 1, supplert av første og tredje kommisjonsdirektiv, videreføres i hovedsak i MAR.

Definisjonen opprettholder strukturen med en generell definisjon av innsideinformasjon for finansielle instrumenter og en spesiell definisjon av innsideinformasjon for varederivater, og har som følge av utvidelsen av virkeområdet for MAR også inkludert en særskilt definisjon for innsideinformasjon for utslippskvoter og auksjonerte produkter basert på disse. Presiseringen for personer som utfører ordre i finansielle instrumenter videreføres i definisjonen slik den tidligere fulgte av MAD I artikkel 1 nr. 1 tredje ledd, men slik at merkbarhetsvurderingen også skal gjøres opp mot eventuelle tilknyttede varekontrakter i spot-markedet. Etter artikkel 7 nr. 1 skal innsideinformasjon omfatte følgende typer informasjon:

«(a) information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments;

(b) in relation to commodity derivatives, information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly to one or more such derivatives or relating directly to the related spot commodity contract, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the

prices of such derivatives or related spot commodity contracts, and where this is information which is reasonably expected to be disclosed or is required to be disclosed in accordance with legal or regulatory provisions at the Union or national level, market rules, contract, practice or custom, on the relevant commodity derivatives markets or spot markets;

(c) in relation to emission allowances or auctioned products based thereon, information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more such instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of such instruments or on the prices of related derivative financial instruments;

(d) for persons charged with the execution of orders concerning financial instruments, it also means information conveyed by a client and relating to the client's pending orders in financial instruments, which is of a precise nature, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments, the price of related spot commodity contracts, or on the price of related derivative financial instruments.»

Utdypingen av presis informasjon og merkbar kurspåvirkning som tidligere fulgte av nevnte kommisjonsdirektiver, er i MAR inntatt direkte i artikkel 7 nr. 2 og nr. 4.

Når det gjelder utdypingen av merkbarhetskriteriet, er det i artikkel 7 nr. 4 annet ledd inntatt en særbestemmelse i forbindelse med utslippskvoter. For deltakere i utslippskvotemarkedet med samlet utslipp eller beregnet («rated») termisk tilførsel på eller under terskelen fastsatt i henhold til artikkel 17 nr. 2 annet ledd (som omtalt under kapittel 6.1.2.3), skal informasjon om deres fysiske virksomhet ikke anses for å ha en merkbar effekt på prisen på utslippskvoter, auksjonerte produkter basert på utslippskvoter eller avledede finansielle instrumenter.

Når det gjelder utdypingen av «presis informasjon» i artikkel 7 annet ledd, kodifiserer forordningen prinsippet fra Daimler-saken (referert til i kapittel 3.2.1) om at informasjon om ethvert trinn i en trinnvis prosess kan utgjøre presise opplysninger ved å tilføye:

«In this respect in the case of a protracted process that is intended to bring about, or that results in, particular circumstances or a particular event, those future circumstances or that future event, and also the intermediate steps of that process which are connected with bringing about or resulting in those future circumstances or that future event, may be deemed to be precise information.»

Videre presiserer artikkelens tredje ledd at den relevante mellomliggende begivenheten skal anses som innsideinformasjon i seg selv dersom informasjon om denne mellomliggende begivenheten oppfyller de øvrige kriterier.

3.2.2.3 ESMA's retningslinjer

ESMA har i henhold til artikkel 7 nr. 5 utarbeidet retningslinjer som fastsetter en ikke uttømmende indikativ liste over informasjon som rimeligvis forventes eller er påkrevet offentliggjort i henhold til «legal or regulatory provisions in Union or national law, market rules, contract, practice or custom» på det relevante varederivatmarked eller spot-marked som referert til i artikkel 7 nr. 1 (b).⁸ Retningslinjene lister opp eksempler på informasjon som skal offentliggjøres (i) direkte knyttet til varederivater, (ii) indirekte knyttet til varederivater uten et underliggende spot-marked og (iii) direkte knyttet til spot-kontrakter.

3.2.3 Utvalgets vurderinger

Definisjonen av innsideinformasjon i MAD I og verdipapirhandelloven for finansielle instrumenter videreføres i stor grad gjennom MAR (se fotnote 4 til punkt 2.1.2.3 om verdipapirhandellovens bruk av begrepet «egnet til» og bruk av begrepet «likely to» i MAD I og MAR). Når det gjelder den særskilte definisjonen av innsideinformasjon for varederivater, endres denne noe. Vurderingen gjøres mer lik vurderingen for finansielle instrumenter for øvrig og inkluderer også informasjon som kan påvirke prisingen av underliggende spot-kontrakter. Videre følger merkbarhetskravet som nevnt under beskrivelsen av gjeldende rett direkte av ordlyden i MAR, men slik at kriteriet er oppfylt hvis informasjonen enten er egnet til å påvirke kursen på det relevante derivatet eller hvis infor-

masjonen er egnet til å ha slik påvirkning på en tilknyttet varekontrakt i spot-markedet.

Definisjonen av innsideinformasjon utvides videre som følge av utvidelsen av virkeområdet til MAR sammenlignet med MAD I, både knyttet til den utvidede definisjonen av finansielle instrumenter, inkluderingen av utslippskvoter og auksjonerte produkter basert på disse, og at MAR også gjelder for finansielle instrumenter på MHF-er, OHF-er samt enkelte finansielle instrumenter som ikke er opptatt til handel på en handelsplass, men hvis pris avhenger av eller påvirker slike. Det vises til nærmere beskrivelse av anvendelsesområdet i kapittel 2. I forlengelsen av utvidelsen av virkeområdet for MAR til også å omfatte utslippskvoter og auksjonerte produkter basert på disse, er det som beskrevet over også inntatt en egen definisjon av innsideinformasjon for slike kvoter/produkter. Definisjonen tilsvarer i hovedsak definisjonen for finansielle instrumenter, men omfatter nødvendigvis ikke informasjon om utsteder (som for definisjonen for finansielle instrumenter).

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 3-2 oppheves og erstattes av MAR artikkel 7.

3.3 Ulovlig spredning av innsideinformasjon

3.3.1 Gjeldende rett

Reglene for håndtering av innsideinformasjon følger i dag av verdipapirhandelloven § 3-4. Bestemmelsens første ledd oppstiller et forbud mot å gi opplysninger som utgjør innsideinformasjon til uvedkommende. Taushetsplikten omfatter alle som «har» innsideinformasjon uavhengig av hvordan innsideinformasjonen ble mottatt og om vedkommende ble gjort oppmerksom på at opplysningene som ble formidlet utgjorde innsideinformasjon. Som følge av at sanksjonering av bestemmelsen fordrer fortsett eller uaktsomhet⁹ vil likevel personer som ikke forstod eller burde ha forstått at de var i besittelse av innsideinformasjon (og formidlet denne videre) ikke kunne sanksjoneres etter bestemmelsen.

Taushetsplikten er begrenset til å gjelde «uvedkommende» og er ikke ment å ramme legitim deling av informasjon. Gjeldende verdipapirhandellov viderefører verdipapirhandelloven av 1997 § 2-7 og bestemmelsen utdypes i Ot.prp. nr. 29 (1996–97)¹⁰ som følger:

⁸ MAR Guidelines – Information relating to commodity derivatives markets or related spot markets for the purpose of the definition of inside information on commodity derivatives, ESMA/2016/1480.

⁹ jfr. verdipapirhandelloven §§ 17-2 og 17-3.

¹⁰ Ot.prp. nr. 29 (1996–97), på side 41.

«Taushetsplikten gjelder bare overfor uvedkommende. Taushetsplikten skal ikke hindre informasjonsutveksling til personer med et begrunnet behov for opplysningene. Utsteder-selskapet må eksempelvis kunne gi opplysninger internt som er nødvendig for vanlig saksbehandling i selskapet. Eksternt må en kunne gi opplysninger som er nødvendig for den ordinære drift av virksomheten. Hverken internt eller eksternt bør taushetsbelagte opplysninger videreformidles i større utstrekning enn det mottakeren har et naturlig og saklig behov for. Forøvrig vil departementet vise til utvalgets drøftelse av enkeltsituasjoner der spørsmålet er aktuelt i NOU 1996: 2 s. 65–66.»

Formålet med bestemmelsen er å hindre at innsideinformasjon kommer på avveie og det er kun personer med legitimt behov for å motta informasjonen som kan anses som vedkommende. Hvem som vil være vedkommende til å motta innsideinformasjon vil således bero på en konkret vurdering i det enkelte tilfellet.

Uavhengig av om personen som mottar innsideinformasjonen er uvedkommende eller ikke, vil taushetsplikten etter bestemmelsen automatisk gjelde også for mottaker ettersom personen da vil ha innsideinformasjon.

3.3.2 Forventet EØS-rett

Definisjonen av ulovlig spredning av innsideinformasjon følger av MAR artikkel 10, mens selve forbudet følger av artikkel 14 (c).

Etter artikkel 10 nr. 1 første ledd skal formidling av innsideinformasjon til andre, bortsett fra der formidlingen skjer innenfor normal utøvelse av et ansettelsesforhold, yrke eller annen forpliktelse, anses som ulovlig spredning av innsideinformasjon. I artikkel 10 nr. 1 annet ledd slås det fast at forbudet gjelder både for fysiske og juridiske personer med en henvisning til kretsen nevnt i forbudet mot innsidehandel, som fremgår av artikkel 8 (4) og er nærmere behandlet i kapittel 3.6.2.3.

Videre følger det av artikkel 10 nr. 2 at videreformidling av anbefalinger eller tilskyndelser til innsidehandel, som definert i artikkel 8 nr. 2 og nærmere behandlet i kapittel 3.6.2.2, utgjør ulovlig spredning av innsideinformasjon, dersom personen som formidler anbefalingen eller tilskyndelsen vet eller bør vite at denne var basert på innsideinformasjon.

Når det gjelder særskilte regler for vurdering av bestemmelsen ved innsideinformasjon som

offentliggjøres eller spres i media, vises det til behandlingen av artikkel 21 under kapittel 8.2.

3.3.3 Utvalgets vurderinger

Utover noen mindre språklige tilpasninger, samt at informasjon om utslippskvoter nå kan omfattes av definisjonen av innsideinformasjon, videreføres forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon uendret fra MAD I i MAR artikkel 10 nr. 1 og 14. Etter verdipapirhandelloven § 3-4 skal innsideinformasjon ikke gis til «uvedkommende», mens det etter MAD I og MAR fokuseres på at informasjonen kun skal gis videre innenfor normal utøvelse av et ansettelsesforhold, yrke eller annen forpliktelse. Sammenlignet med gjeldende rett flyttes fokuset ved gjennomføringen av MAR således over til den som gir informasjonen og ikke mottakeren av denne. Utvalget legger likevel til grunn at den praktiske konsekvensen av dette vil være begrenset. Videre medfører gjennomføringen av MAR en ny eksplisitt presisering om at også videreformidling av anbefalinger om eller tilskyndelser til innsidehandel skal anses som ulovlig spredning av innsideinformasjon, dersom personen som formidler anbefalingen eller tilskyndelsen vet eller bør vite at denne var basert på innsideinformasjon.

Som følge av at definisjonen av innsideinformasjon og virkeområdet for denne er utvidet, som beskrevet nærmere i kapittel 3.2, utvides også virkeområdet for forbudet tilsvarende.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 3-4 første ledd oppheves fordi denne erstattes av MAR artikkel 10.

3.4 Markedssonderinger

3.4.1 Gjeldende rett

I det norske markedet er det vanlig å sondere investormarkedet før emisjoner eller større transaksjoner annonseres og gjennomføres. Formålet er ofte å avklare om det er tilstrekkelig støtte i markedet til å gjennomføre transaksjonen før den offentliggjøres, eller å teste vilkårene og strukturen for transaksjonen mot potensielle investorer før denne endelig besluttet og gjøres kjent for markedet. Ettersom emisjoner og større blokk-salg ofte vil utgjøre innsideinformasjon, må det i disse tilfellene vurderes om de potensielle investorene er vedkommende for informasjonen. Hvis dette ikke er tilfellet, må informasjonen offentliggjøres før investorene lovlig kan informeres om den planlagte transaksjonen. Slike sonderinger er

ikke gjenstand for særskilt regulering under gjeldende rett og vurderingen må baseres på den generelle regelen om hvem som har et saklig begrunnet behov for opplysningene.

3.4.2 Forventet EØS rett

3.4.2.1 Innledning

MAR artikkel 11 innfører et særskilt unntak fra forbudet mot videreformidling av innsideinformasjon i forbindelse med markedssonderinger («market soundings»). Markedssonderinger er beskrevet i forordningens fortale som kontakt mellom en tilbyder av finansielle instrumenter og en eller flere potensielle investorer, før kunnngjøringen av en transaksjon, for å måle interessen fra potensielle investorer i en mulig transaksjon og transaksjonens prising, størrelse og struktur. Markedssonderinger kan foretas i førstehånds- eller annenhåndsmarkedet og skiller seg normalt fra vanlig handel ved størrelsen på transaksjonen. Av forordningens fortale punkt 32 fremgår det at markedssonderinger er et svært verdifullt verktøy for å teste oppfatningen blant potensielle investorer, forbedre aksjonærdialog, sikre at transaksjoner går knirkefritt, og at synspunktene til utstedere, eksisterende aksjonærer og potensielle nye investorer samkjøres. Markedssonderinger kan være spesielt gunstig når markedene ikke er vel fungerende eller relevante referanseverdier mangler, eller når markedene er volatile. Muligheten til å utføre markedssonderinger er derfor viktig for at finansmarkedene skal fungere og markedssonderinger bør i seg selv ikke betraktes som markedsmissbruk.

3.4.2.2 Definisjon av markedssondering

Etter forordningens artikkel 11 nr. 1 er markedssonderinger definert som formidling av informasjon før annonsering av en transaksjon for å måle interessen fra potensielle investorer i en mulig transaksjon og vilkårene knyttet til denne (som for eksempel potensiell størrelse eller prissetting), til en eller flere potensielle investorer. Markedssonderinger kan foretas av

- a. utsteder,
- b. en tilbyder av et finansielt instrument i annenhåndsmarkedet i et slikt omfang eller av en slik verdi at transaksjonen skiller seg fra vanlig handel og innebærer en salgsmetode basert på forhåndsvurderinger av potensiell interesse fra potensielle investorer,

- c. en markedsdeltaker i utslippskvotemarkedet, eller
- d. en tredjepart som handler på vegne av eller for regningen til en person som nevnt i punkt a), b) eller c).

I tillegg skal markedssonderinger etter MAR artikkel 11 nr. 2 også omfatte formidling av innsideinformasjon fra en person som vurderer å fremme et tilbud om oppkjøp av, eller å gjennomføre en fusjon med, et selskap, til personer som eier selskapets verdipapirer (typisk aksjer) dersom (i) informasjonen er nødvendig for å gi partene som eier verdipapirene i selskapet muligheten til å vurdere om de vil tilby sine verdipapirer, og (ii) vedkommende parter villighet til å tilby sine verdipapirer er ansett nødvendig for avgjørelsen om å fremme et tilbud om oppkjøp eller fusjon.

3.4.2.3 Krav til prosedyre ved markedssonderinger

En markedssondering skal i henhold til artikkel 11 nr. 4 ikke anses som et brudd på forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon dersom vedkommende som formidler innsideinformasjon følger prosedyrekravene spesifisert i artikkel 11 nr. 3 og nr. 5. Etter bestemmelsens nr. 3 skal det, før en markedssondering gjennomføres, vurderes om markedssonderingen vil medføre formidling av innsideinformasjon. Begrunnelsen og konklusjonen for denne vurderingen skal nedtegnes skriftlig. Plikten til å foreta vurderingen skal gjennomføres for hver formidling av informasjon i løpet av markedssonderingen og nedtegnelsen skal oppdateres med eventuelle justeringer som følge av dette. Nedtegnelsen skal sendes til tilsynsmyndigheten på forespørsel.

Etter artikkel 11 nr. 5 gjelder det en rekke prosedyrekrav for hvordan en samtale med en potensiell investor skal starte. Blant annet skal vedkommende samtykke til å motta innsideinformasjon dersom informasjonen som formidles utgjør innsideinformasjon, det skal opplyses om forbudet mot bruk av innsideinformasjon samt at vedkommende ved å akseptere å motta innsideinformasjon er forpliktet til å holde informasjonen konfidensiell. Videre skal tilbyderen føre en oversikt over all informasjon som formidles gjennom markedssonderingen, hvem som har mottatt informasjonen og tid og dato for formidling av informasjonen. Oversikten skal oversendes til tilsynsmyndigheten på forespørsel.

3.4.2.4 Informasjon til deltakerne ved opphør av innsideinformasjon

Når innsideinformasjonen som er formidlet gjennom en markedssondering, etter tilbyderens vurdering opphører å utgjøre innsideinformasjon, skal tilbyderen så snart som mulig informere de relevante deltakerne i markedssonderingen om dette (artikkel 11 nr. 6). Tilbyder skal føre en oversikt over informasjonen som gis i denne forbindelse og oversende denne til tilsynsmyndigheten ved forespørsel.

Informasjonsforpliktelsene for tilbyder i forbindelse med markedssonderinger fritar likevel ikke mottaker av informasjonen fra plikten til å gjøre seg opp en egen vurdering av om mottatt informasjon utgjør innsideinformasjon og når denne eventuelt opphører å være innsideinformasjon (artikkel 11 nr. 7).

3.4.2.5 Oppbevaring

Oversiktene som skal utarbeides etter bestemmelsen (artikkel 11 nr. 3 og 5) skal oppbevares av den som gir informasjon i markedssonderingen i en periode på minimum fem år.

3.4.2.6 Utfyllende regler i kommisjonsforordninger og ESMA retningslinjer

Kommisjonsforordning (EU) 2016/960¹¹, vedtatt i medhold av artikkel 11 nr. 9, gir utfyllende regler for å sikre konsistent harmonisering av artikkel 11. Det er forskjellige krav til prosedyrer for markedssonderinger avhengig av om det gis innsideinformasjon eller ikke. Kommisjonsforordningen oppstiller videre krav til

- jevnlig gjennomgang av rutineene for markedssonderinger,
- prosedyrer for gjennomføring av markedssonderinger,
- etablering av et standardsett med informasjon til personer som kontaktes i markedssonderinger,
- informasjonen som skal registreres om personer som kontaktes i markedssonderinger,

- prosedyrer for å meddele personer kontaktet i markedssonderingen om at informasjonen ikke lenger utgjør innsideinformasjon, og
- oversiktene som skal nedtegnes i forbindelse med markedssonderinger.

Videre følger det av kommisjonsforordning (EU) 2016/959¹², vedtatt i medhold av artikkel 11 nr. 10, krav til

- formatet for oversiktene som skal nedtegnes i forbindelse med markedssonderinger,
- standardmaler for protokoll over informasjonen som har blitt formidlet av den som gjennomfører markedssonderingen og personene kontaktet i markedssonderingen, herunder dokumenter som har blitt formidlet til deltakerne i markedssonderingen, og
- standardmal for protokoll for kommunikasjon om at informasjonen har sluttet å utgjøre innsideinformasjon.

Med hjemmel i artikkel 11 nr. 11 har ESMA utarbeidet retningslinjer for personer som deltar i markedssonderinger.¹³ Retningslinjene omfatter temaer som interne prosedyrer og opplæring, kommunisering av ønske om å ikke delta i markedssonderinger, krav til at deltakeren vurderer om den er i besittelse av innsideinformasjon som følge av markedssonderingen og når den eventuelt vil slutte å besitte innsideinformasjon, vurderinger av tilknyttede finansielle instrumenter, skriftlige protokoller eller notater (herunder nedtegnning av personer som får tilgang til den kommuniserte informasjonen) og krav til oppbevaring av informasjon. Den som mottar informasjon gjennom en markedssondering bør foreta en selvstendig vurdering av om mottatt informasjon, eller mottatt informasjon sammenholdt med annen informasjon vedkommende har, utgjør innsideinformasjon. Også etter at mottakerne av informasjon i markedssonderingen har fått beskjed om at informasjonen ikke lenger utgjør innsideinformasjon, følger det av retningslinjene at vedkommende bør gjøre en selvstendig vurdering av om de er i besittelse av innsideinformasjonen.

¹¹ Commission delegated regulation (EU) 2016/960 of 17 May 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the appropriate arrangements, systems and procedures for disclosing market participants conducting market soundings.

¹² Commission implementing regulation (EU) 2016/959 of 17 May 2016 laying down implementing technical standards for market soundings with regard to the systems and notification templates to be used by disclosing market participants and the format of the records in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council.

¹³ MAR – Guidelines Persons receiving market soundings, ESMA/2016/1477 EN.

3.4.3 Utvalgets vurderinger

Det følger ingen særskilte regler for markedssonderinger av MAD I eller gjeldende norsk rett. Regelverket er nytt og medfører ikke uvesentlige plikter både for den som gjennomfører markedssonderingen og personer som deltar i markedssonderingen. Dersom en markedssondering innebærer at det formidles innsideinformasjon, vil den som gjennomfører markedssonderingen være unntatt forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon så lenge kravene i MAR artikkel 11 og de tilhørende kommisjonsforordningene etterleves. En markedssondering vil medføre plikter til å foreta vurderinger og føre lister over hvem som mottar informasjonen formidlet gjennom markedssonderingen for den som gjennomfører markedssonderingen. Videre pålegges de som mottar informasjon gjennom en markedssondering plikter gjennom retningslinjer fra ESMA, jf. MAR artikkel 12 nr. 11, herunder til å føre lister over personer med tilgang til informasjonen som kommuniseres gjennom markedssonderingen.

Reglene om markedssondering foreslås inntatt i norsk rett gjennom MAR artikkel 11. Utvalget foreslår videre at kommisjonsforordningene (EU) 2016/960 og (EU) 2016/959, behandlet i kapittel 3.4.2.6, inntas i verdipapirforskriften ved inkorporasjon.

3.5 Tilbørlig informasjonshåndtering

3.5.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 3-4 annet ledd oppstiller to regelsett med plikt til tilbørlig informasjonshåndtering. Etter bestemmelsens første punkt plikter alle som har innsideinformasjon å utvise tilbørlig aktsomhet slik at innsideinformasjonen ikke kommer i uvedkommende sin besittelse eller misbrukes. Dette er en forlengelse av taushetsplikten, med det formål å hindre utilsiktet spredning av innsideinformasjon. Eksempler på manglende aktsomhet kan være å diskutere innsideinformasjon i offentligheten i andres påhør, ikke sikre passordbeskyttelse på PC med innsideinformasjon eller la innsideinformasjon flyte internt ved printer, makuleringsmaskin etc.

Etter bestemmelsens annet punkt skal utsteder av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon. Juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon

kan for eksempel være advokater, kommunikasjonsrådgivere og tilretteleggere.

3.5.2 Forventet EØS-rett

Utover at det er et vilkår for at utsteder skal kunne utsette offentliggjøring av innsideinformasjon at utsteder «is able to ensure the confidentiality of that information», oppstiller ikke MAR et eksplisitt krav om tilbørlig informasjonshåndtering, hverken for enkeltpersoner, utsteder eller juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon.

3.5.3 Utvalgets vurdering

Hverken MAD I eller MAR inneholder eksplisitte krav til tilbørlig informasjonshåndtering for innsideinformasjon. Flere av bestemmelsene i MAR er derimot tilgrensende og delvis overlappende med et krav om forsvarlig informasjonshåndtering. Utstedere som har besluttet utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon skal offentliggjøre innsideinformasjonen dersom informasjonens konfidensialitet ikke lenger kan sikres. Videre stiller MAR krav til utførlige prosedyrer og protokollføring i forbindelse med markedssonderinger. Utvalget er også av den oppfatning at det fra forbudet mot «unlawful disclosure», jf. artikkel 10 nr.1, vil kunne utledes krav til en forsvarlig informasjonshåndtering. Etter utvalgets oppfatning vil disse reglene således stille visse krav til, eller behov for, tilbørlig informasjonshåndtering.

Gitt at formålet med MAR er å sikre et felles regelverk på området forordningen regulerer, er det likevel utvalgets oppfatning at bestemmelsen om tilbørlig informasjonshåndtering ikke kan videreføres som en selvstendig bestemmelse ved siden av gjennomføringen av MAR. Utvalget foreslår derfor at verdipapirhandelloven § 3-4 annet ledd oppheves.

3.6 Forbudet mot innsidehandel

3.6.1 Gjeldende rett

Forbudet mot misbruk av innsideinformasjon følger av verdipapirhandelloven § 3-3. Etter bestemmelsens første ledd forbys all tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner, direkte eller indirekte og både for egen og fremmed regning, dersom vedkommende har innsideinformasjon.

På samme måte som for taushetsplikt for innsideinformasjon, gjelder handelsforbudet for alle

som har innsideinformasjon. Det er således ikke relevant hvordan eller fra hvem vedkommende mottok informasjonen. På samme måte som for taushetsplikten fordrer også sanksjonering av bestemmelsen forsett eller uaktsomhet, hvilket medfører at den som handler må eller burde ha forstått at informasjonen utgjør innsideinformasjon.

Forbudet gjelder alle typer handler der det gjøres en investeringsbeslutning uavhengig av om transaksjonen gjøres i førstehånds- eller annenhåndsmarkedet eller av type vederlag (jf. bytte). Transaksjoner der det ikke fattes en investeringsbeslutning, for eksempel der noen mottar finansielle instrumenter ved arv eller gaveoverføring, omfattes derimot ikke av forbudet.

I tillegg til å dekke handler gjelder forbudet også tilskyndelse til handel i det finansielle instrumentet vedkommende har innsideinformasjon om. Det er her tilstrekkelig at den som har innsideinformasjon oppfordrer til en handel og det er ikke et krav at den som tilskynder handel faktisk formidler innsideinformasjonen videre eller indikerer at vedkommende besitter innsideinformasjon. Forbudet overtres allerede ved tilskyndelsen og brudd på bestemmelsen er således ikke avhengig av om den som oppfordres til å handle faktisk gjør dette eller ikke.

At forbudet gjelder både direkte og indirekte handler medfører at også transaksjoner gjennomført gjennom for eksempel datterselskaper vil omfattes av forbudet. Videre gjelder forbudet uavhengig av om transaksjonen gjennomføres for egen eller fremmed regning.

Når det gjelder beskrivelse av behandling av ordre etter mottak av innsideinformasjon, vises det til den særskilte drøftelsen i kapittel 3.7 under.

3.6.2 Forventet EØS-rett

3.6.2.1 Innsidehandel

Forbudet mot innsidehandel og tilskyndelse til innsidehandel følger av artikkel 14 (a) og (b). Innsidehandel og tilskyndelse til innsidehandel er definert i artikkel 8. Etter artikkel 8 nr. 1 er innsidehandel situasjoner der en person besitter innsideinformasjon og bruker denne informasjonen ved å direkte eller indirekte erverve eller avhende, for egen eller andres regning, finansielle instrumenter som informasjonen vedrører. Det vil også anses som innsidehandel dersom noen etter mottak av innsideinformasjon bruker denne ved å kansellere eller endre en ordre. Når det gjelder auksjoner av utslippskvoter eller auksjonerte pro-

dukter basert på disse som avholdes i henhold til Auksjoneringsforordningen¹⁴, skal innsidehandel også omfatte innleggelse, endring eller trekking av bud av en person for egen eller andres regning.

3.6.2.2 anbefaling og tilskyndelse til innsidehandel

Artikkel 8 nr. 2 beskriver hva som skal til for at en person anbefaler eller tilskynder en annen person til å foreta innsidehandel. Dette omfatter situasjoner der en person besitter innsideinformasjon og enten:

- anbefaler, basert på denne informasjonen, at en annen person skal erverve eller avhende finansielle instrumenter som innsideinformasjonen vedrører, eller tilskynder den andre personen til å foreta slikt erverv eller salg, eller
- anbefaler, basert på denne informasjonen, at en annen person kansellerer eller endrer en ordre knyttet til et finansielt instrument som denne informasjonen vedrører eller tilskynder den andre personen til å foreta slik kansellering eller endring.

Av artikkel 8 nr. 3 fremgår det at bruk av slik anbefaling eller tilskyndelse som nevnt over utgjør innsidehandel dersom personen som bruker anbefalingen eller tilskyndelsen vet eller burde vite at den er basert på innsideinformasjon.

3.6.2.3 Personkrets

Etter artikkel 8 nr. 4 gjelder bestemmelsen enhver person som besitter innsideinformasjon som følge av å:

- være medlem av administrative-, ledelses- eller tilsynsorganer i utsteder eller markedsdeltakeren på utslippskvotemarkedet,
- ha et eierskap i utsteders eller markedsdeltakeren på utslippskvotemarkedets kapital,
- ha tilgang til informasjon gjennom utførelse av et ansettelsesforhold, yrke eller forpliktelser, eller
- være involvert i kriminell virksomhet.

I tillegg skal bestemmelsen gjelde for enhver person som besitter innsideinformasjon under andre omstendigheter enn de nevnt over der vedkom-

¹⁴ Kommisjonsforordning (EU) nr. 1031/2010 av 12. november 2010 om det tidsmessige og administrative forløp av auksjoner over kvoter for drivhussutslipp og andre sider i forbindelse med slike auksjoner i henhold til europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/87/EF om en ordning for handel med kvoter for drivhussutslipp i Fellesskapet.

mende person vet eller bør vite at dette er innsideinformasjon.

Dersom personen er en juridisk person skal bestemmelsen, i henhold til nasjonal lovgivning, også gjelde for fysiske personer som deltar i beslutningen om å gjennomføre ervervet, avhendelsen, kansellereringen eller endringen av en ordre for den involverte juridiske personens regning.

3.6.3 Utvalgets vurderinger

Etter MAR artikkel 8 nr. 1 og nr. 2, jf. artikkel 14, videreføres forbudet mot innsidehandel og tilskyndelse til innsidehandel slik det fulgte av MAD I med begrensede språklige justeringer. I tillegg inntas det eksplisitte bestemmelser vedrørende behandling av allerede innlagte ordre før vedkommende har mottatt innsideinformasjon og tilskyndelse til å endre eller kansellere slike. Disse tilleggene behandles i kapittel 3.7 under.

Som følge av at MAR også dekker utslippskvoter og auksjonerte produkter basert på disse, er det inntatt en særskilt bestemmelse om at innsidehandel også skal omfatte innleggelse, endring og kansellering av ordre knyttet til slike, for egen eller andres regning («submitting, modifying or withdrawing a bid by a person for its own account or for the account of a third party»).

Personkretsen som omfattes av bestemmelsen følger av artikkel 8 nr. 4. Denne viderefører tilsvarende bestemmelser i MAD I, og vil i prinsippet kunne omfatte enhver som besitter innsideinformasjon. Bestemmelsen synes å oppstille et objektivt ansvar overfor visse grupper med hensyn til deres viten om at de besitter innsideinformasjon. Utvalget antar uansett at forordningen ikke utelukker at det kan oppstilles subjektive vilkår i tråd med nasjonalstatens rettstradisjon. I samsvar med dette har utvalget foreslått subjektive vilkår for fysiske personer i de ulike bestemmelsene som omhandler sanksjoner.

Formuleringen av forbudet mot anbefaling av og tilskyndelse til innsidehandel oppstiller ikke et eksplisitt forbud mot å anbefale eller tilskynde noen til å avstå fra å handle. Et typisk eksempel vil være hvis en person som besitter innsideinformasjon vet at en annen person vurderer å kjøpe eller selge finansielle instrumenter og rådgir vedkommende til ikke å handle. I en slik situasjon vil vedkommende ikke ha anbefalt eller tilskyndet en handel, eller endring eller kansellering av en ordre, og således heller ikke ha anbefalt eller tilskyndet innsidehandel. Utvalget antar likevel at slik rådgivning vil kunne utgjøre et brudd på for-

budet mot å formidle innsideinformasjon til uvedkommende.

Som følge av at definisjonen av innsideinformasjon og virkeområdet for denne er utvidet, som beskrevet under kapittel 3.2, utvides også virkeområdet for forbudet tilsvarende.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 3-3 første ledd oppheves fordi denne erstattes av MAR artikkel 14 jf. artikkel 8.

3.7 Særlig om behandling av ordre innlagt før mottak av innsideinformasjon

3.7.1 Bakgrunn

Verdipapirforetakenes Forbund sendte 26. oktober 2016 brev til Finansdepartementet der det ble redegjort for forbundets oppfatning om at det foreligger motstrid mellom norsk regelverk knyttet til behandling av ordre innlagt før mottak av innsideinformasjon og reglene etter MAR. Avviket i reguleringen anses særlig problematisk i forbindelse med markedssonderinger som er viktige for at finansmarkedene skal kunne fungere. Problemet aktualiseres særlig der en norsk børsnotert aksje også handles på en eller flere multilaterale handelsfasiliteter i EU. I disse tilfellene vil de motstridende regelsett kunne komme til anvendelse samtidig. Verdipapirforetakenes Forbund ba Finansdepartementet om å endre det norske regelverket i tråd med reguleringen i resten av EØS så snart det lot seg praktisk gjennomføre.

Som følge av dette ba Finansdepartementet i brev av 8. november 2016 Finanstilsynet om å utarbeide et utkast til et høringsnotat om forholdet mellom regelverket om innsidehandel i EU og Norge når det gjelder kansellering eller endring av inngitte ordre etter å ha mottatt innsideinformasjon. Høringsnotatet ble sendt ut 9. desember 2016 med forslag om endring av verdipapirhandelloven for å unngå videre motstrid.

3.7.2 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 3-3 regulerer ikke eksplisitt hvordan en investor skal forholde seg dersom vedkommende mottar innsideinformasjon etter å ha lagt inn en ordre. Verdipapirhandelloven § 3-3 første ledd oppstiller som nevnt over et forbud mot at en som har innsideinformasjon tegner, kjøper, selger eller bytter finansielle instrumenter, med mindre en slik transaksjon unntas forbudet etter rettstridsreservasjonen i bestemmelsens annet ledd. Ordlyden forbyr bare gjennomføring

av transaksjoner og den er således ikke til hinder for å kansellere en allerede innlagt kjøps- eller salgsordre.

I Ot.prp. nr. 29 (1996–97) er det lagt til grunn at det foreligger en plikt til å kansellere en ordre dersom man mottar innsideinformasjon som tilsier at investor vil tjene på å gjennomføre ordren. Fra Ot.prp. nr. 29 (1996–97), punkt 4.1.2.3 siteres:

«Dersom innsideinformasjon mottas etter at kjøps- eller salgsordren er inngitt, antar departementet i likhet med utvalget atplikten til å trekke tilbake ordren må vurderes i forhold til om ordren gjelder kjøp eller salg og hvilken vei den aktuelle informasjonen er egnet til å påvirke kursen. Dersom det ikke er mulig å tilbakekalle ordren, og kjøpet/salget gjennomføres, antar departementet at straffrihet eventuelt vil kunne følge av at kravet til skyld som vilkår for straff ikke anses oppfylt. Departementet antar imidlertid at unnlatelse av å foreta et kjøp/salg på bakgrunn av innsideinformasjon ikke vil omfattes av forbudet. Som påpekt av utvalget, ville en slik regel medføre store bevismessige problemer, og være svært vanskelig å håndheve.»

Forarbeidenes vurderinger er videre lagt til grunn av Høyesterett der det uttales at det «[e]tter utvalgets syn [...] i utgangspunktet foreligger en plikt til å trekke en ordre dersom man får kjennskap til innsideinformasjon som er egnet til å påvirke kursen i positiv retning».¹⁵

Gjeldende rett medfører dermed at en investor som utgangspunkt alltid kan kansellere en ordre etter å ha mottatt innsideinformasjon, uavhengig av hvilken retning denne informasjonen tilsier at kursen vil gå. Videre vil investor ha en plikt til å kansellere allerede innlagte kjøps- og salgsordre etter å ha mottatt innsideinformasjon dersom innsideinformasjonen tilsier at kursen vil påvirkes henholdsvis positivt eller negativt. Det vil derimot ikke være en plikt til å kansellere en kjøps- eller salgsordre dersom innsideinformasjonen tilsier at kursen vil påvirkes henholdsvis negativt eller positivt ettersom dette ikke vil representere et misbruk.

3.7.3 Forventet EØS-rett

Som nevnt over, er definisjonen av innsidehandel i MAR artikkel 8 nr. 1 endret uttrykkelig til også å

omhandle kansellering og endring av innlagte ordre. Det nye punktet lyder som følger: «[t]he use of inside information by cancelling or amending an order concerning a financial instrument to which the information relates where the order was placed before the person concerned possessed the inside information, shall also be considered to be insider dealing». Tilsvarende er forbudet mot tilskyndelse utvidet til også å inkludere tilskyndelser til å kansellere eller endre en ordre.

Plikten til ikke å kansellere eller endre en ordre må likevel ses i lys av forordningens fortale. Av fortalens punkt 24 fremgår det at:

«Where a legal or natural person in possession of inside information acquires or disposes of, or attempts to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, directly or indirectly, financial instruments to which that information relates, it should be implied that that person has used that information. That presumption is without prejudice to the rights of the defence. The question whether a person has infringed the prohibition on insider dealing or has attempted to commit insider dealing should be analysed in the light of the purpose of this Regulation, which is to protect the integrity of the financial market and to enhance investor confidence, which is based, in turn, on the assurance that investors will be placed on an equal footing and protected from the misuse of inside information.»

Sitatet over gir uttrykk for at det kun er misbruk av innsideinformasjon som er ment å omfattes av forbudet mot innsidehandel og minner også om rettsstridsreservasjon som gjelder etter norsk rett i dag.

Ordre innlagt før en person har innsideinformasjon, omhandles i fortalens punkt 25:

«Orders placed before a person possesses inside information should not be deemed to be insider dealing. However, where a person comes into possession of inside information, there should be a presumption that any subsequent change relating that information to orders placed before possession of such information, including the cancellation or amendment of an order, or an attempt to cancel or amend an order, constitutes insider dealing. That presumption could, however, be rebutted if the person establishes that he or she did not use the inside information when carrying out the transaction.»

¹⁵ Rt. 2014 s. 452 premiss 33 og 34.

Videre pålegger artikkel 11 om markedssonderinger nr. 5 bokstav c) en plikt for tilbyder til å informere investorene den kontakter om at «[...] he is prohibited from using that information, or attempting to use that information, by cancelling or amending an order which has already been placed concerning a financial instrument to which the information relates».

Som følge av innspill i høringsrunden nevnt innledningsvis i 3.7.1, har Verdipapirforetakenes Forbund kontaktet Kommisjonen. Et utdrag av svaret er inntatt nedenfor:

«You ask whether MAR allows for the cancellation of orders by investors once these investors become aware of inside information relating to issuers of securities for which those (pending) orders are placed.

MAR does not establish a requirement for investors to cancel pending orders once they are in possession of inside information relating to issuers that are the subject matter of these orders. On the contrary, Article 8(1) MAR states that «the use of inside information by cancelling or amending an order concerning a financial instrument to which that information relates (...) is considered to be insider dealing.»

3.7.4 Utvalgets vurderinger

MAR oppstiller i utgangspunktet et forbud mot å kansellere eller endre en ordre etter mottak av innsideinformasjon (artikkel 14, jf. artikkel 8 nr. 1). Imidlertid legger utvalget til grunn at rettsstridsreservasjonen medfører at en investor som besitter informasjon som er positiv for kursen kan trekke kjøpsordre og at en investor som besitter negativ informasjon kan kansellere salgsordre.

MAR oppstiller i likhet med MAD I ingen eksplisitt plikt til å trekke en ordre etter å ha mottatt innsideinformasjon, fortalens punkt 25 første setning tilsier heller at gjennomføring av en slik ordre ikke skal anses som innsidehandel.

Videre vil en tilbyder i forbindelse med markedssondering måtte informere deltakerne i markedssonderingen om at de ikke lovlig kan trekke eller endre en ordre etter de har mottatt innsideinformasjon om transaksjonen (artikkel 11). At denneplikten ikke er kvalifisert for det tilfellet at vedkommende deltaker i markedssonderingen ville tjene på å la handelen gjennomføres, støtter

en tolkning av at det etter MAR ikke foreligger en plikt til å kansellere allerede innlagte ordre.

Etter gjennomføring av MAR i norsk rett vil det etter utvalgets oppfatning ikke foreligge en plikt til å trekke en allerede innlagt ordre dersom en investor i etterkant mottar innsideinformasjon. Hva som skal anses som en allerede innlagt ordre må vurderes i det konkrete tilfellet. Utvalget legger videre til grunn at en investor ikke vil anses som å bruke innsideinformasjon dersom en kjøps- eller salgsordre kanselleres eller reduseres hvis innsideinformasjonen vedkommende har mottatt er henholdsvis positiv eller negativ for kursen for det relevante finansielle instrument. En slik tolkning har også støtte i de svenske forarbeidene i forbindelse med Sveriges gjennomføring av MAR.¹⁶

3.8 Legitim atferd

3.8.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 3-3 annet ledd begrenser rekkevidden av forbudet mot misbruk av innsideinformasjon i første ledd til kun å gjelde «misbruk» av innsideinformasjon. Utover at det av bestemmelsen fremgår at forbudet ikke er til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp, gir ikke ordlyden nærmere anvisning på hva som utgjør misbruk. Formålet med misbruksreservasjonen er å sikre at transaksjoner eller tilskyndelser til transaksjoner der innsideinformasjonen ikke misbrukes faller utenfor forbudet og er et uttrykk for den generelle rettstridsreservasjonen i strafferetten. Det må således gjøres en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle. Forarbeidene¹⁷ til den tidligere verdipapirhandellovens tilsvarende bestemmelse eksemplifiserer dette med typetilfeller som der innsideinformasjonen sikres utlignet med motparten i transaksjonen før denne gjennomføres,¹⁸ at transaksjonen gjennomføres motstrøms (salg ved innsideinformasjon som indikerer kursoppgang eller kjøp dersom innsideinformasjonen indikerer kursnedgang) og transaksjoner som gjennomføres der innsideinformasjonen relaterer seg til en handelsstrategi vedkommende selv er part i.

¹⁶ Regeringens proposition 2016/17:22, punkt 14.5.5.

¹⁷ NOU 1996: 2, på s. 49.

¹⁸ Mulighetene til slik utligning av innsideinformasjon kan være begrenset av taushetsplikten for innsideinformasjon dersom motparten ikke er informasjonen vedkommende.

3.8.2 Forventet EØS rett

I MAR artikkel 9 listes det opp en rekke atferdsmønstre som i utgangspunktet kan anses som legitim atferd – og således ikke utgjør brudd på forbudet mot innsidehandel eller markedsmanipulasjon – med mindre tilsynsmyndighetene mener det var en ikke-legitim bakgrunn for de relevante handelsordrene, transaksjonene eller atferden (bestemmelsens nr. 6).

Etter bestemmelsens nr. 1 skal ikke en juridisk person anses for å ha misbrukt innsideinformasjon i forbindelse med et erverv eller salg, utelukkende på grunn av det faktum at en juridisk person har eller har besittet innsideinformasjon, der den juridiske personen (i) har etablert, implementert og opprettholdt tilstrekkelige og effektive interne ordninger og rutiner som effektivt sikrer at hverken den fysiske personen som fatter investeringsbeslutningen i det finansielle instrumentet som innsideinformasjonen vedrører eller andre fysiske personer som kan ha hatt påvirkning på denne beslutningen, var i besittelse av innsideinformasjon, og (ii) ikke har oppfordret, anbefalt, tilskyndet eller på annen måte påvirket den fysiske personen som, på vegne av den juridiske personen, ervervet eller solgte de finansielle instrumentene som innsideinformasjonen vedrører.

Videre følger det av bestemmelsens nr. 2 at en person som har innsideinformasjon ikke skal anses for å ha misbrukt innsideinformasjon ved et erverv eller salg, utelukkende basert på at han har eller har hatt innsideinformasjon, dersom vedkommende enten

- a. opptrer som en prisstiller («market maker») eller sentral motpart for de finansielle instrumentene som innsideinformasjonen knytter seg til og ervervet eller salget av de finansielle instrumentene som innsideinformasjonen knytter seg til med rette er gjort som ledd i den normale utøvelse av sin rolle som prisstiller eller sentral motpart for det finansielle instrumentet, eller
- b. er autorisert til å gjennomføre ordre på vegne av tredjeparter (for eksempel en megler med instruks om å utføre ordre) og ervervet eller salget av de finansielle instrumentene som ordren knytter seg til er gjort for å gjennomføre en slik ordre med rette innenfor normal utøvelse av vedkommende persons arbeidsoppgaver, yrke eller plikter.

Etter artikkel 9 nr. 3 skal heller ikke en person som har innsideinformasjon anses for å ha brutt forbudet mot misbruk av innsideinformasjon ved et erverv eller salg, utelukkende basert på at vedkommende har innsideinformasjon, når personen gjennomfører en transaksjon for å erverve eller selge et finansielt instrument og denne transaksjonen er gjennomført for å oppfylle en forpliktelse som forfaller i god tro og ikke for å omgå forbudet mot bruk av innsideinformasjon, forutsatt at

- a. forpliktelsen oppstod fra en ordre eller avtale innlagt eller inngått før vedkommende person hadde innsideinformasjon, eller
- b. transaksjonen ble gjennomført for å oppfylle legale eller regulatoriske forpliktelser som oppstod før vedkommende person hadde innsideinformasjon.

En person som har innsideinformasjon skal etter artikkel 9 nr. 4 heller ikke anses for å ha brutt forbudet mot bruk av innsideinformasjon ved et erverv eller salg, utelukkende på grunn av at vedkommende har innsideinformasjon, når personen har mottatt innsideinformasjonen i utførelsen av et offentlig oppkjøp eller en fusjon med et selskap og benytter denne innsideinformasjonen utelukkende for å fortsette prosessen med fusjonen eller det offentlige oppkjøpet, forutsatt at enhver innsideinformasjon har blitt offentliggjort eller mistet sin karakter av å være innsideinformasjon på tidspunktet for vedtakelse av fusjonen eller aksept av tilbudet av aksjonærene. Dette unntaket gjelder ikke ved kjøp av aksjeposter som ikke utløser en forpliktelse til å fremsette et oppkjøpstilbud på aksjene i utsteder.

Endelig, etter artikkel 9 nr. 5, skal ikke det faktum at en person bruker kunnskap om at vedkommende selv har bestemt seg for å erverve eller selge et finansielt instrument i forbindelse med erverv eller salg av finansielle instrumenter i seg selv utgjøre bruk av innsideinformasjon.

3.8.3 Utvalgets vurderinger

Med unntak av artikkel 9 nr. 3, der en tilsvarende regel følger av verdipapirhandelloven § 3-3 annet ledd, foreligger det ikke lignende eksplisitte konkretiserte regler om legitim atferd knyttet til innsidehandel i gjeldende rett.

MAR artikkel 9 gjennomføres i norsk rett ved inkorporasjon av MAR.

Kapittel 4

Markedsmanipulasjon

4.1 Innledning

Mens misbruk av innsideinformasjon er misbruk av en fordel vedkommende har ved å besitte mer informasjon enn motparten, innebærer markedsmanipulasjon en forstyrrelse av markedsmechanismene på en måte som medfører at markedsbildet fremstår annerledes enn hva som er realiteten. Markedsmanipulasjon kan typisk være å skape et inntrykk av en kjøps- eller salgsinteresse som ikke er reell, for eksempel ved at to parter koordinert kjøper og selger aksjer mellom hverandre. Et annet eksempel kan være spredning av misvisende eller falsk informasjon mens den fremstilles som korrekt eller komplett og troverdig.

Dersom de legitime markedsmechanismene forstyrres, kan dette medføre at markedsdeltakere gjennomfører handler på feil eller mangelfullt grunnlag. Dette vil ikke bare få konsekvenser for de som gjennomfører handler, men vil også kunne bidra til å undergrave tilliten til markedet og formålet til verdipapirhandelloven, som er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, jf. verdipapirhandelloven § 1-1. Konsekvensen av at tilliten til markedet undergraves er nærmere beskrevet i NOU 1996: 2 side 20 følgende og kan blant annet medføre at markedsdeltakerne investerer i andre markeder eller innberegner et risikotillegg når de skal vurdere investeringer i markedet eller på handelsplassen. Et slikt risikotillegg vil kunne medføre at det blir dyrere og/eller vanskeligere for utstedere å hente kapital i førstehåndsmarkedet og svekke likviditeten i annenhåndsmarkedet.

I fortalen til MAR punkt 47 fremheves det at markedsmanipulasjon både er skadelig for investorene, da de vil kunne fatte investeringsbeslutninger på et feil eller misvisende grunnlag, og for utstederne ved at tilliten til informasjonen som er tilgjengelig om utstederne kan svekkes. Fra fortalen punkt 47 siteres:

«[...] That form of market manipulation is particularly harmful to investors, because it causes

them to base their investment decisions on incorrect or distorted information. It is also harmful to issuers, because it reduces the trust in the available information related to them. A lack of market trust can in turn jeopardise an issuer's ability to issue new financial instruments or to secure credit from other market participants in order to finance its operations. Information spreads through the market place very quickly. As a result, the harm to investors and issuers may persist for a relatively long time until the information is found to be false or misleading, and can be corrected by the issuer or those responsible for its dissemination. [...]»

4.2 Forbudet mot markedsmanipulasjon

4.2.1 Gjeldende rett

4.2.1.1 Forbudet mot markedsmanipulasjon

Forbudet mot markedsmanipulasjon og forsøk på dette følger av verdipapirhandelloven § 3-8 og er supplert av verdipapirforskriften §§ 3-1 til 3-3. Bestemmelsene gjennomfører forbudet i MAD I artikkel 5, og definisjonen av markedsmanipulasjon i artikkel 1 nr. 2, som supplert av første kommisjonsdirektiv. Som nevnt innledningsvis i kapittel 2 følger det av verdipapirhandelloven § 3-1 at reglene om markedsmanipulasjon kun kommer til anvendelse for (i) finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked, (ii) handlinger foretatt i Norge i tilknytning til finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked i en annen EØS-stat eller der det er søkt om slik notering, og (iii) finansielle instrumenter som handles på norsk multilateral handelsfasilitet. Forsøk på markedsmanipulasjon er også straffbart, jf. straffeloven § 16 og verdipapirhandelloven § 17-4 første ledd siste punktum.

Selve forbudet mot markedsmanipulasjon følger av verdipapirhandelloven § 3-8 første ledd.

Bestemmelsens annet ledd gir anvisning på tre hovedformer for markedsmanipulasjon som knytter seg til henholdsvis transaksjoner og ordreinnleggelse, atferd i forbindelse med transaksjoner og ordreinnleggelse og utbredelse av informasjon. Som det fremheves i Ot.prp. nr. 12 (2004–2005), kjennetegnes markedsmanipulasjon blant annet ved «[...] at det ikke er snakk om en homogen forbrytelse i samme forstand som for eksempel et alminnelig tyveri. Det lar seg ikke gjøre innenfor fornuftige rammer å angi nøyaktig den forbudte gjerning fordi den kan bestå av så mange forskjellige objektive og subjektive elementer, og variasjoner og sammensetninger av slike».¹ Som følge av dette er beskrivelsene av markedsmanipulasjon utformet som rettslige standarder med angivelse av enkelte vurderingsmomenter som skal vektlegges i vurderingen. For å unngå at dette medfører at forbudet rammer handler, atferd eller strategier som i utgangspunktet er legitime, er det innført en eksplisitt rettsstridsreservasjon for deler av definisjonen av markedsmanipulasjon. Høyesterett har videre lagt til grunn at også den generelle rettsstridsreservasjonen i norsk strafferecht kommer til anvendelse i tillegg til den eksplisitte rettsstridsreservasjonen.²

De to første punktene i verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd knytter seg til transaksjoner og ordreinnleggelse, mens det siste punktet knytter seg til spredning av informasjon. Etter bestemmelsens nr. 1 første halvdel anses transaksjoner eller handelsordre som (i) gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, eller (ii) sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå, som markedsmanipulasjon. Definisjonen er således basert på effekten av transaksjonen eller handelsordren og ikke intensjonen. Fordi verdipapirhandelloven § 17-3 oppstiller et krav om forsettlig eller uaktsom overtredelse for straff ved brudd på § 3-8, vil det likevel være et krav at vedkommende visste eller burde ha visst at transaksjonen eller handelsordren ville ha eller være egnet til å ha slik effekt. I andre halvdel av bestemmelsen er det inntatt en rettsstridsreservasjon som unntar slike transaksjoner eller handelsordre dersom vedkommende godtgjør at begrunnelsen er å regne som legitim og at transaksjonen eller handelsordren er i overensstemmelse med atferd som Finanstilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle marke-

det. Det vil dermed være vedkommende som har handlet eller innlagt ordren som har bevisbyrden for at slike unnskyldelige forhold foreligger.

Bestemmelsens nr. 2 omfatter transaksjoner som inngås eller handelsordre som legges inn i tilknytning til enhver form for villedende atferd.

Den siste hovedformen for markedsmanipulasjon fremgår av nr. 3 og dekker utbredelse av opplysninger, når opplysningene gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter når personen som har utbredt opplysningene visste eller burde ha visst at opplysningene var falske, uriktige eller villedende. Det stilles ingen krav til hvilken form eller hvilke media opplysningene spres i eller gjennom, men det stilles krav om at vedkommende som sprer opplysningene var eller burde vært klar over manglene ved opplysningene. Bestemmelsen gir videre en særregel for journalister som utbrer slike opplysninger som ledd i sin yrkesutøvelse. For slike situasjoner skal forholdet vurderes under hensyn til de regler som gjelder for deres yrkesgruppe, med mindre personen direkte eller indirekte oppnår fordeler eller fortjeneste av utbredelsen.

I verdipapirhandelloven § 3-8 tredje ledd gis det en forskriftshjemmel til å fastsette nærmere regler om markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis, hvilket er gjort i verdipapirforskriften §§ 3-1 til 3-3.

4.2.1.2 Indikatorer ved vurderingen av om noe utgjør markedsmanipulasjon

Verdipapirforskriften § 3-2 gir en ikke uttømmende liste med eksempler på vurderingsmomenter som skal tas i betraktning ved anvendelse av verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr. 1 og nr. 2. Bestemmelsens første ledd gjennomfører første kommisjonsdirektiv artikkel 4, og lister opp syv momenter som blant annet skal tas i betraktning når det skal vurderes om handelsordrer eller transaksjoner utgjør markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr. 1:

1. om eller i hvilken grad handelsordrer eller transaksjoner:
 - a. utgjør en betydelig andel av det daglige omsetningsvolumet i det aktuelle finansielle instrumentet på det aktuelle regulerte markedet, især der disse ordrene eller transaksjonene medfører en betydelig endring i kursen til det finansielle instrumentet,
 - b. foretatt av personer med betydelig kjøps- eller salgsposisjon fører til en betydelig

¹ Ot.prp. nr. 12 (2004–2005), punkt 10.6.

² Rt. 2012 s. 686 (dissens 3-2).

- endring i kursen til et finansielt instrument, tilknyttede derivater eller underliggende aktiva som er notert på et regulert marked,
- c. omfatter reversering av posisjoner i løpet av et kort tidsrom og utgjør en betydelig andel av det daglige omsetningsvolumet til det aktuelle finansielle instrumentet på det aktuelle regulerte markedet, og disse ordrene eller transaksjonene kan være forbundet med betydelige endringer i kursen til et finansielt instrument som er notert på et regulert marked,
2. om eller i hvilken grad handelsordrer:
 - a. gis eller transaksjoner finner sted i løpet av et kort tidsrom i handelsperioden og medfører en kursendring som på et senere tidspunkt reverseres,
 - b. endrer beste kjøps- eller salgskurs på et finansielt instrument som er notert på et regulert marked, eller mer generelt endrer ordrebokopplysninger som er tilgjengelig for markedsdeltakerne, og ordrene annulleres før de utføres,
 - c. innlegges eller transaksjoner gjennomføres på eller omkring et bestemt tidspunkt når referansepriser, oppgjørpriser eller verdiberegninger foretas og dette medfører en kursendring som har innvirkning på slike priser eller beregninger, og
 3. hvorvidt gjennomførte transaksjoner ikke medfører reelt endret eierskap til et finansielt instrument som er notert på et regulert marked.

Bestemmelsens annet ledd gjennomfører første kommisjonsdirektiv artikkel 5 og lister opp tre momenter som skal tas i betraktning når det skal vurderes om handelsordre eller transaksjoner utgjør markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr. 2. Momentene er:

- a. hvorvidt en person eller dennes nærstående har utbredt uriktige eller villedende opplysninger om et finansielt instrument før eller etter at vedkommende har innlagt handelsordrer eller gjennomført transaksjoner i det finansielle instrumentet, og
- b. hvorvidt en person eller dennes nærstående har utarbeidet eller distribuert en investeringsanbefaling om et finansielt instrument før eller etter at vedkommende har innlagt handelsordrer eller gjennomført transaksjoner, og
- c. investeringsanbefalingen er feilaktig, tendensiøs eller beviselig påvirket av betydelige interesser.

Verdipapirforskriften stiller ikke krav til hvilke momenter som skal tas med i betraktningen ved vurdering av om utbredelse av opplysninger utgjør markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr. 3.

4.2.2 Forventet EØS-rett

4.2.2.1 Forbudet mot markedsmanipulasjon

Som i MAD I følger det også et forbud mot markedsmanipulasjon av MAR. Selve forbudet mot markedsmanipulasjon følger av artikkel 15 der det slås fast at en person ikke skal bedrive eller forsøke å bedrive markedsmanipulasjon. I motsetning til forbudet i MAD I artikkel 5, er også forsøk på markedsmanipulasjon eksplisitt forbudt etter MAR (slik det også er etter gjeldende norsk rett). Endringen er nærmere omtalt i fortalen punkt 41:

«In order to complement the prohibition of market manipulation, this Regulation should include a prohibition against attempting to engage in market manipulation. An attempt to engage in market manipulation should be distinguished from behaviour which is likely to result in market manipulation as both activities are prohibited under this Regulation. Such an attempt may include situations where the activity is started but is not completed, for example as a result of failed technology or an instruction to trade which is not acted upon. Prohibiting attempts to engage in market manipulation is necessary to enable competent authorities to impose sanctions for such attempts.»

Som beskrevet nærmere i kapittel 2.1.2.3, gjelder det et utvidet anvendelsesområde for forbudet mot markedsmanipulasjon. I tillegg til å gjelde for finansielle instrumenter, hvis definisjon i seg selv er utvidet ved henvisningen til definisjonen i MiFID II (som beskrevet i kapittel 2.1), gjelder forbudet mot markedsmanipulasjon etter MAR også ved handler i underliggende spot-kontrakter. Begrunnelsen for utvidelsen, og avgrensningen mot spot-handler med instrumenter som ikke er tilknyttet et finansielt instrument, er angitt i fortalen punkt 20:

«Spot markets and related derivative markets are highly interconnected and global, and market abuse may take place across markets as well as across borders which can lead to significant systemic risks. This is true for both insider dealing and market manipulation.[...]»

Moreover, manipulative strategies can also extend across spot and derivatives markets. Trading in financial instruments, including commodity derivatives, can be used to manipulate related spot commodity contracts and spot commodity contracts can be used to manipulate related financial instruments. The prohibition of market manipulation should capture these inter-linkages. However, it is not appropriate or practicable to extend the scope of this Regulation to behaviour that does not involve financial instruments, for example, to trading in spot commodity contracts that only affects the spot market. In the specific case of wholesale energy products, the competent authorities should take into account the specific characteristics of the definitions of Regulation (EU) No 1227/2011 when they apply the definitions of inside information, insider dealing and market manipulation under this Regulation to financial instruments related to wholesale energy products.»

Videre er forbudet utvidet til å omfatte manipulering av referanseverdier («benchmark»). I fortalen punkt 44 er dette begrunnet med at:

«Many financial instruments are priced by reference to benchmarks. The actual or attempted manipulation of benchmarks, including inter-bank offer rates, can have a serious impact on market confidence and may result in significant losses to investors or distort the real economy. Therefore, specific provisions in relation to benchmarks are required in order to preserve the integrity of the markets and ensure that competent authorities can enforce a clear prohibition of the manipulation of benchmarks. Those provisions should cover all published benchmarks including those accessible through the internet whether free of charge or not such as CDS benchmarks and indices of indices. It is necessary to complement the general prohibition of market manipulation by prohibiting the manipulation of the benchmark itself and the transmission of false or misleading information, provision of false or misleading inputs, or any other action that manipulates the calculation of a benchmark, where that calculation is broadly defined to include the receipt and evaluation of all data which relates to the calculation of that benchmark and include in particular trimmed data, and including the benchmark's methodology, whether algorithmic or judgement-based in whole or in

part. Those rules are in addition to Regulation (EU) No 1227/2011 which prohibits the deliberate provision of false information to undertakings which provide price assessments or market reports on wholesale energy products with the effect of misleading market participants acting on the basis of those price assessments or market reports.»

4.2.2.2 *Nærmere om markedsmanipulasjon*

Definisjonen av markedsmanipulasjon følger av MAR artikkel 12. Bestemmelsen viderefører i stor grad definisjonen slik denne fulgte av MAD I og første og tredje kommisjonsdirektiv, men medfører også flere utvidelser og justeringer, særlig som følge av det utvidede anvendelsesområdet for MAR (se nærmere om dette under kapittel 2). Systemet der markedsmanipulasjon angis som en rettslig standard med eksempler videreføres i MAR. Begrunnelsen er som tidligere at det ikke vil være mulig å konkret angi alle mulige metoder for markedsmanipulasjon. Dette er adressert blant annet i fortalen til MAR punkt 38:

«This Regulation should provide measures regarding market manipulation that are capable of being adapted to new forms of trading or new strategies that may be abusive. To reflect the fact that trading in financial instruments is increasingly automated, it is desirable that the definition of market manipulation provide examples of specific abusive strategies that may be carried out by any available means of trading including algorithmic and high-frequency trading. The examples provided are neither intended to be exhaustive nor intended to suggest that the same strategies carried out by other means would not also be abusive.»

Etter MAR artikkel 12 nr. 1 omfatter markedsmanipulasjon følgende aktiviteter:

- a. inngåelse av transaksjoner, plassering av handelsordrer eller enhver annen atferd som:
 - i. gir eller er egnet³ til å gi falske eller villedende signaler vedrørende tilbudet av, etterspørselen etter, eller prisen for et finansielt instrument, en underliggende varekontrakt i spot-markedet eller et auksjonert produkt basert på utslippskvoter, eller
 - ii. sikrer eller er egnet til å sikre prisen for ett eller flere finansielle instrumenter, en

³ Se fotnote 4 til punkt 2.1.2.3 om bruk av begrepet «egnet til» og «likely to».

underliggende varekontrakt i spot-markedet eller et auksjonert produkt basert på utslippskvoter,

med mindre personen som inngår transaksjonen, plasserer handelsordren eller utøver enhver annen atferd, etablerer at slik transaksjon, ordre eller atferd er utført med legitime grunner og i tråd med akseptert markedspraksis etablert i henhold til artikkel 13 (og beskrevet under kapittel 4.3),

- b. inngåelse av transaksjoner, plassering av handelsordre eller enhver annen atferd som er egnet til å påvirke prisen for ett eller flere finansielle instrumenter, en underliggende varekontrakt i spot-markedet eller et auksjonert produkt basert på utslippskvoter, der en fiktiv anordning eller andre former for bedrag eller lignende villedning benyttes,
- c. spredning av informasjon gjennom media, inkludert internett, eller på andre måter, som
 - i. gir eller er egnet til å gi falske eller villedende signaler vedrørende tilbudet av, etterspørselen etter eller prisen for ett finansielt instrument, en underliggende varekontrakt i spot-markedet eller et auksjonert produkt basert på utslippskvoter, eller
 - ii. sikrer eller er egnet til å sikre, prisen for ett finansielt instrument, en underliggende varekontrakt i spot-markedet eller et auksjonert produkt basert på utslippskvoter på et unormalt eller kunstig nivå,
 inkludert spredning av rykter der personen som stod for spredningen visste, eller burde ha visst, at informasjonen var falsk eller villedende,
- d. overføring av falsk eller villedende informasjon eller levering av falske eller villende data til en referanseverdi der personen som stod for overføringen eller leverte dataen visste, eller burde ha visst, at den var falsk eller villedende, eller enhver annen atferd som manipulerer utregningen av en referanseverdi.

4.2.2.3 Eksempler på markedsmanipulasjon

På samme måte som i MAD I gir MAR artikkel 12 nr. 2 en ikke uttømmende liste over eksempler på hva som skal anses som markedsmanipulasjon:

- a. handlinger fra en person, eller flere personer som samarbeider, for å sikre en dominerende posisjon over tilbudet av eller etterspørselen etter et finansielt instrument, en underliggende varekontrakt i spot-markedet eller et auksjonert produkt basert på utslippskvoter,

som har, eller er egnet til å ha, den effekt at kjøps- eller salgsprisen, direkte eller indirekte, fikserer eller skaper, eller er egnet til å skape, urettferdige handelsforhold,

- b. kjøp eller salg av finansielle instrumenter ved åpningen eller stengingen av markedet som har, eller er egnet til å ha, den effekt at investorer som agerer på grunnlag av oppgitte kurser, inkludert åpningskurser og sluttkurser, villedes,
- c. enhver form for innleggelse av ordre til en handelsplass, inkludert kansellering eller endring av denne, inkludert elektronisk innleggelse av ordre som algoritme eller høyfrekvent algoritmehandel strategier, og som har en effekt som referert til i bestemmelsens nr. 1 (a) eller (b) (som angitt i kapittel 4.2.2.2) ved å:
 - i. forstyrre eller forsinke funksjonaliteten av handelsplassens handelssystem eller være egnet til å gjøre dette,
 - ii. gjøre det vanskelig for andre personer å identifisere genuine ordrer i handelsplassens handelssystem eller være egnet til å gjøre dette, inkludert ved å legge inn ordre som resulterer i en overbelastning eller destabilisering av ordreboken,
 - iii. skape eller være egnet til å skape et falskt eller villedende signal om tilbudet av, etterspørselen etter, eller prisen på et finansielt instrument, særlig ved å legge inn ordre som igangsetter eller forverrer en trend,
- d. utnyttelse av sporadisk eller jevnlig tilgang til tradisjonell eller elektronisk media ved å gi uttrykk for en mening om et finansielt instrument, en underliggende varekontrakt i spot-markedet eller et auksjonert produkt basert på utslippskvoter (eller indirekte om dets utsteder) mens man tidligere har tatt posisjoner knyttet til det finansielle instrumentet, en underliggende varekontrakt i spot-markedet eller et auksjonert produkt basert på utslippskvoter, og deretter profitte på prisen av meningen det er gitt uttrykk for på det finansielle instrumentet, en underliggende varekontrakt i spot-markedet eller et auksjonert produkt basert på utslippskvoter, uten å samtidig ha tilkjennegitt denne interessekonflikten til allmennheten på en hensiktsmessig og effektiv måte,
- e. kjøp og salg av utslippskvoter i annenhåndsmarkedet eller underliggende derivater før en auksjon avholdes i henhold til Auksjoneringsforordningen med den effekt at auksjonsprisen for de auksjonerte produktene fikseres på et

unormalt eller kunstig nivå eller at budgiverne i auksjonen villedes.

4.2.2.4 *Indikatorer ved vurderingen av om noe utgjør markedsmanipulasjon*

MAR artikkel 12 nr. 3 henviser til vedlegg I som gir en ikke uttømmende liste over indikatorer på bruk av fiktive anordninger eller andre former for bedrag eller lignende villedning, samt indikatorer knyttet til falske eller villedende signaler og sikring av pris. Vedlegg I til MAR er delt i vedlegg IA og vedlegg IB. Vedlegg IA viderefører første kommisjonsdirektiv artikkel 4, men slik at også handel i underliggende spot-kontrakter og auksjonerte produkter basert på utslippskvoter omfattes. Videre sidestilles kansellering av ordre i enkelte tilfeller med ordreinnleggelse. Vedlegg IB viderefører første kommisjonsdirektiv artikkel 5, men slik at bokstav (b) kun eksplisitt omtaler investeringsanbefalinger og ikke lenger analyser.

4.2.2.5 *Medvirkningsansvar for handlinger utført av juridiske personer*

Av MAR artikkel 12 nr. 4 fremgår det at der handlingen utføres av en juridisk person, så skal bestemmelsen også, i henhold til nasjonal lovgivning, omfatte de fysiske personene som deltar i beslutningen om å gjennomføre aktivitetene for den relevante juridiske personen.

4.2.2.6 *Utfyllende regler i kommisjonsforordning*

I medhold av MAR artikkel 12 nr. 4 er det vedtatt nærmere presiseringer av indikatorene for markedsmanipulasjon gjennom kommisjonsforordning (EU) 2016/522.⁴ Kommisjonsforordningens artikkel 4 og vedlegg 2 til kommisjonsforordningen inneholder ytterligere presiseringer av indikatorene på manipulativ atferd som angitt i vedlegg 1 til MAR, knyttet til (i) falske eller villedende signaler og prissikring, og (ii) bruk av fiktive anordninger eller andre former for bedrag eller lignende villedning.

4.2.3 **Utvalgets vurderinger**

Forbudet mot markedsmanipulasjon utvides ved gjennomføringen av MAR, blant annet ved at også handler i og atferd knyttet til underliggende spot-kontrakter og auksjonerte produkter basert på utslippskvoter omfattes. Videre vil også manipulerende av referanseverdier omfattes.

Angivelsen av hva som utgjør markedsmanipulasjon videreføres som en rettslig standard. Eksempelene som er listet opp viderefører i stor grad eksempelene som fulgte av MAD I med tilhørende kommisjonsdirektiv som gjennomført i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften, med enkelte justeringer, også utover utvidelsene nevnt i avsnittet over. Et eksempel på en slik utvidelse er at artikkel 12 nr. 2 bokstav (a) også omfatter atferd som er egnet til å skape en viss effekt, og ikke bare de som faktisk skaper en slik effekt. Videre vil gjennomføringen av MAR medføre visse endringer i gjeldende rett som følge av at norsk rett ikke lenger kan oppstille avvikende regulering. Blant annet følger det av verdipapirforskriften § 3-2 annet ledd bokstav b at utbredelse eller distribusjon av investeringsanbefaling før innleggelse av handelsordrer eller gjennomføring av transaksjoner i seg selv er et moment som skal vektlegges. Etter MAR artikkel 12 nr. 3, jf. vedlegg IB, stilles det et tilleggskrav om at investeringsanbefalingen er feilaktig, tendensiøs eller beviselig påvirket av betydelige interesser, mens dette er et selvstendig moment etter verdipapirforskriften § 3-2 annet ledd bokstav c.

MAR artikkel 21 gir særregler for vurderingen av MAR artikkel 12 nr. 1 bokstav (c) hva gjelder offentliggjøring eller spredning av informasjon gjennom media. Dette behandles nærmere i utredningen kapittel 8.2.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 3-8 oppheves da denne erstattes av MAR artikkel 15 jf. 12. Videre foreslås det at verdipapirforskriften § 3-1 annet ledd, og § 3-2 oppheves. De utfyllende reglene i kommisjonsforordning (EU) 2016/522, omtalt i kapittel 4.2.2.6, foreslås inntatt i verdipapirforskriften ved inkorporasjon.

4.3 **Akseptert markedspraksis**

4.3.1 **Gjeldende rett**

Som nevnt i kapittel 4.2.1 kan en transaksjon eller ordreinnleggelse som i utgangspunktet anses som markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr.1 likevel være lovlig dersom den foretas i samsvar med atferd som

⁴ Commission delegated regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards an exemption for certain third countries public bodies and central banks, the indicators of market manipulation, the disclosure thresholds, the competent authority for notifications of delays, the permission for trading during closed period.

Finanstilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet. I verdipapirforskriften § 3-3, som gjennomfører tredje kommisjonsdirektiv artikkel 2, er det opplistet en rekke faktorer som Finanstilsynet blant annet skal ta hensyn til når de skal avgjøre hva som skal anses som akseptert markedspraksis. Disse er:

- a. i hvilken grad den aktuelle markedspraksis
 - i. er kjent for alle markedsaktørene,
 - ii. har innvirkning på markedets likviditet og effektivitet,
 - iii. er tilpasset handelsmekanismene på det relevante markedet og setter markedsaktørene i stand til å reagere på en egnet og betimelig måte på nye markedsforhold som den aktuelle markedspraksis skaper,
 - iv. utgjør en risiko for integriteten til direkte eller indirekte tilknyttede markeder i EØS-området,
- b. behovet for å sikre markedets funksjon, herunder velfungerende markedskrefter og et riktig samspill mellom tilbud og etterspørsel,
- c. resultatet av undersøkelser av den aktuelle markedspraksis som er iverksatt av tilsynsmyndigheter i EØS-området, særlig med hensyn til om markedspraksisen er i strid med lover eller forskrifter om markedsmissbruk eller regler for god opptreden, og
- d. det relevante markedets strukturelle karakter, herunder om markedet er regulert eller ikke, hvilke finansielle instrumenter som handles og hvilke markedsaktører som opptrer i markedet.

Finanstilsynet har ikke etablert noen spesifikk akseptert markedspraksis som en akseptert markedspraksis etter gjeldende regelverk.

4.3.2 Forventet EØS-rett

4.3.2.1 Innledning

I likhet med MAD I har MAR et unntak fra reglene om markedsmanipulasjon for handlinger som gjennomføres i tråd med akseptert markedspraksis. I MAD I fremgikk dette av artikkel 1 nr. 2 annet ledd, supplert av tredje kommisjonsdirektiv artikkel 2, mens det i MAR er samlet i artikkel 13.

Artikkel 13 nr. 1 fastslår at forbudet mot markedsmanipulasjon ikke kommer til anvendelse på aktivitetene beskrevet i artikkel 12 nr. 1 bokstav (a) dersom personen som inngår transaksjonen, innlegger en handelsordre eller utviser en atferd godtgjør at formålet med transaksjonen er legitimt og at handlingen er utført i overensstem-

melse med akseptert markedspraksis fastsatt i henhold til prosedyrene i bestemmelsen.

4.3.2.2 Vurderingskriterier og prosedyre for etablering av akseptert markedspraksis

MAR artikkel 13 nr. 2 lister opp en rekke kriterier som en tilsynsmyndighet skal ta i betraktning ved etablering av en akseptert markedspraksis. Kriteriene er gitt en ny språkdrakt og er noe mer presise, men artikkel 13 nr. 2 bokstav (a) til (g) viderefører i all hovedsak essensen av tredje kommisjonsdirektiv artikkel 2 nr. 1 bokstav (a) til (g). Det presiseres videre at en etablert akseptert markedspraksis for et spesielt marked ikke skal anses anvendelig på andre markeder, med mindre tilsynsmyndighetene for disse markedene har akseptert praksisen i henhold til bestemmelsen.

Prosedyren for å etablere en akseptert markedspraksis er nærmere beskrevet i bestemmelsens nr. 3 til nr. 6. Før en akseptert markedspraksis etableres, skal tilsynsmyndigheten meddele ESMA og andre tilsynsmyndigheter om sin intensjon om å etablere en akseptert markedspraksis, samt oversende detaljene for vurderingen i henhold til kriteriene nevnt over. Meddelelsen skal sendes senest tre måneder før den aksepterte markedspraksisen trer i kraft.

Innen to måneder fra mottak av meddelelsen skal ESMA utstede en uttalelse til den meddelende tilsynsmyndighet med ESMA's vurdering av om den aksepterte markedspraksisen er i tråd med kriteriene i bestemmelsens nr. 2 og de tekniske standardene som vedtas i henhold til MAR artikkel 13 nr. 7. ESMA skal videre vurdere om etableringen av den aksepterte markedspraksisen vil true tilliten i EØS' finansielle marked. Uttalelsen skal publiseres på ESMA's nettside. Dersom en tilsynsmyndighet etablerer en akseptert markedspraksis i strid med ESMA's uttalelse, skal tilsynsmyndigheten, innen 24 timer etter å ha etablert den aksepterte markedspraksisen, publisere en melding på sin nettside med en full begrunnelse for hvorfor dette gjøres, herunder hvorfor den aksepterte markedspraksisen ikke truer tilliten til markedet. Dersom en tilsynsmyndighet mener at en annen tilsynsmyndighet har etablert en akseptert markedspraksis som ikke oppfyller kravene i bestemmelsens nr. 2, skal ESMA bistå de involverte tilsynsmyndighetene med å komme til enighet i henhold til artikkel 19 i Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 1095/2010 av 24. november 2010.⁵ Hvis tilsynsmyndighetene ikke kommer til enighet, kan

ESMA fatte en beslutning i saken i henhold til nevnte bestemmelse nr. 3.

4.3.2.3 *Plikt til jevnlig vurdering av akseptert markedspraksis*

MAR artikkel 13 nr. 8 viderefører og presiserer tredje kommisjonsdirektiv artikkel 2 nr. 3 og pålegger tilsynsmyndighetene jevnlig, og minst annethvert år, å vurdere aksepterte markedspraksiser de har etablert for å avgjøre om de skal opprettholde, avskaffe eller endre vilkårene for aksept av slik praksis. I vurderingen skal tilsynsmyndighetene legge særlig vekt på vesentlige endringer av betydning for det relevante markedet, som for eksempel endringer i handelsreglene eller infrastrukturen.

4.3.2.4 *Offentliggjøring av oversikt over akseptert markedspraksis*

ESMA skal offentliggjøre en oversikt over akseptert markedspraksis og i hvilke medlemsland de er anvendelige på sin nettside, jf. MAR artikkel 13 nr. 9. Videre skal ESMA overvåke anvendelsen av de aksepterte markedspraksisene og avgi en årlig rapport til kommisjonen om hvordan de anvendes i de relevante markedene, jf. MAR artikkel 13 nr. 10.

⁵ Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 1095/2010 av 24. november 2010 om opprettelse av en europeisk tilsynsmyndighet (Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet – European Securities and Markets Authority), om endring av beslutning nr. 716/2009/EF og om opphevelse av kommisjonsbeslutning 2009/77/EF (nytt europeisk tilsynssystem – ESMA).

4.3.2.5 *Utfyllende regler i kommisjonsforordning*

I medhold av artikkel 13 nr. 7 er det vedtatt nærmere presiseringer av indikatorene for markedsmanipulasjon i kommisjonsforordning (EU) 2016/908.⁶ Kommisjonsforordningen presiserer vurderingskriteriene, prosedyren og kravene for å etablere en akseptert markedspraksis i henhold til MAR artikkel 13 nr. 2 til og med nr. 4, samt kravene for å opprettholde, avskaffe eller endre vilkårene for aksept av slik praksis.

4.3.3 **Utvalgets vurderinger**

Finanstilsynet har ikke etablert aksepterte markedspraksiser etter gjeldende rett og gjennomføringen av MAR vil derfor kun få virkning for eventuell etablering av slike aksepterte markedspraksiser i fremtiden. Som følge av utvidelsen av anvendelsesområdet for forbudet mot markedsmanipulasjon, kan det derimot oppstå et behov for å vurdere om det skal etableres akseptert markedspraksis for handel i de nye instrumentene og/eller for handel på de nye handelsplassene som omfattes av forbudet mot markedsmanipulasjon før ikrafttredelse av MAR.

Utvalget foreslår at verdipapirforskriften § 3-3 oppheves fordi denne erstattes av MAR artikkel 13. De utfyllende reglene i kommisjonsforordning (EU) 2016/908, omtalt i kapittel 4.3.2.5, foreslås inntatt i verdipapirforskriften ved inkorporasjon.

⁶ Commission delegated regulation (EU) 2016/908 of 26 February 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council laying down regulatory technical standards on the criteria, the procedure and the requirements for establishing an accepted market practice and the requirements for maintaining it, terminating it or modifying the conditions for its acceptance.

Kapittel 5

Rapporteringsplikt ved mistenkelige ordre og transaksjoner

5.1 Gjeldende rett

Norsk rett inneholder en rekke rapporteringsplikter for ulike yrkesgrupper for å forebygge og avdekke kriminelle og samfunnsskadelige aktiviteter. Et eksempel er hvitvaskingsloven som oppstiller rapporteringsplikter med formål om å forebygge og avdekke transaksjoner med tilknytning til utbytte av straffbare handlinger eller med tilknytning til terrorhandlinger.

Innsidehandel og markedsmanipulasjon er kriminelle handlinger som blant annet kan være skadelige for samfunnet ved at tilliten til verdipapirmarkedet svekkes, hvilket igjen kan vanskeliggjøre eller fordyre næringslivets tilgang til kapital. Som følge av dette er det innført rapporteringsplikter ved mistanke om overtredelse av forbudene mot innsidehandel eller markedsmanipulasjon i verdipapirhandelloven § 3-11, med supplerende bestemmelser i verdipapirforskriften §§ 3-1 tredje ledd og 3-4. Bestemmelsen gjennomfører MAD I artikkel 6 nr. 9 og artikkel 6 nr. 10 siste strekpunkt, samt tredje kommisjonsdirektiv artikkel 7 til 11.

Etter verdipapirhandelloven § 3-11 første ledd pålegges den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter straks å rapportere til Finanstilsynet dersom det foreligger rimelig grunn til mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon i tilknytning til slike transaksjoner. Det følger av Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) at uttrykket transaksjoner må forstås vidt. Blant annet skal tilrettelegging og gjennomføring av kjøp, salg, tegning og bytte av finansielle instrumenter anses som transaksjoner som er rapporteringspliktige hvis det foreligger tilstrekkelig mistanke.¹ Forarbeidene fremhever videre at «i tilknytning» også må tolkes vidt slik at tilrettelegging av planlagte

transaksjoner, i tillegg til gjennomføring av disse, omfattes av rapporteringsforpliktelsen.

Spørsmålet om når det foreligger «rimelig grunn til mistanke» må vurderes konkret og kan være basert på enkeltfaktorer eller en kombinasjon av flere faktorer samlet.

Verdipapirforskriften § 3-1 tredje ledd begrenser rapporteringsplikten til å gjelde for verdipapirforetak og kredittinstitusjoner, herunder de ansatte i slike institusjoner.

Den som rapporterer mistenkelige transaksjoner etter bestemmelsen skal ikke informere kunden eller noen andre om at meldingen er eller vil bli sendt, jf. verdipapirhandelloven § 3-4 annet ledd. Regelen er likevel ikke til hinder for at vedkommende som rapporterer handelen melder fra internt i verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen til sin overordnede eller en compliance-funksjon. Etter bestemmelsens tredje ledd vil opplysninger som i god tro meddeles Finanstilsynet ikke utgjøre brudd på noen form for taushetsplikt og gir ikke grunnlag for erstatning eller straff. En rapportering etter bestemmelsen kan således gjennomføres uavhengig av lovpålagt taushetsplikt eller eventuelt avtalt taushetsplikt med vedkommende som er involvert i transaksjonen eller andre.

Etter verdipapirhandelloven § 3-11 fjerde ledd kan det gis forskrifter om nærmere krav til innholdet i meldingen, noe som er gjort i verdipapirforskriften § 3-4. Forskriftsbestemmelsen gjennomfører tredje kommisjonsdirektiv artikkel 7 til 11 og oppstiller (i) nærmere innholds krav til meldingen, (ii) et minstekrav til meldingen dersom ikke alle opplysningene er tilgjengelige på meldingstidspunktet, (iii) en plikt til å ettersende relevante opplysninger så snart de er tilgjengelige, samt (iv) en angivelse av hvilke kommunikasjonsmedier slike meldinger kan sendes til Finanstilsynet gjennom.

¹ Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) på s. 91.

5.2 Forventet EØS-rett

5.2.1 Plikt til å rapportere mistenkelige ordre og transaksjoner

Reglene om rapportering av mistenkelige ordre og transaksjoner følger av MAR artikkel 16.

MAR artikkel 16 nr. 1 slår fast at den som driver et regulert marked og verdipapirforetak som driver en handelsplass, skal etablere og vedlikeholde effektive ordninger, systemer og rutiner med formål å forhindre og oppdage innsidehandel, markedsmanipulasjon, samt forsøk på innsidehandel eller markedsmanipulasjon, i henhold til MiFID II artikkel 31 og 54. De skal videre uten opphold rapportere ordrer og transaksjoner, herunder eventuell kansellering eller endring av slike, som kan utgjøre innsidehandel, markedsmanipulasjon, eller forsøk på dette, til tilsynsmyndigheten.

Den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner², skal etter artikkel 16 nr. 2 etablere og vedlikeholde effektive ordninger, systemer og rutiner for å avdekke og rapportere mistenkelige ordre og transaksjoner. Hvem som skal anses for å falle inn under dette kriteriet er presisert i en tolkningsuttalelse fra ESMA gjennom et «spørsmål og svar»-dokument³ (heretter «ESMA Q&A»). Etter ESMA Q&A del 6 skal ikke definisjonen «personer som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner» anses som en henvisning til definisjonene i MiFID II, men er uavhengig av denne. Som følge av dette, og at det ikke foreligger eksplisitte begrensninger i ordlyden, mener ESMA at definisjonen ikke kan tolkes slik at enkelte foretak eller personer som er underlagt annen europeisk finansregulering skal ekskluderes. ESMA mener heller at artikkel 16 må tolkes vidt og også inkludere «buy side»-foretak som forvaltningsforetak (AIF og UCITS forvaltere), samt foretak som på forretningsmessig basis handler for egen regning.

ESMA fremhever videre et proporsjonalitetsprinsipp i siste avsnitt av del 6 i ESMA Q&A. Av avsnittet følger det at plikten til å oppdage og rapportere mistenkelige ordrer og transaksjoner i henhold til artikkel 16 nr. 2 i MAR skal oppfylles

gjennom implementering av ordninger, systemer og prosedyrer som er hensiktsmessige og forholdsmessige i lys av omfanget, størrelsen og arten av pliktsubjektens virksomhet.

Når en person som omfattes av artikkel 16 har rimelig grunn til mistanke om at en ordre eller transaksjon i et finansielt instrument kan utgjøre innsidehandel, markedsmanipulasjon eller forsøk på innsidehandel eller markedsmanipulasjon, uavhengig av om ordren er plassert eller om transaksjonen er gjennomført på eller utenfor en handelsplass, skal personen uten opphold meddele dette til tilsynsmyndigheten.

5.2.2 Tilsynsmyndigheten

Rapporter om ordrer og transaksjoner, herunder eventuell kansellering eller endring av slike, som kan utgjøre innsidehandel, markedsmanipulasjon, eller forsøk på dette som etter artikkel 16 nr. 1 skal sendes av den som driver et regulert marked og verdipapirforetak som driver en handelsplass, skal sendes til tilsynsmyndigheten for handelsplassen.

Tilsynsmyndigheten det skal rapporteres til for den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner følger av artikkel 16 nr. 3. Uten at bestemmelsen begrenser tilsynsmyndighetens kompetanse etter artikkel 22 om tilsynsmyndighet generelt, skal personene omfattet av plikten i artikkel 16 nr. 2 være underlagt rapporteringsreglene i den EØS-stat de er registrert i eller har sitt hovedkontor, eller, når det gjelder en filial, EØS-staten der filialen befinner seg. Meldingen skal også rettes til tilsynsmyndigheten i denne EØS-staten. Tilsynsmyndigheten som mottar en melding om mistenkelige ordrer eller transaksjoner, skal straks sende slike opplysninger til tilsynsmyndighetene for de aktuelle handelsplassene, jf. artikkel 16 nr. 4.

5.2.3 Unntak fra taushetsplikt og ansvar ved rapportering

Personer som gjør informasjon tilgjengelig for myndighetene i samsvar med MAR, herunder artikkel 16, skal etter artikkel 23 nr. 4 ikke anses å ha brutt noe forbud mot å offentliggjøre informasjon som følger av kontraktsforhold eller av lov eller annen regulatorisk eller administrativ forpliktelse og kan ikke pålegges noen form for ansvar på grunnlag av slike meddelelser. Det vises til nærmere omtale av bestemmelsen i kapittel 10.4.

² Disse er definert i MAR artikkel 3 nr. 1, 28. ledd som personer som er profesjonelt engasjert i mottak og formidling av ordre for, eller i gjennomføring av transaksjoner i, finansielle instrumenter.

³ Questions and Answers On the Market Abuse Regulation, ESMA70-145-11 Version 6 Last updated on 30 May 2017.

5.2.4 Utfyllende regler i kommisjonsforordning

I medhold av artikkel 16 nr. 5 er det gitt utfyllende regler gjennom kommisjonsforordning (EU) 2016/957⁴ vedrørende (i) hensiktsmessige ordninger, systemer og rutiner i henhold til artikkel 16 nr. 1 og 2 og (ii) mal for meldinger som skal benyttes ved melding om mistenkelig handel etter bestemmelsens nr. 1 og 2.

Av fortalen til kommisjonsforordningen fremgår det blant annet at systemene for å oppdage markedsmissbruk bør være i stand til å identifisere transaksjoner i henhold til forhåndsfastsatte parametere og at prosessen sannsynligvis vil kreve en viss grad av automasjon (fortalens punkt 1). Likevel slik at ikke alle varsler etter slike systemer skal notifiseres til tilsynsmyndigheten. Det må alltid foretas en konkret vurdering av om det foreligger rimelig grunn til mistanke i det enkelte tilfellet (fortalens punkt 9). Videre fremgår det at de relevante personene kan delegere overvåking, avdekking og identifisering av mistenkelige ordre innenfor et konsern, men slik delegasjon vil ikke hindre tilsynsmyndigheter fra å vurdere om den delegerende personen oppfyller sine forpliktelser (fortalens punkt 4). Etter fortalens punkt 5, bør handelsplassene ha hensiktsmessige handelsregler som bidrar til å forhindre innsidehandel, markedsmanipulasjon eller forsøk på innsidehandel eller markedsmanipulasjon, i tillegg til muligheten til å gjenskape ordreboken for å kunne analysere aktiviteten i en handelssesjon i lys av algoritmehandel, herunder høyfrekvent algoritmehandel.

Kommisjonsforordningen oppstiller blant annet:

- generelle krav til å ha og vedlikeholde ordninger, systemer og rutiner for å overvåke og avdekke mistenkelige transaksjoner samt rapportere disse til tilsynsmyndighetene,
- nærmere krav til disse ordningene, systemene og rutinene,
- krav til opplæring av ansatte, og
- nærmere regler om rapportering av mistenkelige transaksjoner eller ordre, herunder timing,

innhold av slike rapporter og hvordan rapporten skal sendes.

Vedlagt kommisjonsforordningen følger det en mal for rapporteringsskjema som skal benyttes ved rapportering av mistenkelige ordre og transaksjoner som også angir hvilken informasjon som kan eller skal inntas i rapporten.

5.3 Utvalgets vurderinger

MAR artikkel 16 utvider rapporteringsplikten sammenlignet med gjeldende rett i flere henseender, noen av disse nevnes kort nedenfor.

Som følge av inkluderingen av flere former for handelsplasser omfatter artikkel 16 nr. 1, i motsetning til gjeldende rett, verdipapirforetak som opererer handelsplasser i tillegg til de som driver eller er regulerte markeder.

En annen endring fra MAD I til MAR er at de relevante personene i tillegg til å skulle rapportere mistenkelige transaksjoner også skal rapportere mistenkelig ordreinnleggelse, herunder kansellering og endring av ordre. Utvalget antar likevel at dette ikke vil føre til vesentlige endringer av plikten til å rapportere mistenkelige transaksjoner og ordre etter gjeldende rett.

Etter gjeldende rett er personer som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner underlagt rapporteringsforpliktelser, mens det etter MAR artikkel 16 i tillegg stilles krav til å etablere og vedlikeholde effektive ordninger, systemer og rutiner for å avdekke og rapportere mistenkelige ordre og transaksjoner. For foretak underlagt reguleringen i MiFID I og senere MiFID II vil det gjelde lignende krav allerede. Som omtalt over er anvendelsesområdet for artikkel 16 etter ESMA's oppfatning likevel mer omfattende enn den tilsvarende definisjonen i MiFID II, og artikkel 16 antas således å få en større konsekvens for foretak som ikke er eller blir underlagt rapporteringsforpliktelsen etter MiFID I eller MiFID II.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 3-11 oppheves da denne erstattes av MAR artikkel 16. Videre foreslås det at verdipapirforskriften § 3-4 oppheves og at de utfyllende reglene i kommisjonsforordning (EU) 2016/957, omtalt i kapittel 5.2.1.4, inntas i verdipapirforskriften ved inkorporasjon.

⁴ Commission Delegated Regulation (EU) 2016/957 of 9 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the appropriate arrangements, systems and procedures as well as notification templates to be used for preventing, detecting and reporting abusive practices or suspicious orders or transactions.

Kapittel 6

Offentliggjøringsplikter

6.1 Plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon

6.1.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven § 5-2 skal utstedere «uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder». Bestemmelsen gjennomfører MAD I artikkel 6. Bestemmelsen gjelder kun for utstedere av finansielle instrumenter som er eller er søkt opptatt til handel på norsk regulert marked, jf. verdipapirhandelloven § 5-1.

Offentliggjøringsplikten for innsideinformasjon fantes opprinnelig i børsloven¹ § 5-7, jf. børsforskriften² §§ 5-2 og 10-2 (for henholdsvis aksjer og obligasjoner). Reglene ble videreført og flyttet til verdipapirhandelloven i forbindelse med revisjonen av verdipapirhandel- og børsloven i 2007.

Etter bestemmelsens første ledd skal utsteder «uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder». Fristen for å offentliggjøre innsideinformasjon, fremstår etter ordlyden strengere enn kravet etter MAD I. I følge Kredittilsynets (nå Finanstilsynet) høringsnotat av 1. mars 2004 kapittel 8.3 ble det ansett som mer hensiktsmessig å videreføre det gjeldende vilkår «uoppfordret og umiddelbart» enn MAD Is krav «as soon as possible».³ Frem til 1. april 2017 ble kravet om umiddelbar offentliggjøring, for omsettelige verdipapirer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess, antatt kun å gjelde i markedets åpningstid. Etter en varslet tolkningsendring av bestemmelsen fra Finanstilsynet og Oslo Børs, med virkning fra 1. april 2017, skal den umiddelbare offentliggjøringsplikten i utgangspunktet praktiseres uavhengig av markedets åpningstid.

Ikke alle former for innsideinformasjon må offentliggjøres av utsteder. Plikten omfatter kun innsideinformasjon som «direkte angår utsteder». Kredittilsynet fremholdt i samme kapittel i høringsnotatet at kravet vil kunne være vanskelig å vurdere i praksis:

«Etter Direktivet skal kun innsideinformasjon som «directly concerns the said issuer» offentliggjøres. Etter omstendighetene vil det kunne være vanskelig å avgjøre om innsideinformasjon angår en utsteder direkte eller indirekte. Grensedragningen av om en opplysning angår en utsteder eller dets finansielle instrumenter, vil undertiden også kunne by på problemer. På generelt grunnlag antas det at opplysninger av avledet art også vil kunne være av interesse for markedet. Kredittilsynet antar at vilkåret «directly concerns» vil kunne gi opphav til tolkningsproblemer om hvor langt informasjonsplikten rekker.»⁴

Den nærmere grensedragningen knyttet til hvilken innsideinformasjon som direkte angår utsteder er ikke helt klar, men i børs sirkulære 2005 nr. 3⁵, vedlegg 1, punkt 3.4.6 legges det til grunn at informasjonsplikten uansett må avgrenses «[...] mot forhold som angår eller har implikasjoner generelt for en hel bransje, hvor ytterpunktene er forhold som valutakurser, oljepris, mv.».

Etter bestemmelsens annet ledd skal opplysningene offentliggjøres i henhold til verdipapirhandelloven § 5-12, som blant annet gjennomfører offentliggjøringskravene etter Rapporteringsdirektivet⁶ artikkel 21 i norsk rett. Opplysningene skal i tillegg gjøres tilgjengelige på utstедers

¹ Lov-2000-11-17-80 (opphøvet).

² FOR-1994-01-17-30 (opphøvet).

³ Høringsnotatet punkt 8.3 er sitert i Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) på s. 51.

⁴ Høringsnotatet punkt 8.3 er sitert i Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) på s. 51.

⁵ Børs sirkulære 3/2005: Nye regler om informasjonsplikt m.v.

⁶ Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/109/EF av 15. desember 2004 om harmonisering av krav til åpenhet med hensyn til opplysninger om utsteder av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked, og om endring av direktiv 2001/34/EF.

internettside etter at offentliggjøring har funnet sted.

Bestemmelsens tredje ledd oppstiller et forbud mot å kombinere offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger med markedsføring på en måte som er egnet til å villed.

Til slutt reguleres informasjonsplikten for selskaper med verdipapirer opptatt til handel ved andre regulerte markeder. Opplysninger som skal meddeles eller offentliggjøres som følge av opptaket til notering ved andre regulerte markeder, skal sendes det regulerte markedet i Norge for offentliggjøring senest samtidig med at melding sendes til annet regulert marked eller opplysningsene offentliggjøres på annen måte. Regelen tar sikte på å bidra til at opplysninger offentliggjøres samtidig over landegrensene og at markedene i de forskjellige landene gis lik informasjon.

I noen tilfeller vil utsteder ha legitime interesser i å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon. Dette behandles særskilt i kapittel 6.2.

6.1.2 Forventet EØS-rett

6.1.2.1 Plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon

Plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon følger av MAR artikkel 17.

Offentliggjøring av innsideinformasjon fremheves i fortalens punkt 49 som essensielt for å unngå innsidehandel samt for å unngå at investorer villedes.

Bestemmelsens nr. 1 første ledd viderefører plikten fra MAD I artikkel 6 nr. 1 og fastslår at en utsteder så raskt som mulig skal offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder. Utsteder skal etter annet ledd sørge for at informasjonen offentliggjøres på en måte som muliggjør rask tilgang til og komplett, korrekt og tidsriktig bedømmelse av informasjonen av allmennheten og, hvis relevant, gjennom den offisielt utpekte mekanismen (OAM) som henvist til i artikkel 21 i Rapporteringsdirektivet⁷. Videre kreves det at utsteder ikke skal kombinere offentliggjøring av innsideinformasjon til allmennheten med markedsføring. Utsteder skal offentliggjøre og beholde all innsideinformasjon den er forpliktet til å offentliggjøre på sine nettsider i en periode på minst fem år.

6.1.2.2 Anvendelsesområdet

Etter MAR artikkel 17 nr. 1 tredje ledd skal bestemmelsen gjelde for utstedere som har søkt om eller hvor dets finansielle instrumenter er notert på et regulert marked i en EØS-stat, eller som har godkjent handel av de finansielle instrumentene på en MHF eller OHF eller har søkt om opptak til handel av utstедers finansielle instrumenter på en MHF i en EØS-stat.

6.1.2.3 Offentliggjøringsplikter for markedsdeltakere på utslippskvotemarkedet

Av fortalen til MAR fremgår det at det er nødvendig å etablere en plikt til offentliggjøring av innsideinformasjon for markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet, men slik at dette må innføres på en hensiktsmessig og kostnadseffektiv måte. Fra fortalen punkt 51 siteres:

«[...] In order to avoid exposing the market to reporting that is not useful and to maintain cost-efficiency of the measure foreseen, it appears necessary to limit the regulatory impact of that requirement to only those EU ETS operators which, by virtue of their size and activity, can reasonably be expected to be able to have a significant effect on the price of emission allowances, of auctioned products based thereon, or of derivative financial instruments relating thereto and for bidding in the auctions pursuant to Regulation (EU) No 1031/2010. [...] The information to be disclosed should concern the physical operations of the disclosing party and not own plans or strategies for trading emission allowances, auctioned products based thereon, or derivative financial instruments relating thereto. Where emission allowance market participants already comply with equivalent inside information disclosure requirements, notably pursuant to Regulation (EU) No 1227/2011, the obligation to disclose inside information concerning emission allowances should not lead to the duplication of mandatory disclosures with substantially the same content. In the case of participants in the emission allowance market with aggregate emissions or rated thermal input at or below the threshold set, since the information about their physical operations is deemed to be non-material for the purposes of disclosure, it should also be deemed not to have a significant effect on the price of emission allowances, of

⁷ Direktiv 2004/109/EF om harmonisering av krav til åpenhet med hensyn til opplysninger om utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked.

auctioned products based thereon, or of the derivative financial instruments relating thereto. [...]»

Det presiseres for ordens skyld i samme punkt at markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet omfattes av forbudet mot innsidehandel hva gjelder annen informasjon de har tilgang til og som utgjør innsideinformasjon relatert til utslippskvotemarkedet.

Offentliggjøringsplikten for markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet følger av MAR artikkel 17 nr. 2 første og annet ledd. En markedsdeltaker i utslippskvotemarkedet skal på en offentlig, effektiv og tidsriktig måte offentliggjøre innsideinformasjon som omhandler utslippskvoter som vedkommende holder i tilknytning til sin virksomhet, herunder flyaktivitet som spesifisert i vedlegg I til Kvotedirektivet⁸ eller installasjoner som definert i artikkel 3 (e) i Kvotedirektivet, som den relevante markedsdeltakeren, eller morselskapet eller tilknyttede foretak, eier eller kontrollerer eller for operasjonelle forhold som markedsdeltakeren, eller dets morselskap eller tilknyttet foretak helt eller delvis er ansvarlig for. Med hensyn til installasjoner skal slik offentliggjøring omfatte informasjon som er relevant for kapasitet og utnyttelse av installasjonene, herunder planlagt eller ikke planlagt utilgjengelighet av slike installasjoner.

Offentliggjøringsplikten for markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet skal ikke gjelde for markedsdeltakere der installasjonen eller flyaktiviteten som de eier, kontrollerer eller er ansvarlig for i det foregående år har hatt utslipp som ikke overstiger minimumsterskelen av karbondioksidkvalivalent, samt dersom de utfører forbrenningsaktiviteter, har hatt en beregnet («rated») termisk tilførsel som ikke overstiger minimumstersklene.

I medhold av MAR artikkel 17 nr. 2 tredje ledd er det vedtatt minimumsterskler for karbondioksidkvalivalenter og minimumsterskler for beregnet termisk tilførsel som skal gjelde ved anvendelse av unntakene over i kommisjonsforordning.⁹ Minimumstersklene fremgår av kommisjonsforordningen artikkel 5.

6.1.2.4 Adgang til utsatt offentliggjøring

MAR artikkel 17 nr. 3 til nr. 7 regulerer adgangen til utsatt offentliggjøring, supplert av kommisjonsforordning og retningslinjer vedtatt i medhold av henholdsvis artikkel 17 nr. 10 og 11, som behandles under kapittel 6.2.

6.1.2.5 Videreformidling av innsideinformasjon som ledd i virksomhet

Bestemmelsens nr. 8 regulerer håndtering av videreformidling av innsideinformasjon som ledd i virksomhet. Dersom en markedsdeltaker i utslippskvotemarkedet eller en utsteder, eller en person som opptrer på vegne av en av disse eller for deres regning, formidler innsideinformasjon til en tredjepart som ledd i normal utøvelse av deres ansettelsesforhold, yrke eller plikter som angitt i MAR artikkel 10 nr. 1 (og nærmere behandlet i utredningens kapittel 3.3.2), må disse opplysningene offentliggjøres på en fullstendig og effektiv måte. Offentliggjøringen skal skje samtidig med formidling av innsideinformasjonen dersom denne formidles med vilje og straks dersom innsideinformasjonen ble formidlet uten at dette var intensjonen. Bestemmelsen kommer likevel ikke til anvendelse dersom personen som mottar opplysningene er underlagt taushetsplikt, uavhengig av om denne plikten er basert på lov, forskrifter, vedtekter eller avtale.

6.1.2.6 Særskilte regler for utstedere notert på vekstmarkeder for små og mellomstore bedrifter

I forbindelse med gjennomføringen av MiFID II i norsk rett er «vekstmarkeder for små og mellomstore bedrifter» (engelsk: «SME growth markets» og heretter kalt SMB-marked) foreslått opprettet som en ny type handelsplass og som en underform av multilaterale handelsfasiliteter. Det vises til nærmere beskrivelse av forslaget i NOU 2017: 1 kapittel 3.5.

MAR artikkel 17 nr. 9 gir offentliggjøringsregler for utstedere med finansielle instrumenter opptatt til handel på et SMB-marked. Innsideinfor-

⁸ Europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/87/EF av 13. oktober 2003 om en ordning for handel med kvoter for klimagassutslipp i Det europeiske fellesskap og om endring av Rådsdirektiv 96/61/EF.

⁹ Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards an exemption for certain third countries public bodies and central banks, the indicators of market manipulation, the disclosure thresholds, the competent authority for notifications of delays, the permission for trading during closed periods and types of notifiable managers' transactions.

masjon som knytter seg til utstedere hvis finansielle instrumenter er opptatt til handel på et SMB-marked kan offentliggjøres på handelsplassens nettsider i stedet for på utsteders nettside dersom handelsplassen velger å tilby denne tjenesten for utstederne på dette markedet.

6.1.2.7 Utfyllende regler i kommisjonsforordninger

I medhold av MAR artikkel 17 nr. 10 bokstav (a) og (b) er det gitt utfyllende regler om henholdsvis måten innsideinformasjon skal offentliggjøres på og om utsatt offentliggjøring.¹⁰ De utfyllende reglene om utsatt offentliggjøring behandles i kapittel 6.2.2.6. Kommisjonsforordningen knyttet til offentliggjøring av innsideinformasjon regulerer blant annet hvordan innsideinformasjonen skal offentliggjøres og krav til innholdet i meldingene som offentliggjør innsideinformasjon, jf. artikkel 2. Videre oppstiller kommisjonsforordningen artikkel 3 krav til nettsidene hvor innsideinformasjon skal offentliggjøres i henhold til MAR artikkel 17 nr. 1 og nr. 9.

6.1.3 Utvalgets vurderinger

Hovedreglene om offentliggjøring av innsideinformasjon så snart som mulig, tilgjengeliggjøring av informasjonen på utsteders nettsider og forbudet mot å blande informasjonspliktig informasjon med markedsføring fra MAD I videreføres i MAR artikkel 17. Selv om innsideinformasjon etter verdipapirhandelloven § 5-2 skal offentliggjøres «uoppfordret og umiddelbart», antar utvalget at gjennomføringen av MAR ikke vil endre norsk rett på dette punktet. Utvalget legger til grunn at hovedregelen fremdeles vil være at innsideinformasjon som direkte angår utsteder skal offentliggjøres umiddelbart.

Anvendelsesområdet for MAR artikkel 17 er derimot utvidet sammenlignet med gjeldende norsk rett og MAD I artikkel 6, jf. artikkel 9 nr. 3, ved at MAR også regulerer utstedere som har godkjent opptak av sine finansielle instrumenter til handel på en MHF eller en OHF eller har søkt om notering av disse på en MHF. Videre utvides anvendelsesområdet både ved at definisjonen av

finansielle instrumenter er utvidet i MiFID II, som MAR henviser til, sammenlignet med gjeldende rett, og ved at artikkel 17 oppstiller en særlig informasjonsplikt for markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet.

Gjennom kommisjonsforordning er det gitt mer spesifikke regler for offentliggjøring av innsideinformasjon enn hva som fulgte av MAD I med tilhørende kommisjonsdirektiv og gjeldende rett.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven §§ 5-1 og 5-2 oppheves da disse erstattes av MAR artikkel 17. De utfyllende reglene i kommisjonsforordningene (EU) 2016/522 og (EU) 2016/1055, omtalt i henholdsvis kapittel 6.1.2.3 og 6.1.2.7, foreslås inntatt i verdipapirforskriften ved inkorporasjon.

6.2 Adgang til utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon

6.2.1 Gjeldende rett

Utgangspunktet etter gjeldende rett er som nevnt under kapittel 6.1.1 at innsideinformasjon som direkte angår utsteder skal offentliggjøres til allmennheten uoppfordret og umiddelbart, jf. verdipapirhandelloven § 5-2. Dersom denne plikten etterleves vil innsideinformasjon hos utsteder (og som direkte angår utsteder) kun bestå i korte perioder som følge av at informasjonen mister karakter av å være innsideinformasjon straks den offentliggjøres.

I noen tilfeller vil det likevel kunne foreligge legitime grunner til å utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon for å unngå å skade utsteders interesser. Utsteder er derfor gitt adgang til å utsette offentliggjøring i verdipapirhandelloven § 5-3 som gjennomfører MAD I artikkel 6 nr. 2 som supplert av første kommisjonsdirektiv artikkel 3. Bestemmelsen er et uttrykk for en avveining mellom allmennhetens behov for informasjon og utsteders interesse i å utsette offentliggjøringen av denne.

Utsteder kan etter verdipapirhandelloven § 5-3 på eget ansvar utsette offentliggjøring av innsideinformasjon som den i utgangspunktet er forpliktet til å offentliggjøre etter verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd. Forutsetningen er at (i) utsettelsen foretas for ikke å skade utsteders legitime interesser, (ii) allmennheten ikke villedes av utsettelsen, og (iii) opplysningene behandles konfidensielt. Vilkårene er kumulative og samtlige vilkår må være oppfylt til enhver tid i perioden offentliggjøringen av informasjonen utsettes i medhold av bestemmelsen.

¹⁰ Commission Implementing Regulation (EU) 2016/1055 of 29 June 2016 laying down implementing technical standards with regard to the technical means for appropriate public disclosure of inside information and for delaying the public disclosure of inside information in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council.

Hva som kan utgjøre legitime interesser er eksemplifisert i bestemmelsens annet ledd og er en gjengivelse av eksemplene som fremgår av første kommisjonsdirektiv artikkel 3 første ledd:

«Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:

1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring. I særdeleshet der utstедers finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utstедers langsiktige finansielle situasjon.
2. Beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utstедers organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne vilde allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.»

For at innsideinformasjonen skal kunne holdes tilbake må en offentliggjøring forventes å kunne skade utstедers legitime interesse. Eksempler på slike situasjoner er angitt i «CESR guidelines»¹¹ som blant annet viser til: (i) avtaleforhandlinger i konkurransesituasjoner der offentliggjøring av forhandlingene før avtalen er ferdigforhandlet vil medføre risiko for at avtalen ikke inngås eller at den inngås med en annen part, (ii) produktutvikling og oppfinnelser mm. der utsteder er avhengig av konfidensialitet for å sikre sine rettigheter, og (iii) der en utsteder bestemmer seg for å selge en større andel av en annen utsteder og transaksjonen vil feile dersom informasjonen offentliggjøres for tidlig. Hvorvidt det foreligger legitime interesser for utsettelse av offentliggjøring og om disse interessene vil bli skadelidende av en offentliggjøring, vil likevel alltid måtte vurderes konkret i det enkelte tilfellet.

¹¹ Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, juli 2007.

Det neste vilkåret for utsettelsen er at allmennheten ikke villedes av utsettelsen. Ordlyden oppstiller en høy terskel fordi tilbakeholdelse av innsideinformasjon som utgangspunkt alltid vil medføre en viss villedning av allmennheten. Børsklagenemnden har i en avgjørelse fra 2016 lagt til grunn at vilkåret først vil være til hinder for utsettelse av offentliggjøring dersom den foreliggende offentlige tilgjengelige informasjonen fremstår som «kvalifisert misvisende» for riktig prising av verdipapirene.¹²

Det siste vilkåret er at innsideinformasjonen som tilbakeholdes holdes konfidensiell. Formålet med bestemmelsen er å redusere risikoen for markedsmissbruk der noen i markedet har bedre tilgang på informasjon enn andre. Bestemmelsen har også en henvisning til den lovpålagte taushetsplikten som særlig aktualiseres ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon fordi innsideinformasjonen normalt vil fortsette å være innsideinformasjon over noe tid. Vilkaåret suppleres av bestemmelsens fjerde ledd som medfører en plikt for utsteder til uoppfordret og umiddelbart å offentliggjøre opplysningene dersom utsteder har grunn til å tro at opplysningene er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende.

Etter bestemmelsens tredje ledd pålegges utsteder straks å sende den relevante innsidelisten (som vil behandles under kapittel 6.3) til det aktuelle regulerte marked på anmodning.

Når en utsteder beslutter utsatt offentliggjøring etter verdipapirhandelloven § 5-3, følger det av verdipapirforskriften § 5-1 at det relevante regulerte markedet uoppfordret og umiddelbart skal gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen.

6.2.2 Forventet EØS-rett

6.2.2.1 Generell adgang til utsatt offentliggjøring

Som nevnt under kapittel 6.1.2 er offentliggjøring av innsideinformasjon essensielt for et velfungerende marked. I fortalen til MAR punkt 49 anerkjennes det likevel at slik offentliggjøring i spesielle sitasjoner kan skade utstедers legitime interesser. MAR åpner derfor for utsatt offentliggjøring dersom særskilte vilkår er oppfylt. Adgangen til utsatt offentliggjøring etter MAR reguleres av artikkel 17 nr. 3 til 7, samt av kommisjonsforordning vedtatt i medhold av artikkel 17 nr. 10 og 11.

¹² Børsklagenemndens avgjørelse nr. 1 2016 på s. 36.

Etter artikkel 17 nr. 4 kan en utsteder eller markedsdeltaker i utslippskvotemarkedet på eget ansvar utsette offentliggjøring av innsideinformasjon forutsatt at samtlige kumulative vilkår er oppfylt:

- «(a) immediate disclosure is likely to prejudice the legitimate interests of the issuer or emission allowance market participant;
- (b) delay of disclosure is not likely to mislead the public;
- (c) the issuer or emission allowance market participant is able to ensure the confidentiality of that information.»

Når det gjelder hva som kan utgjøre legitime interesser under bokstav (a) over, er dette utdypet i fortalens punkt 50:

«For the purposes of applying the requirements relating to public disclosure of inside information and delaying such public disclosure, as provided for in this Regulation, legitimate interests may, in particular, relate to the following non-exhaustive circumstances: (a) ongoing negotiations, or related elements, where the outcome or normal pattern of those negotiations would be likely to be affected by public disclosure. In particular, in the event that the financial viability of the issuer is in grave and imminent danger, although not within the scope of the applicable insolvency law, public disclosure of information may be delayed for a limited period where such a public disclosure would seriously jeopardise the interest of existing and potential shareholders by undermining the conclusion of specific negotiations designed to ensure the long-term financial recovery of the issuer; (b) decisions taken or contracts made by the management body of an issuer which need the approval of another body of the issuer in order to become effective, where the organisation of such an issuer requires the separation between those bodies, provided that public disclosure of the information before such approval, together with the simultaneous announcement that the approval remains pending, would jeopardise the correct assessment of the information by the public.»

Det følger av MAR artikkel 17 nr. 11 at ESMA skal utarbeide en ikke uttømmende indikativ liste over utsteders mulige legitime interesser og situasjoner der utsatt offentliggjøring er egnet til å villede allmennheten.

Dette er gjort i ESMA's retningslinjer om utsatt offentliggjøring av 20. oktober 2016¹³, der følgende eksempler på mulige legitime interesser listes opp i punkt 8:

- «a. the issuer is conducting negotiations, where the outcome of such negotiations would likely be jeopardised by immediate public disclosure. Examples of such negotiations may be those related to mergers, acquisitions, splits and spin-offs, purchases or disposals of major assets or branches of corporate activity, restructurings and reorganisations.
- b. the financial viability of the issuer is in grave and imminent danger, although not within the scope of the applicable insolvency law, and immediate public disclosure of the inside information would seriously prejudice the interests of existing and potential shareholders by jeopardising the conclusion of the negotiations designed to ensure the financial recovery of the issuer;
- c. the inside information relates to decisions taken or contracts entered into by the management body of an issuer which need, pursuant to national law or the issuer's bylaws, the approval of another body of the issuer, other than the shareholders' general assembly, in order to become effective, provided that:
 - i. immediate public disclosure of that information before such a definitive decision would jeopardise the correct assessment of the information by the public; and
 - ii. the issuer arranged for the definitive decision to be taken as soon as possible.
- d. the issuer has developed a product or an invention and the immediate public disclosure of that information is likely to jeopardise the intellectual property rights of the issuer;
- e. the issuer is planning to buy or sell a major holding in another entity and the disclosure of such an information would likely jeopardise the implementation of such plan;
- f. a transaction previously announced is subject to a public authority's approval, and such approval is conditional upon additional requirements, where the immediate disclosure of those requirements will likely affect the ability for the issuer to meet them

¹³ ESMA/2016/1478 EN: MAR Guidelines: Delay in the disclosure of inside information.

and therefore prevent the final success of the deal or transaction.»

Videre lister ESMA's retningslinjer punkt 9 opp følgende eksempler på situasjoner der utsatt offentliggjøring er egnet til å villeda allmennheten:

- «a. the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is materially different from the previous public announcement of the issuer on the matter to which the inside information refers to; or
- b. the inside information whose disclosure the issuer intends to delay regards the fact that the issuer's financial objectives are not likely to be met, where such objectives were previously publicly announced; or
- c. the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is in contrast with the market's expectations, where such expectations are based on signals that the issuer has previously sent to the market, such as interviews, roadshows or any other type of communication organized by the issuer or with its approval.»

Ved langvarige trinnvise prosesser som er ment å lede til en spesiell omstendighet eller hendelse, kan en utsteder eller markedsdeltaker i utslippskvotemarkedet på eget ansvar utsette offentliggjøring av innsideinformasjon knyttet til denne prosessen, forutsatt at vilkårene i punkt a), b) og c) i artikkel 17 nr. 4 første ledd er oppfylt.

6.2.2.2 *Melding om utsatt offentliggjøring til tilsynsmyndigheten*

Etter MAR artikkel 17 nr. 4 tredje ledd skal en utsteder eller markedsdeltaker i utslippskvotemarkedet som har utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon i henhold til bestemmelsen, informere tilsynsmyndigheten om at offentliggjøring av informasjonen ble utsatt samt gi en skriftlig redegjørelse for hvorfor vilkårene for slik utsettelse var oppfylt. Meldingen og redegjørelsen skal sendes tilsynsmyndigheten straks etter at innsideinformasjonen er offentliggjort. Alternativt kan en EØS-stat velge å fastsette at redegjørelsen for hvordan vilkårene var oppfylt først skal oversendes tilsynsmyndigheten på forespørsel.

6.2.2.3 *Tilsynsmyndighet for melding om utsatt offentliggjøring*

I medhold av MAR artikkel 17 nr. 3 er det gjennom kommisjonsforordning EU 2016/522¹⁴ fastsatt nærmere regler for hvilken myndighet som skal anses som tilsynsmyndighet for slike meldinger. Etter kommisjonsforordningens artikkel 6 innføres det en form for hjemstat-/vertstatsregulering. Tilsynsmyndigheten skal være tilsynsmyndigheten i EØS-staten der utsteder er registrert i følgende situasjoner:

- «(a) if and as long as the issuer has equity securities which are admitted to trading or traded with its consent, or for which the issuer has requested admission to trading, on a trading venue in the Member State where the issuer is registered;
- (b) if and as long as the issuer does not have equity securities which are admitted to trading or traded with its consent, or for which the issuer has requested admission to trading, on a trading venue in any Member State, provided that the issuer has any other financial instruments which are admitted to trading or traded with its consent, or for which the issuer has requested admission to trading, on a trading venue in the Member State where the issuer is registered.»

Videre er det inntatt en tilleggsregulering for andre tilfeller enn de som er nevnt over, for eksempel dersom utsteder ikke er hjemmehørende i en EØS-stat:

«In all other cases, including in the case of issuers incorporated in a third country, the competent authority to which an issuer of financial instruments must notify the delay in disclosing inside information shall be the competent authority of the Member State where:

- (a) the issuer has equity securities which are admitted to trading or traded with its consent, or for which the issuer has requested admission to trading, on a trading venue for the first time;

¹⁴ Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards an exemption for certain third countries public bodies and central banks, the indicators of market manipulation, the disclosure thresholds, the competent authority for notifications of delays, the permission for trading during closed periods and types of notifiable managers' transactions.

- (b) the issuer has any other financial instruments which are admitted to trading or traded with its consent, or for which the issuer has requested admission to trading, on a trading venue for the first time, if and as long as the issuer does not have equity securities admitted to trading or traded with its consent, or for which it has requested admission to trading, on a trading venue in any Member State.»

Dersom en utsteder har finansielle instrumenter som er opptatt til handel eller handlet med utstедers tillatelse, eller som utsteder har søkt om opptak til handel av, for første gang samtidig på flere handelsplasser i mer enn en EØS-stat, skal utsteder gi melding til tilsynsmyndigheten for den handelsplassen som er mest relevant beregnet på bakgrunn av likviditet i henhold til en kommisjonsforordning fastsatt i medhold av MiFIR II artikkel 26 (9) bokstav (b).¹⁵

6.2.2.4 Offentliggjøringsplikt ved lekkasje eller rykter

Et av vilkårene for utsatt offentliggjøring, både generelt etter MAR artikkel 17 nr. 4, og etter den særskilte regelen i nr. 5 behandlet under kapittel 6.2.2.5, er at utsteder sikrer at informasjonen holdes konfidensiell. Av artikkel 17 nr. 7 følger det at dersom offentliggjøring av innsideinformasjon har blitt utsatt i samsvar med artikkel 17 nr. 4 eller nr. 5, og konfidensialiteten til innsideinformasjonen ikke lenger er sikret, skal utstederen eller markedsdeltakeren i utslippskvotemarkedet offentliggjøre denne innsideinformasjonen så snart som mulig. Bestemmelsen omfatter også situasjoner hvor et rykte eksplisitt relaterer seg til innsideinformasjon som er gjenstand for utsatt offentliggjøring i henhold til artikkel 17 nr. 4 eller nr. 5, dersom ryktet er tilstrekkelig presist til å indikere at konfidensialiteten til informasjonen ikke lenger er sikret.

6.2.2.5 Særskilt adgang til utsatt offentliggjøring for kredittinstitusjoner og finansinstitusjoner i ekstraordinære tilfeller

For å beskytte allmennhetens interesse og bevare finansiell stabilitet, kan det i ekstraordinære tilfeller være hensiktsmessig å utvide adgangen til

utsatt offentliggjøring av informasjon for kreditt- og finansinstitusjoner. For eksempel for å hindre at en likviditetskrise i finansinstitusjoner utvikler seg og ender som solvenskrise som følge av et plutselig uttak av midler.¹⁶ Det er derfor inntatt en bestemmelse i MAR artikkel 17 nr. 5 hvorefter en utsteder som er en kredittinstitusjon eller en finansinstitusjon på eget ansvar kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon, herunder offentliggjøring av opplysninger som relaterer seg til et midlertidig likviditetsproblem og, særlig, et behov for å motta midlertidig likviditetsassistanse fra en sentralbank eller långiver i siste instans, for å bevare stabilitet i det finansielle systemet. Slik utsettelse av offentliggjøring forutsetter at samtlige kumulative vilkår er oppfylt:

- offentliggjøringen av innsideinformasjon innebærer en risiko for å undergrave utstедers stabilitet, og det finansielle systemets finansielle stabilitet,
- det er i allmennhetens interesse å utsette offentliggjøringen,
- konfidensialiteten til denne informasjonen kan sikres, og
- tilsynsmyndigheten som angitt i artikkel 17 nr. 3 (og behandlet over), har samtykket til utsettelsen på bakgrunn av at betingelsene i bokstav a), b) og c) er oppfylt.

Når det gjelder oppfyllelse av punktene under a) til d) over, skal utsteder melde fra til tilsynsmyndigheten om dens intensjon om å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon og gi bevis for at vilkårene i punkt a), b) og c) over er oppfylt, jf. artikkel 16 nr. 6. Tilsynsmyndigheten skal konsultere den relevante nasjonale sentralbanken eller makrotilsynet (macro-prudential authority) dersom slikt er opprettet, eller, alternativt, følgende myndighet:

- der utsteder er en kredittinstitusjon eller et verdipapirforetak, tilsynsmyndigheten angitt i henhold til artikkel 133 (1) i kapitalkravsdirektivet (CRD IV)¹⁷, eller
- i andre tilfeller enn under a), enhver annen nasjonal myndighet som er ansvarlig for tilsyn med utsteder.

Den relevante tilsynsmyndigheten skal sørge for at offentliggjøring av innsideinformasjon kun utsettes i en periode som er nødvendig av allmennhetens interesse. Tilsynsmyndigheten skal

¹⁵ Forslag til denne er utarbeidet med referanse «C(2016) 4733».

¹⁶ Se fortalen til MAR avsnitt 52.

¹⁷ Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/36/EU av 26. juni 2013.

minst en gang i uken vurdere om betingelsene i artikkel 17 nr. 5 bokstav (a), (b) og (c) fortsatt er oppfylt.

Hvis tilsynsmyndigheten ikke godkjenner utsettelse av offentliggjøring av innsideinformasjonen skal utsteder straks offentliggjøre denne.

Spesialreglene gjelder i tillegg til muligheten til å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon i henhold til artikkel 17 nr. 4 og kommer kun til anvendelse dersom utsteder velger å benytte adgangen om utsettelse av offentliggjøring etter artikkel 17 nr. 5 og nr. 6 i stedet for den ordinære adgangen til å utsette offentliggjøring etter bestemmelsens nr. 4.

Henvisningene til tilsynsmyndighet som angitt i artikkel 17 nr. 3 skal ikke begrense tilsynsmyndighetens mulighet for å utøve sine funksjoner i henhold til artikkel 23 nr. 1.

6.2.2.6 *Utfyllende regler i kommisjonsforordning og retningslinjer*

Som nevnt under kapittel 6.1.2.7 er det vedtatt utfyllende regler knyttet til måten innsideinformasjon skal offentliggjøres på og utsatt offentliggjøring. Kommisjonsforordning (EU) 2016/1055¹⁸ regulerer blant annet hvordan og hvilken informasjon som skal meldes til relevant myndighet ved utsettelse av, eller intensjon om utsettelse av offentliggjøring av, innsideinformasjon i henhold artikkel 17 nr. 4 og nr. 5, jf. henholdsvis artikkel 4 og 5.

6.2.3 **Utvalgets vurderinger**

I likhet med gjeldende norsk rett og MAD I gir MAR adgang til å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon for ikke å skade utsteders (eller markedsdeltakeren på utslippskvotemarkedets) legitime interesse, forutsatt at allmennheten ikke villedes og informasjonen holdes konfidensiell. De nærmere detaljene i vurderingen er likevel i større utstrekning spesifisert i MAR og tilhørende kommisjonsforordning.

Anvendelsesområdet for MAR artikkel 17 reflekterer det utvidede anvendelsesområdet for plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon som nærmere omtalt i kapittel 6.1. Plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon utvides dermed sammenlignet med gjeldende norsk rett. Adgangen til å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon videreføres, i tillegg til at det er inntatt særregler om utsatt offentliggjøring for finans- og kredittinstitusjoner som ikke har et motstykke i gjeldende norsk rett.

En vesentlig endring i MAR sammenlignet med gjeldende norsk rett og MAD I er plikten til å melde beslutningen om utsatt offentliggjøring til tilsynsmyndigheten samtidig med at innsideinformasjonen offentliggjøres. Det er opp til nasjonal rett å avgjøre om denne meldingen skal inneholde en begrunnelse for beslutningen om utsatt offentliggjøring, eller om slik begrunnelse først skal oversendes på forespørsel fra tilsynsmyndigheten. For at utsteder eller markedsdeltaker i utslippskvotemarkedet skal kunne utsette offentliggjøring, må vilkårene for dette være oppfylt. Utsteder må således foreta en vurdering av disse vilkårene uavhengig av om begrunnelsen skal oversendes tilsynsmyndigheten samtidig med offentliggjøring eller først på forespørsel.

En plikt til å oversende begrunnelsen for utsettelsen samtidig med offentliggjøring av innsideinformasjonen kan bidra til å sikre at det gjøres samvittighetsfulle vurderinger av vilkårene. På den andre siden vil situasjoner der en beslutning om utsettelse av offentliggjøring er aktuell ofte kunne være situasjoner der det allerede er et stort press på selskapets administrasjon, særlig der innsideinformasjonen relaterer seg til uventede forhold som utsteder må håndtere raskt. Å kreve at begrunnelsen for utsatt offentliggjøring formuleres skriftlig vil i slike situasjoner kunne fremstå som unødig byrdefullt. Videre antas kombinasjonen av plikt til å sende melding om beslutningen om utsettelse av offentliggjøringen og meldingen der innsideinformasjonen offentliggjøres, å være tilstrekkelig til å gi tilsynsmyndigheten en oppfordring til å vurdere om begrunnelsen skal etterspørres. Basert på dette vurderer utvalget det dit hen at det ikke bør innføres en plikt til å oversende begrunnelsen for utsatt offentliggjøring til tilsynsmyndigheten samtidig med at beslutningen om utsatt offentliggjøring meldes til tilsynsmyndigheten. Utvalget presiserer likevel at det vil være en forventning om at denne begrunnelsen vil kunne oversendes raskt på forespørsel i lys av at vurderingen av vilkårene om utsatt offentliggjøring skal være gjort og at det således kun skal være behov for nedtegning av denne skriftlig. For å ta høyde for at det senere kan være ønskelig å stille krav til at begrunnelsen for utsatt offentliggjøring skal oversendes samtidig med meldingen

¹⁸ Commission Implementing Regulation (EU) 2016/1055 of 29 June 2016 laying down implementing technical standards with regard to the technical means for appropriate public disclosure of inside information and for delaying the public disclosure of inside information in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council.

om beslutning om utsatt offentliggjøring til tilsynsmyndigheten, foreslår utvalget at det vedtas en forskriftshjemmel som gir departementet mulighet til å fastsette en slik plikt i tråd med normalordningen som følger av MAR.

Kommisjonsforordningen omtalt i 6.2.2.6 gir nærmere anvisning på vurderingene som skal foretas i forbindelse med utsatt offentliggjøring enn det som tidligere fulgte av første kommisjonsdirektiv.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 5-3 oppheves ettersom bestemmelsen erstattes av MAR artikkel 17. Videre foreslås det at verdipapirforskriften § 5-1 oppheves og at de utfyllende reglene i kommisjonsforordning (EU) 2016/1055, omtalt i kapittel 6.2.2.6, inntas i verdipapirforskriften ved inkorporasjon.

Utvalget foreslår videre at det i henhold til MAR artikkel 17 nr. 4 tredje ledd inntas en forskriftshjemmel i verdipapirhandelloven hvorefter departementet kan fastsette nærmere regler for innsendelse av begrunnelse for utsettelse av offentliggjøring av innsideinformasjon, og at det inntas en bestemmelse i verdipapirforskriften om at begrunnelsen for utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon først skal oversendes tilsynsmyndigheten på forespørsel. Endelig foreslår utvalget at verdipapirforskriften § 5-1 om plikt til å underrette vedkommende regulert marked om beslutning om utsatt offentliggjøring oppheves.

6.3 Innsidelister

6.3.1 Gjeldende rett

Som nevnt i kapittel 3 medfører innsideinformasjon en rekke plikter og restriksjoner for utsteder av finansielle instrumenter som er, eller søkes, notert på norsk regulert marked. En av disse pliktene er at utsteder skal føre lister over alle personer som gis tilgang til innsideinformasjon. Plikten til å føre slike lister følger av verdipapirhandelloven § 3-5 første ledd og gjennomfører MAD I artikkel 6 nr. 5 og tredje kommisjonsdirektiv artikkel 5.

Plikten til å føre lister er begrenset til utsteder av finansielle instrumenter som er, eller søkes, notert på norsk regulert marked. Da det kun er utsteder som har plikt til å føre innsidelister etter denne bestemmelsen, vil det ikke nødvendigvis føres lister over alle som mottar innsideinformasjon. Dette kan for eksempel være tilfelle dersom en investor vurderer å kjøpe en større post i et børsnotert selskap. Selv om opplysninger om planene vil kunne utgjøre innsideinformasjon, vil

ikke den relevante investoren være pliktig til å føre lister over de som gis tilgang til disse opplysningene. Investoren vil derimot like fullt være omfattet av den generelle taushetsplikten for innsideinformasjon etter verdipapirhandelloven § 3-4. Selv om det er utsteder som har ansvaret for å føre listen, er det ikke nødvendigvis et krav om at det er utsteder som faktisk fører listene. Et praktisk eksempel er at utsteder ber sine profesjonelle rådgivere om å føre egne lister over de personene som gis tilgang til innsideinformasjon i forbindelse med utførelsen av oppdraget. Dersom en rådgiver ikke fører lister som avtalt, eller utsteder ikke gis tilgang til disse listene, vil det likevel være utsteder som er ansvarlig for eventuelle brudd på listeføringsplikten.

Enhver person som gis tilgang til innsideinformasjon skal føres på listen. Dersom personen som gis tilgang er en juridisk person, følger det av verdipapirhandelloven § 3-5 første ledd andre setning at listen i så fall skal omfatte dennes ansatte, tillitsvalgte, medhjelpere mv. som gis tilgang til informasjonen.

Det er ikke et vilkår at vedkommende som gis tilgang faktisk har gjort seg kjent med opplysningene, det er tilstrekkelig at vedkommende faktisk er gitt tilgang til informasjonen.

De nærmere kravene til hva slags informasjon listen skal inneholde om de som gis tilgang til innsideinformasjon følger av bestemmelsenes annet ledd. Kravene til informasjon som skal registreres er mer omfattende enn kravene som følger av MAD I og tredje kommisjonsdirektiv, blant annet ved at det oppstilles krav om å oppgi klokkeslett for når vedkommende fikk tilgang til innsideinformasjon, samt vedkommende sin funksjon. Det fastsettes også at listen skal oppbevares på betryggende vis i minst fem år etter utarbeidelse eller oppdatering og oversendes til Finanstilsynet på forespørsel.

Verdipapirhandelloven § 3-5 tredje ledd pålegger utsteder å sørge for at personene som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer, samt straffeansvaret som er forbundet med misbruk eller uberettiget distribusjon av slike opplysninger. Utsteder skal videre kunne dokumentere ovenfor Finanstilsynet at denne plikten er overholdt. Bestemmelsen er ment å ha en oppdragende effekt og forhindre misbruk eller lekkasje av innsideinformasjon. Hvilken aktivitet utsteder må gjennomføre for å oppfylle plikten vil være avhengig av de konkrete omstendigheter. For eksempel må aktivitetsplikten antas å være lavere ovenfor en advokat eller tilrettelegger som er vant til å håndtere innsidein-

formasjon enn ovenfor en kontraktsmotpart som i begrenset grad forventes å være kjent med regelverket. Hvilke former for dokumentasjon som vil måtte produseres for å vise at utsteder har overholdt sin plikt, vil på samme måte måtte vurderes konkret basert på den relevante personens forutsetninger. Utsteder må forsikre seg om at det i ettertid ikke kan stilles spørsmål om hvorvidt den aktuelle personen var kjent med at opplysningene utgjorde innsideinformasjon og hvilke plikter og ansvar dette medførte.

6.3.2 Forventet EØS-rett

Det fremheves i fortalet til MAR i punkt 56 at innsidelister er et viktig verktøy for myndighetene når de skal etterforske mulig markedsmissbruk, men at nasjonale forskjeller knyttet til innholdet i listene medfører unødvendige administrative byrder for utstedere. MAR gir derfor uniforme krav til innhold i innsidelister. På bakgrunn av kostnadene som kontinuerlig oppdatering av innsidelister medfører, følger det at utstedere med finansielle instrumenter opptatt til handel på et SMB-marked bør unntas fra kravene om listeføring, men at det bør kreves at slike utstedere kan oversende innsidelister til tilsynsmyndigheten på forespørsel. Videre fremheves det i fortalets punkt 57 at innsidelister er viktige tiltak for å beskytte markedets integritet og at slike lister hjelper utsteder, eller de relevante personer, å ha kontroll over informasjonsflyten og derved bidrar til å overholde deres konfidensialitetsforpliktelser.

6.3.2.1 Plikt til å føre innsidelister

Plikten til å føre innsidelister følger av MAR artikkel 18. Etter bestemmelsen nr. 1 skal utsteder, eller personer som opptrer på deres vegne eller for deres regning:

- utarbeide en liste over alle personer som har tilgang til innsideinformasjon og som jobber for utsteder i henhold til en arbeidsavtale eller på annen måte utfører oppgaver hvoretter de har tilgang til innsideinformasjon, for eksempel rådgivere, regnskapsførere eller kredittvurderingsbyråer,
- umiddelbart oppdatere innsidelisten i samsvar med artikkel 18 nr. 4, og
- på anmodning, oversende innsidelisten til tilsynsmyndigheten så snart som mulig.

Videre fastslår bestemmelsens nr. 2 at utsteder, eller enhver som handler på deres vegne eller for deres regning, skal treffe alle rimelige tiltak for å sikre at enhver person på innsidelisten skriftlig bekrefter å være kjent med de legale og regulatoriske pliktene som tilgang til innsideinformasjon medfører, og at de er klar over sanksjonene som gjelder for innsidehandel og ulovlig spredning av innsideinformasjon.

Når en annen person som handler på vegne av eller for utstederens regning, påtar seg oppgaven med å opprette og oppdatere innsidelisten, forblir utstederen fullt ut ansvarlig for å overholde pliktene etter artikkel 18. Utstederen skal videre alltid beholde en rett til å få tilgang til innsidelisten.

Utvalget gjør for ordens skyld oppmerksom på at innsidelister etter MAR artikkel 18 er en annen type liste enn de listene som skal føres i forbindelse med markedssonderinger som beskrevet under kapittel 3.4.

6.3.2.2 Innsidelisters innhold og oppbevaring

Artikkel 18 nr. 3 angir kravene til minimumsinnholdet i en innside liste. Innsidelisten skal i det minste inneholde:

- identiteten til enhver person som har tilgang til innsideinformasjon,
- grunnen til at vedkommende er oppført på innsidelisten,
- dato og klokkeslett for når personen fikk tilgang til innsideinformasjon, og
- datoen da innsidelisten ble opprettet.

Utsteder, eller den som opptrer på vegne av eller for utsteders regning, skal i følgende tilfeller oppdatere innsidelisten straks med dato for oppdateringen:

- der årsaken til at en person som allerede er oppført på innsidelisten endres,
- der en ny person får tilgang til innsideinformasjon og derfor må føres på listen, og
- der en person ikke lenger har tilgang til innsideinformasjon.

Hver oppdatering skal spesifisere dato og klokkeslett for når endringen som medførte oppdateringen inntrådte.

Utsteder, eller enhver som opptrer på deres vegne eller for deres regning, skal oppbevare innsidelisten for en periode på minst fem år etter at den er opprettet eller oppdatert, jf. bestemmelsens nr. 5.

6.3.2.3 Særregulering for selskaper notert på et SMB-marked

Som nevnt innledningsvis anses kontinuerlig oppdatering av innsidelister særlig byrdefullt for selskaper med finansielle instrumenter opptatt til handel på et SMB-marked. Det er derfor inntatt særlige regler for disse utstederne i bestemmelsens nr. 6 der det fremgår at slike utstedere er unntatt fra plikten til å føre innsideliste, forutsatt at følgende vilkår oppfylles:

- a. utstederen treffer alle rimelige tiltak for å sikre at enhver person med tilgang til innsideinformasjon erkjenner de legale og regulatoriske pliktene som tilgang til innsideinformasjon medfører og at de er klar over sanksjonene som gjelder for insidehandel og ulovlig spredning av innsideinformasjon, og
- b. utstederen er i stand til å gi tilsynsmyndigheten en innsideliste på forespørsel.

6.3.2.4 Anvendelsesområde

Etter MAR artikkel 18 nr. 7 skal artikkel 18 gjelde for utstedere som har søkt om eller fått godkjent opptak til notering av deres finansielle instrumenter på et regulert marked i en EØS-stat eller, hvis det gjelder instrumenter som kun handles på en MHF eller OHF, har godkjent handel av deres finansielle instrumenter på MHF eller OHF eller har søkt om opptak til notering av deres finansielle instrumenter på en MHF i en EØS-stat.

Videre følger det av artikkel 18 nr. 8 at bestemmelsene i nr. 1 til nr. 5 også skal gjelde for:

- a. markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet relatert til innsideinformasjon om utslippskvoter som oppstår i forhold til den fysiske virksomheten til markedsdeltakeren i utslippskvotemarkedet,
- b. en auksjonsplattform, auksjonarius og auksjonsovervåker relatert til auksjoner av utslippskvoter eller andre auksjonerte produkter basert på slike som holdes i henhold til Auksjoneringsforordningen.

6.3.2.5 Utfyllende regler i kommisjonsforordning

For å sikre uniform anvendelse av artikkel 18 er det i medhold av artikkel 18 nr. 9 vedtatt kommisjonsforordning (EU) 2016/347¹⁹ med supplerende regler for det nærmere formatet på innsidelister og oppdatering av slike.

Kommisjonsforordningen gir utfyllende regulering av føring av innsidelister i artikkel 2 og 3. Videre følger det tre sett med maler for innsidelis-

ter. De to første malene er inntatt i vedlegg I og gjelder for alle som er omfattet av artikkel 18, med mindre utsteder kun har finansielle instrumenter notert på et SMB-marked. Vedlegg I inneholder en mal for generelle ad-hoc innsidelister og en valgfri mal som utsteder kan benytte dersom den ønsker å oppføre permanente innsidere som antas å alltid ha tilgang til den innsideinformasjonen som foreligger i selskapet. I vedlegg II er det inntatt en mal for selskaper som omfattes av unntaket for utstedere med finansielle instrumenter opptatt til handel på SMB-markeder.

I tillegg til kravene som følger av artikkel 18 nr. 3, følger det av malene inntatt som vedlegg til kommisjonsforordningen at identiteten til personen som føres på listen skal angis ved fornavn, etternavn, eventuelt tidligere etternavn (hvis endret) samt nasjonalt personnummer (hvis vedkommende har dette). Videre skal jobb- og privattelefonnummer føres opp, samt fullstendig privatadresse. Endelig skal funksjonen til vedkommende og begrunnelsen for at vedkommende mottok tilgang til innsideinformasjon innføres.

6.3.3 Utvalgets vurderinger

På samme måte som MAD I gir MAR en plikt til å føre innsidelister over visse personer som har tilgang til innsideinformasjon. Sammenlignet med gjeldende norsk rett er personkretsen som skal føres på innsidelisten etter artikkel 18 begrenset til de som har tilgang til innsideinformasjon og som jobber for utsteder i henhold til en arbeidsavtale eller på annen måte utfører oppgaver hvoretter de har tilgang til innsideinformasjon. Utvalget legger til grunn at personer som er engasjert av utsteder også må omfatte underleverandører til personer som er engasjert av utsteder. Gjennomføringen av MAR vil således medføre noe innsnevring av personkretsen som skal føres på innsidelisten. Imidlertid vil listeføringsplikten også suppleres av reglene om listeføring i forbindelse med markedssonderinger som behandlet i kapittel 3.4 over.

Som etter gjeldende rett vil plikten til å føre innsidelister påhvile utsteder, uavhengig av om listeføringen er delegert til andre. Dersom utsteder delegerer listeføringen, følger det en eksplisitt

¹⁹ Commission Implementing Regulation (EU) 2016/347 of 10 March 2016 laying down implementing technical standards with regard to the precise format of insider lists and for updating insider lists in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council.

plikt for utsteder til å sørge for å ha en rett til tilgang til innsidelisten etter artikkel 18 nr. 2.

Plikten til å føre innsidelister utvides ved MAR sammenlignet med MAD I og gjeldende rett, ved at plikten også som utgangspunkt gjelder for utstedere med finansielle instrumenter søkt opptatt til handel på en MHF eller er opptatt til handel på MHF og OHF, samt for markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet og auksjonsplattformer, auksjonarius og auksjonsovervåkere for utslippskvoter. For MHF-er som er SMB-markeder vil det gjelde forenklede krav til listeføring.

MAR skiller seg videre fra gjeldende rett og MAD I (som supplert av tredje kommisjonsdirektiv) blant annet ved at personer som føres på innsidelisten skriftlig må bekrefte å være kjent med pliktene som følger med å få tilgang til innsideinformasjon, herunder sanksjoner knyttet til disse.

Videre endres kravet til oppdatering av innsidelisten fra jevnlig («regularly») til straks («promptly»).

Det er også gjort endringer i innholdskravene til innsidelisten. Innholdskravene er mer omfattende sammenlignet med MAD I og gjeldende rett. Utvidelser i innholdskrav sammenlignet med gjeldende norsk rett er blant annet at eventuelle tidligere etternavn, adresse og personnummer skal føres for dem som gis tilgang til innsideinformasjon, samt at det gjennom kommisjonsforordningen er utarbeidet tre forskjellige maler for innsidelister med forskjellige krav til innhold.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 3-5 oppheves fordi denne erstattes av MAR artikkel 18. Videre foreslår utvalget at de utfyllende reglene i kommisjonsforordning (EU) 2016/347, omtalt i kapittel 6.3.2.5, inntas i verdipapirforskriften ved inkorporasjon.

Kapittel 7

Særregler for primærinnsidere

7.1 Primærinnsideres meldeplikt

7.1.1 Gjeldende rett

Reglene om meldeplikt for personer med en nærmere bestemt tilknytning til et foretak med noterte aksjer (såkalte primærinnsidere) sin handel i disse aksjene følger av MAD I artikkel 4 og er utdypet i tredje kommisjonsdirektiv artikkel 6. Meldeplikten for primærinnsidere er gjennomført i norsk rett ved verdipapirhandelloven § 4-2, mens kravet til innholdet i meldingen følger av § 4-4.

Personene som utgjør primærinnsidere etter verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd er de samme personene som har undersøkelsesplikt før handel i noterte finansielle instrumenter utstedt av foretaket vedkommende er tilknyttet etter verdipapirhandelloven § 3-6 første ledd. Primærinnsidere omfatter således (i) styremedlem, ledende ansatt, medlem av kontrollkomité eller revisor tilknyttet utstederforetaket, (ii) varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket, og (iii) ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern som normalt kan antas å få tilgang til innsideinformasjon.

Etter verdipapirhandelloven § 4-2 første ledd skal primærinnsiderne straks gi melding om kjøp, salg, bytte eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern. I tillegg til handler i aksjer følger det av bestemmelsens andre og fjerde ledd at meldeplikten også gjelder for egenkapitalbevis, konvertible lån¹, inngåelse, bytte, kjøp eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer i foretaket vedkommende er primærinnsidere. Meldeplikten kommer til anvendelse uavhengig av om det finansielle instrumentet gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør. Meldeplikten gjelder tilsvarende for utstедers handel med egne aksjer, samt for handel i aksjer som er notert på et regulert marked foretatt av et foretak som på

grunn av sitt eierskap er representert i det noterte foretakets styre.

Meldingen skal sendes «straks», men senest innen åpningen av regulert marked dagen etter at kjøp, salg, bytte eller tegning har funnet sted. I utgangspunktet fremstår regelen selvmotsigende, men i praksis har den blitt praktisert slik at fristen innen åpning av det regulerte markedet dagen etter har vært avgjørende. Meldingen skal også sendes til Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker. For aksjer notert på Oslo Børs og Oslo Axess har Finanstilsynet utpekt Oslo Børs som mottaker av primærinnsidermeldinger.

Til slutt følger det av bestemmelsens tredje ledd at primærinnsidere også må melde handler foretatt av enkelte nærstående. De relevante nærstående for meldeplikten er (i) ektefelle eller en person vedkommende bor sammen med i et ekteskapslignende forhold, (ii) mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt under (i) som vedkommende bor sammen med, (iii) slektninger som vedkommende på tidspunktet for den meldepliktige handel har delt husholdning med i minst ett år og (iv) selskap som vedkommende selv, eller noen under (i) eller (ii) har bestemmende innflytelse over.² Selv om det er en nærstående av primærinnsideren som utfører handelen er det primærinnsideren selv som er pliktsubjektet og således er ansvarlig for at det sendes melding om handelen.

Kravene til innholdet i primærinnsidermeldingen følger av verdipapirhandelloven § 4-4. Meldingen kan etter bestemmelsens fjerde ledd sendes på norsk eller engelsk. En liste med innholdskrav til meldingen følger av bestemmelsens første ledd som gjennomfører tredje kommisjonsdirektiv artikkel 6 nr. 3. Utover informasjonskravene som følger av tredje kommisjonsdirektiv skal meldingen etter § 4-4 første ledd nr. 8 også opplyse om

¹ Som beskrevet i aksjeloven/allmennaksjeloven § 11-1.

² Angitt som slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd.

primærinnsiderens beholdning etter at transaksjonen er gjennomført.

Finanstilsynet, eller den Finanstilsynet har utpekt, skal etter bestemmelsens tredje ledd offentliggjøre meldingen etter reglene i verdipapirhandelloven § 5-12 (som omtalt under kapittel 6.1 over). Finanstilsynet har utpekt Oslo Børs som mottaker av slike meldinger for aksjer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess.

Hvorvidt en primærinnsider i en utsteder med aksjer opptatt til handel på regulert marked i Norge omfattes av verdipapirhandellovens meldeplikt – eller en annen EØS-stats regler om meldeplikt – avhenger av om Norge er hjemstat eller vertsstat for utsteder. Meldeplikten etter verdipapirhandelloven vil kun komme til anvendelse dersom den relevante utsteder har Norge som hjemstat. Verdipapirhandellovens meldepliktregler vil således komme til anvendelse på relevante handler foretatt av primærinnsider i (i) norske selskaper med aksjer notert på et regulert marked innenfor EØS, og (ii) selskap fra land utenfor EØS dersom norske myndigheter er prospektmyndigheten for selskapet.

7.1.2 Forventet EØS-rett

7.1.2.1 Innledning

I fortalen til MAR punkt 58 fremheves det at større åpenhet om transaksjoner gjennomført av såkalte primærinnsidere³ på utstedernivå og eventuelt nærstående personer til disse, utgjør preventive tiltak mot markedsmissbruk, særlig innsid handel. Offentliggjøring av slike transaksjoner på individnivå fremheves videre som en særlig verdifull kilde til informasjon for investorene. I fortalens punkt 59 trekkes det frem at slike meldinger i tillegg til å være en viktig informasjonskilde for markedsaktører også utgjør et tilleggsverktøy for tilsynsmyndighetene i deres overvåkning av markedet.

7.1.2.2 Definisjonen av primærinnsidere og nærstående

Primærinnsidere («persons discharging managerial responsibilities») er definert i MAR artikkel 3

nr. 1 punkt 25 som en person i en utsteder, en markedsdeltaker i utslippskvotemarkedet eller annet foretak referert til i artikkel 19 nr. 10 som er:

- «(a) a member of the administrative, management or supervisory body of that entity; or
- (b) a senior executive who is not a member of the bodies referred to in point (a), who has regular access to inside information relating directly or indirectly to that entity and power to take managerial decisions affecting the future developments and business prospects of that entity;»

Nærstående er definert i MAR artikkel 3 nr. 1 punkt 26 som

- «(a) a spouse, or a partner considered to be equivalent to a spouse in accordance with national law;
- (b) a dependent child, in accordance with national law;
- (c) a relative who has shared the same household for at least one year on the date of the transaction concerned; or
- (d) a legal person, trust or partnership, the managerial responsibilities of which are discharged by a person discharging managerial responsibilities or by a person referred to in point (a), (b) or (c), or which is directly or indirectly controlled by such a person, or⁴ which is set up for the benefit of such a person, or the economic interests of which are substantially equivalent to those of such a person;»

7.1.2.3 Meldeplikten

Meldeplikten for primærinnsidere følger av MAR artikkel 19 nr. 1.

Primærinnsidere, samt deres nærstående, skal sende melding til utstederen eller markedsdeltakeren i utslippskvotemarkedet og tilsynsmyndigheten som angitt i bestemmelsens nr. 2:

- a. med hensyn til utstedere, av enhver transaksjon utført for egen regning vedrørende aksjene eller gjeldsinstrumentene til denne utstederen eller til derivater eller andre finansielle instrumenter knyttet til disse, eller
- b. med hensyn til markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet, for hver transaksjon som utføres

³ «Primærinnsidere» er ikke et begrep som benyttes i MAR, men benyttes i gjeldende rett om personene som omfattes av verdipapirhandelloven § 3-6 første ledd. MAR benytter begrepet «persons discharging managerial responsibilities». Utvalget bruker likevel begrepet primærinnsidere gjennomgående i teksten da dette er et innarbeidet begrep i norsk rett.

⁴ «or» ble lagt til ved Corrigendum to Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC.

for egen regning hva gjelder utslippskvoter, til auksjonerte produkter basert på disse eller til derivater knyttet til disse.

Slike meldinger skal sendes straks og ikke senere enn tre virkedager etter transaksjonsdatoen.

Meldeplikten inntreffer når det totale transaksjonsvolumet har nådd terskelen som følger av enten bestemmelsens nr. 8 eller nr. 9 innenfor et kalenderår som beskrevet under kapittel 7.1.2.4.

7.1.2.4 Beløpsterskler for meldeplikt

Bestemmelsens nr. 8 fastsetter en beløpsterskel før meldeplikten etter bestemmelsens nr. 1 inntreffer. Meldeplikten etter bestemmelsen skal gjelde for enhver etterfølgende transaksjon når et samlet beløp tilsvarende EUR 5 000 er oppnådd innenfor et kalenderår. Terskelen på EUR 5 000 skal beregnes ved å legge sammen, uten å nette, alle transaksjoner som omfattes av artikkel 19 nr. 1.

Etter bestemmelsens neste punkt kan tilsynsmyndigheten beslutte å øke beløpsterskelen nevnt over til EUR 20 000 og skal i så fall underrette ESMA om sin beslutning og begrunnelsen for beslutningen om å øke terskelen, med eksplisitt henvisning til markedsforhold, før den nye terskelen kommer til anvendelse. ESMA skal offentliggjøre en liste over beløpsterskler, samt begrunnelsene gitt av tilsynsmyndigheter for slike terskler, på sin nettside i henhold til artikkel 19.

Hvordan beløpstersklene skal beregnes dersom handelen er gjort i en annen valuta enn EUR er adressert i ESMA Q&A. Her fremgår det at vekslingskursen som skal benyttes er den offisielle daglige spot-kursen per utløpet av virkedagen handelen ble gjennomført. Hvis mulig skal vekslingskursen som offentliggjøres av Den europeiske sentralbanken benyttes. ESMA gir i dokumentet videre en veiledning til hvordan beløpstersklene skal beregnes der transaksjonen ikke er et ordinært kjøp, f.eks. arv eller gave.

Av samme dokument fremgår det at beløpene primærinnsideren og hver av primærinnsiderens nærstående har handlet for ikke skal legges sammen ved beregningen av om terskelen er overskredet. Dette eksemplifiseres som følger:

«A practical example is a CEO buying 4.000 EUR of equity and her spouse buying another 2.000 EUR. In such a case, none of them has reached the 5.000 EUR threshold and thus a notification is not required.»

7.1.2.5 Unntak for enkelte finansielle instrumenter

Gjennom referanseindeksforordningen⁵, som i likhet med MAR per dags dato ikke er innlemmet i EØS-avtalen eller gjennomført i norsk rett, ble det gjort endringer i MAR artikkel 19. Endringen innebærer blant annet at artikkel 19 får et nytt punkt «1a». Etter nye artikkel 19 nr. 1a, skal meldeplikten etter artikkel 19 nr. 1 ikke komme til anvendelse på transaksjoner i finansielle instrumenter knyttet til utsteders aksjer eller gjeldsinstrumenter dersom følgende vilkår er oppfylt:

- «(a) the financial instrument is a unit or share in a collective investment undertaking in which the exposure to the issuer's shares or debt instruments does not exceed 20 % of the assets held by the collective investment undertaking;
- (b) the financial instrument provides exposure to a portfolio of assets in which the exposure to the issuer's shares or debt instruments does not exceed 20 % of the portfolio's assets;
- (c) the financial instrument is a unit or share in a collective investment undertaking or provides exposure to a portfolio of assets and the person discharging managerial responsibilities or person closely associated with such a person does not know, and could not know, the investment composition or exposure of such collective investment undertaking or portfolio of assets in relation to the issuer's shares or debt instruments, and furthermore there is no reason for that person to believe that the issuer's shares or debt instruments exceed the thresholds in point (a) or (b).»

Dersom informasjon om investeringssammensetningen til et kollektivt investeringsforetak eller investeringsporteføljens eksponering ikke er tilgjengelig, skal primærinnsideren eller en nærstående av en primærinnsider gjøre alle fornuftige tiltak for å avklare dette.

⁵ 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 and amending Directives 2008/48/EC and 2014/17/EU and Regulation (EU) No 596/2014.

7.1.2.6 Tilsynsmyndigheten og relevante meldepliktsregler

Hvilken tilsynsmyndighet som meldingene skal sendes til reguleres av artikkel 19 nr. 2. Ved anvendelsen av artikkel 19 nr. 1 skal alle transaksjoner som utføres for egen regning av primærinnsidere og deres nærstående meldes til tilsynsmyndigheten i det landet hvis meldeplikt vedkommende er underlagt.

Som følge av at det i artikkel 19 er inntatt en mulighet til å velge alternativ regulering hva gjelder beløpsterskel, vil hvilken stats meldepliktsregler en meldepliktig person er underlagt kunne påvirke om det foreligger plikt til å melde fra om en handel eller ikke. Meldepliktsreglene som primærinnsidere og deres nærstående er underlagt skal være de reglene som gjelder i den EØS-stat hvor utstederen eller markedsdeltakeren i utslippskvotemarkedet er registrert. Meldinger skal sendes innen tre virkedager fra transaksjonsdatoen til tilsynsmyndigheten i denne EØS-staten. Dersom utsteder ikke er registrert i en EØS-stat, skal meldingen sendes til tilsynsmyndigheten i hjemstaten i henhold til underpunkt (i) i artikkel 2 nr. 1 i Rapporteringsdirektivet⁶, eller, i fravær av hjemstat etter denne regelen, til tilsynsmyndigheten for handelsplassen. Det vises til NOU 2016: 2 kapittel 2.1 for en nærmere beskrivelse.

7.1.2.7 Anvendelsesområdet

Etter artikkel 19 nr. 4 er virkeområdet for meldeplikten begrenset til primærinnsidere og deres nærstående med tilknytning til utstedere som

- a. har søkt eller hvor de finansielle instrumentene er notert på et regulert marked, eller
- b. i tilfelle et instrument kun handles på en MHF eller OHF, har godkjent handel av deres finansielle instrumenter på en MHF eller OHF eller har søkt om opptak til handel av deres finansielle instrumenter på en MHF.

7.1.2.8 Plikt til å informere om meldeplikt og opprette liste over meldepliktige

Etter artikkel 19 nr. 5 skal utstedere og markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet skriftlig gjøre primærinnsideren oppmerksom på disse personenes forpliktelser etter bestemmelsen. Utstedere og markedsdeltakere i utslippskvotemarkedet skal videre opprette en liste over alle primærinnsidere og deres nærstående.

⁶ Direktiv 2004/109/EF.

Det gjøres for ordens skyld oppmerksom på at listen over primærinnsidere etter artikkel 19 er en annen liste enn den frivillige muligheten til å innføre permanente innsidere på innsidelister etter kommisjonsforordningen til artikkel 18.⁷

Videre skal primærinnsideren skriftlig underrette sine nærstående om deres forpliktelser i henhold til denne artikkelen og skal oppbevare en kopi av denne underrettelsen.

7.1.2.9 Offentliggjøring av meldingen

Offentliggjøring av meldingen reguleres nærmere i artikkel 19 nr. 3. Utsteder eller markedsdeltaker i utslippskvotemarkedet skal sikre at informasjonen som er meddelt etter artikkelens nr. 1 offentliggjøres straks og ikke senere enn tre virkedager etter transaksjonen ved en metode som muliggjør rask tilgang til informasjonen på en ikke-diskriminerende måte i henhold til kommisjonsforordningen vedtatt i henhold til artikkel 17 nr. 10 bokstav (a) (behandlet nærmere i kapittel 6.1.2.7).

Utsteder eller markedsdeltaker i utslippskvotemarkedet skal bruke slikt medium som rimeligvis kan stoles på for effektiv formidling av informasjonen til allmenheten i hele EØS, og, hvis dette foreligger, skal den benytte den offisielt utpekte mekanismen (OAM) henvist til i artikkel 21 i Rapporteringsdirektivet.

Alternativt kan nasjonal lovgivning fastsette at tilsynsmyndigheten selv skal offentliggjøre informasjonen.

7.1.2.10 Innholdet i meldingen

Artikkelen 19 nr. 6 stiller krav til meldingen. Etter bestemmelsen skal en melding om transaksjoner beskrevet i artikkelens nr. 1 inneholde følgende informasjon:

- a. personens navn,
- b. bakgrunn for meldingen,
- c. navnet på den relevante utsteder eller markedsdeltakeren i utslippskvotemarkedet,
- d. en beskrivelse og identifisering av det finansielle instrumentet,
- e. arten av transaksjonen(e) (for eksempel kjøp eller salg), som angir om den er knyttet til utøvelse av aksjeopsjonsprogrammer eller til de

⁷ Commission Implementing Regulation (EU) 2016/347 of 10 March 2016 laying down implementing technical standards with regard to the precise format of insider lists and for updating insider lists in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council.

konkrete eksemplene som er angitt i bestemmelsens nr. 7,

- f. dato og sted for transaksjonen(e), og
- g. pris og volum av transaksjonen(e). I tilfelle av en pantsettelse med vilkår som åpner for at verdien kan endre seg, bør dette opplyses sammen med panteverdien per pantsettelsesdatoen.

7.1.2.11 Ytterligere transaksjoner som omfattes

I tillegg til transaksjonene som fremgår av artikkel 19 nr. 1, følger det av bestemmelsens nr. 7 at følgende transaksjoner også er meldepliktige:

- a. pantsettelse eller lån av finansielle instrumenter av eller på vegne av en primærinnsider eller dennes nærstående,
- b. transaksjoner foretatt av personer som på forretningsmessig grunnlag tilrettelegger eller gjennomfører transaksjoner, eller av en annen person, på vegne av en primærinnsider eller dennes nærstående, herunder hvor diskresjonært skjønn utøves,
- c. transaksjoner gjennomført under en livsforsikring, definert i henhold til Forsikringsdirektivet⁸, hvor:
 - i. forsikringstakeren er en primærinnsider eller dennes nærstående,
 - ii. investeringsrisikoen bæres av forsikringstakeren, og
 - iii. forsikringstakeren har myndighet eller skjønn til å ta investeringsbeslutninger angående spesifikke instrumenter i denne livsforsikringspolisen eller til å gjennomføre transaksjoner vedrørende spesifikke instrumenter for denne livsforsikringen.

Hva gjelder a) over er det ikke nødvendig å melde en pantsettelse av, eller lignende sikkerhetsstillelse i, et finansielt instrument med mindre og først på det tidspunkt pantet eller sikkerhetsstillelsen er stilt for å sikre en bestemt kredittfasilitet.

I den utstrekning en forsikringstaker er forpliktet til å melde transaksjoner i henhold til denne artikkelen foreligger det ikke en slik meldeplikt for forsikringsselskapet.

Bakgrunnen for hvorfor pantsettelse og lån av finansielle instrumenter, samt transaksjoner der andre enn primærinnsideren utøver diskresjonært skjønn, er omfattet av meldeplikten begrunnes i fortalen til MAR punkt 58 som følger:

«[...] It is necessary to clarify that the obligation to publish those managers' transactions also includes the pledging or lending of financial instruments, as the pledging of shares can result in a material and potentially destabilising impact on the company in the event of a sudden, unforeseen disposal. Without disclosure, the market would not know that there was the increased possibility of, for example, a significant future change in share ownership, an increase in the supply of shares to the marketplace or a loss of voting rights in that company. For that reason, notification under this Regulation is required where the pledge of the securities is made as part of a wider transaction in which the manager pledges the securities as collateral to gain credit from a third party. Additionally, full and proper market transparency is a prerequisite for the confidence of market actors and, in particular, the confidence of a company's shareholders. It is also necessary to clarify that the obligation to publish those managers' transactions includes transactions by another person exercising discretion for the manager. [...]»

Referanseindeksforordningen, omtalt under kapittel 7.1.2.5, innebærer også at det inntas et nytt tredje ledd i artikkel 19 nr. 7. Ved anvendelse av punkt b) over er det ikke nødvendig å melde transaksjoner utført i utsteders aksjer eller gjeldsinstrumenter eller derivater eller andre finansielle instrumenter knyttet til disse, som foretas av forvaltere i kollektive investeringsforetak som en primærinnsider eller en nærstående av en primærinnsider har investert i, forutsatt at forvalteren av det kollektive investeringsforetaket handler fullt ut diskresjonært. Kravet til at forvalteren må handle fullt ut diskresjonært innebærer at forvalteren ikke, direkte eller indirekte, skal motta instruksjoner eller forslag knyttet til porteføljesammensetningen fra investorer i det kollektive investeringsforetaket.

7.1.2.12 Meldeplikt for primærinnsidere i utslippskvotemarkedet

Etter artikkel 19 nr. 10 skal artikkel 19 også gjelde for transaksjoner foretatt av primærinnsidere i en auksjonsplattform, auksjonarius og auksjonsovervåker som er involvert i auksjonene som holdes i henhold til Auksjoneringsforordningen, og deres nærstående i den grad deres transaksjoner involverer utslippskvoter, derivater av disse eller auksjonerte produkter basert på disse. Disse perso-

⁸ Europaparlaments- og rådsdirektiv 2009/138/EF av 25. november 2009.

nene skal varsle sine transaksjoner til auksjonsplattformene, auksjonariusene eller auksjonsovervåkeren de er primærinnsider i og til tilsynsmyndigheten hvor den aktuelle auksjonsplattformen, auksjonarius eller auksjonsovervåkeren er registrert. Informasjonen som meldes skal offentliggjøres av auksjonsplattformene, auksjonarius, auksjonsovervåkeren eller tilsynsmyndigheten i samsvar med artikkel 19 nr. 3.

7.1.2.13 Utfyllende regler i kommisjonsforordninger

I medhold av artikkel 19 nr. 13 og 14 er kommisjonsforordning (EU) 2016/522⁹ vedtatt. Denne spesifiserer hvilke typer transaksjoner som utløser meldeplikten etter artikkel 19 nr. 1. I kommisjonsforordningen artikkel 10 nr. 2 listes det opp 16 forskjellige transaksjonstyper som skal omfattes av meldepliktbestemmelsen:

«Those notified transactions shall include the following:

- (a) acquisition, disposal, short sale, subscription or exchange;
- (b) acceptance or exercise of a stock option, including of a stock option granted to managers or employees as part of their remuneration package, and the disposal of shares stemming from the exercise of a stock option;
- (c) entering into or exercise of equity swaps;
- (d) transactions in or related to derivatives, including cash-settled transaction;
- (e) entering into a contract for difference on a financial instrument of the concerned issuer or on emission allowances or auction products based thereon;
- (f) acquisition, disposal or exercise of rights, including put and call options, and warrants;
- (g) subscription to a capital increase or debt instrument issuance;
- (h) transactions in derivatives and financial instruments linked to a debt instrument of the concerned issuer, including credit default swaps;

- (i) conditional transactions upon the occurrence of the conditions and actual execution of the transactions;
- (j) automatic or non-automatic conversion of a financial instrument into another financial instrument, including the exchange of convertible bonds to shares;
- (k) gifts and donations made or received, and inheritance received;
- (l) transactions executed in index-related products, baskets and derivatives, insofar as required by Article 19 of Regulation (EU) No 596/2014;
- (m) transactions executed in shares or units of investment funds, including alternative investment funds (AIFs) referred to in Article 1 of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council (4), insofar as required by Article 19 of Regulation (EU) No 596/2014;
- (n) transactions executed by manager of an AIF in which the person discharging managerial responsibilities or a person closely associated with such a person has invested, insofar as required by Article 19 of Regulation (EU) No 596/2014;
- (o) transactions executed by a third party under an individual portfolio or asset management mandate on behalf or for the benefit of a person discharging managerial responsibilities or a person closely associated with such a person;
- (p) borrowing or lending of shares or debt instruments of the issuer or derivatives or other financial instruments linked thereto.»

Kommisjonsforordning (EU) 2016/523¹⁰, vedtatt i medhold av artikkel 19 nr. 15, gir presiseringer knyttet til format og en mal for hvordan meldepliktige handler skal meldes og offentliggjøres. Etter kommisjonsforordningen artikkel 2 pålegges primærinnsiderne og deres nærstående å benytte malen inntatt i vedlegget til kommisjonsforordningen ved innsendelse av meldinger etter artikkel 19 nr. 1. Videre følger det at meldingene skal sendes elektronisk på en måte som sikrer fullstendigheten, integriteten og konfidensialiteten av opplysningene ved oversendelse og som gir sikkerhet for kilden til opplysningene.

⁹ Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards an exemption for certain third countries public bodies and central banks, the indicators of market manipulation, the disclosure thresholds, the competent authority for notifications of delays, the permission for trading during closed periods and types of notifiable managers' transactions.

¹⁰ Commission Implementing Regulation (EU) 2016/523 of 10 March 2016 laying down implementing technical standards with regard to the format and template for notification and public disclosure of managers' transactions in accordance with Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council.

7.1.3 Utvalgets vurderinger

Hvilke typer transaksjoner som kan utløse meldeplikt utvides ved gjennomføringen av MAR sammenlignet med norsk rett. I tillegg til «kjøp, salg, bytte eller tegning av aksjer» som i dag omfattes av verdipapirhandelloven § 4-2, vil også blant annet aksjer mottatt ved gaver og arv være meldepliktige.

Listen over hvilke personer som utgjør primærinnsidere etter verdipapirhandelloven § 3-6 er mer omfattende enn det som fulgte av minimumskravet etter MAD I, blant annet ved at også ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern som normalt kan antas å få tilgang til innsideinformasjon og ekstern revisor omfattes. Personene som anses som «primærinnsidere» etter meldepliktsreguleringen i MAR tilsvare personkretsen som omfattes av MAD I, men slik at det etter MAR også kan være primærinnsidere i forbindelse med utslippskvoter. Etter verdipapirhandelloven § 4-2 gjelder meldeplikt også for utsteders handel i egne aksjer, samt for foretak som eier aksjer i et annet foretak som er notert på regulert marked, og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre, sin handel i aksjer utstedt av det noterte foretaket. Denne meldeplikten fulgte ikke av MAD I og er heller ikke innført gjennom MAR. Gjennomføring av MAR i norsk rett innebærer således at meldeplikten får et snevrere anvendelsesområde hva gjelder hvilke personer som anses som primærinnsidere (eller meldepliktige som primærinnsidere), samtidig som at virkeområdet utvides til å også gjelde i forbindelse med utslippskvoter. Utsteder vil likevel kunne være forpliktet til å offentliggjøre informasjon om handel i egne aksjer dersom slik informasjon utgjør innsideinformasjon eller dersom handlene som foretas skal kvalifisere som et tilbakekjøpsprogram som omfattes av MAR artikkel 5.

Etter gjeldende rett er det videre primærinnsideren, og ikke primærinnsiderens nærstående, som er pålagt meldeplikt. Ved gjennomføring av MAR vil meldeplikten påhvile primærinnsiderens nærstående direkte. Definisjonen av nærstående vil også utvides sammenlignet med gjeldende rett og MAD I. Dette særlig som følge av MAR artikkel 3 nr. 1 punkt 26 underpunkt d) (som omtalt i kapittel 7.1.2.1) hvorefter selskaper der en primærinnsider eller en primærinnsiders personlige nærstående har en ledende posisjon kan være underlagt meldeplikt, selv om hverken primærinnsideren eller dennes nærstående har eierskap i det relevante selskapet. MAR artikkel 3 nr. 1

punkt 26 underpunkt d) innebærer blant annet at dersom person A er styremedlem i selskapene B og C, som begge har opptatt aksjer til handel på et regulert marked innenfor EØS, vil B og C være pålagt meldeplikt ved handel i henholdsvis Cs og Bs aksjer.

Bestemmelsens anvendelsesområde innsnevres også sammenlignet med gjeldende norsk rett og MAD I ved at det innføres en beløpsterskel før meldeplikten inntre, i motsetning til at enhver transaksjon skal utløse slik plikt.

Innholdet i meldingen som skal sendes er videre tilsvarende som under MAD I med noen mindre språklige justeringer og tilpasning for at også meldeplikten skal gjelde i forbindelse med utslippskvoter.

Videre utvides anvendelsesområdet sammenlignet med gjeldende rett ved at anvendelsesområdet ikke er begrenset til utstedere av aksjer (og etter norsk rett også egenkapitalbevis) som er søkt eller opptatt til notering på regulert marked, men også omfatter utstedere (i) med andre finansielle instrumenter som er søkt eller opptatt til notering på et regulert marked, eller (ii) for utstedere med finansielle instrumenter som kun handles på MHF eller OHF; utstedere som har godkjent handel av deres finansielle instrumenter på en MHF eller OHF eller har søkt om opptak til handel av deres finansielle instrumenter på en MHF. Utvidelsen gjelder således både type finansielle instrumenter og handelsplassene disse er søkt, godkjent eller opptatt til handel på.

Transaksjonene som omfattes av meldeplikten utvides ytterligere i MAR ved at det innføres meldeplikt for pantsettelse eller lån av finansielle instrumenter, derivater og andre finansielle instrumenter basert på utsteders aksjer eller gjeldsinstrumenter. Det presiseres også at transaksjoner gjennomført av andre enn primærinnsideren eller dennes nærstående, på deres vegne eller for deres regning, omfattes av meldeplikten selv om disse utøver diskresjonært skjønn ved transaksjonen. I forlengelsen av dette er typer transaksjoner som omfattes i betydelig større grad presisert gjennom kommisjonsforordningen enn det som følger av gjeldende rett. På den annen side reduseres omfanget transaksjoner som omfattes av meldeplikten sammenlignet med gjeldende rett noe ved at det innføres en beløpsterskel på EUR 5 000 per kalenderår før meldeplikten inntre.

I motsetning til MAD I gir MAR en særskilt plikt for utstedere og markedsdeltakere til skriftlig å informere primærinnsiderne om deres forpliktelser. Tilsvarende plikter primærinnsiderne å

informere sine nærstående skriftlig om deres forpliktelser.

Fristen for å sende primærinnsidermelding etter tredje kommisjonsdirektiv artikkel 6 var fem virkedager etter transaksjonen. Videre følger det av MAD I artikkel 6 nr. 4 siste punkt at EØS-staten skal sørge for at informasjon om slike handler er tilgjengelig «as soon as possible». Etter MAR artikkel 19 nr. 1 skal meldingen sendes straks («promptly») og ikke senere enn tre virkedager etter transaksjonen. Etter gjeldende norsk rett er det et krav om at primærinnsidermeldinger sendes straks og senest innen åpningen av regulert marked dagen etter transaksjonen.

MAR åpner for at nasjonal lovgivning kan bestemme at tilsynsmyndigheten skal offentliggjøre primærinnsidermeldinger i stedet for den relevante utsteder eller markedsdeltaker i utslippskvotemarkedet. Utvalget har ikke funnet grunnlag for å fravike hovedregelen i MAR på dette punkt. Bakgrunnen for dette er til dels at det antas å være enklere for utsteder enn tilsynsmyndigheten å verifisere at mottatte meldinger faktisk stammer fra en primærinnsider (eller en primærinnsiders nærstående), samt at utstedere vil ha mulighet til å offentliggjøre meldingen også utenfor handelsplassens åpningstid. Gitt at primærinnsideren eller dennes nærstående vil ha en tilknytning til utsteder (eventuelt en indirekte tilknytning for nærstående) antas det også å være enklere å koordinere en offentliggjøring av meldingen med utsteder enn med tilsynsmyndigheten. Gjennomføringen av MAR i norsk rett vil således medføre en ny forpliktelse for utstedere, men kostnadene ved denne forpliktelsen antas å være begrenset.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven §§ 4-2 og 4-4 første ledd oppheves fordi disse erstattes av MAR artikkel 19. Videre foreslår utvalget at henvisningen til meldeplikt i forskrift om innsendelse og offentliggjøring i forbindelse med flagge- og meldepliktig verdipapirhandel, samt delegering av myndighet til å unnta fra språkkrav etter verdipapirhandelloven, endres til å ikke lenger omfatte meldeplikten.

Meldeplikten etter MAR artikkel 19 gjelder etter forordningens ordlyd kun for aksjer og gjeldsinstrumenter. Etter utvalgets vurdering gjør de samme hensyn bak meldeplikten seg like gjeldende for primærinnsideres handel i egenkapitalbevis. Utvalget foreslår derfor at det i inkorporasjonsbestemmelsen for MAR inntas en bestemmelse om at meldeplikten i MAR artikkel 19 gjelder tilsvarende for egenkapitalbevis. Egenkapitalbevis er et særnorsk finansielt instrument og

utvalget anser ikke en slik tilleggsbestemmelse for å være i strid med formålet om å skape et felleseuropeisk regelverk for markedsmissbruk.

Videre foreslår utvalget at det inntas en forskriftshjemmel i verdipapirhandelloven for Finanstilsynet til å øke beløpstærskelen for meldeplikt etter MAR artikkel 19, innenfor rammene av artikkel 19 nr. 9.

Endelig foreslår utvalget at de utfyllende reglene i kommisjonsforordningene (EU) 2016/522 og (EU) 2016/523, omtalt i kapittel 7.1.2.13, inntas i verdipapirforskriften ved inkorporasjon.

7.2 Handelsforbud for primærinnsidere i forbindelse med finansiell rapportering

7.2.1 Gjeldende rett

Frem til 2001 nedla verdipapirhandelloven av 1997 et forbud mot at personer i en personkrets lignende dagens angivelse av primærinnsidere kunne handle i finansielle instrumenter utstedt av foretaket de var tilknyttet, i en periode på to måneder før offentliggjøring av styrets forslag til årsregnskap eller offentliggjøring av foreløpig årsregnskap dersom dette var tidligere. Tilsvarende forbud gjaldt i en måned før offentliggjøring av delårsrapporter.

Etter at handelsforbudet ble opphevet, har det ikke vært innført lignende handelsforbud. Hvorvidt en primærinnsider kan handle i finansielle instrumenter utstedt av foretaket vedkommende er tilknyttet har således måtte vært basert på en vurdering av om vedkommende besitter innsideinformasjon og om handelen vil være misbruk av denne (på lik linje som for øvrige markedsaktører).

7.2.2 Forventet EØS-rett

7.2.2.1 Handelsforbud

Gjennom MAR artikkel 19 nr. 11 gjeninnføres det et handelsforbud for primærinnsidere i forbindelse med finansiell rapportering. Bestemmelsen griper ikke inn i forbudet mot innsidehandel eller markedsmanipulasjon i MAR i henholdsvis artikkel 14 og 15. Etter bestemmelsen forbys en primærinnsider, for egen eller for andres regning, direkte eller indirekte å utføre transaksjoner knyttet til utsteders aksjer eller gjeldsinstrumenter eller til derivater eller andre finansielle instrumenter knyttet til disse, i en periode på 30 kalenderdager før offentliggjøring av en finansiell rapport

eller årsrapport som utsteder er forpliktet til å offentliggjøre i henhold til:

- a. reglene for handelsplassen der utstederes aksjer er opptatt til handel, eller
- b. nasjonal rett.

Når det gjelder offentliggjøring av et årsresultat har ESMA adressert spørsmålet om forholdet mellom årsrapporter og rapportering av fjerdekvartal som et foreløpig årsresultat i ESMA Q&A. Rapportering av foreløpig årsresultat kan i noen tilfeller anses som rapportering av endelig årsresultat under bestemmelsen og utløse forutgående periode med handelsforbud:

«The term «announcement» of an interim or a year-end financial report used in Article 19(11) of MAR is the public statement whereby the issuer announces the information included in an interim or a year-end financial report that the issuer is obliged to make public according to the rules of the trading venue where the issuer's shares are admitted to trading or national law. The date when the «announcement» is made is the end date for the thirty-day closed period.

With particular reference to the year-end financial report, the «announcement» is the public statement whereby the issuer announces, in advance to the publication of the final year-end report, the preliminary financial results agreed by the management body of the issuer and that will be included in that report. This can apply only if the disclosed preliminary financial results contain all the key information relating to the financial figures expected to be included in the year-end report. In the event the information announced in such way changes after its publication, this will not trigger another closed period but should be addressed in accordance with Article 17 of MAR.»

7.2.2.2 Unntak fra handelsforbudet

Utsteder kan likevel, i henhold til bestemmelsens nr. 12, tillate en tilknyttet primærinnsider å handle for egen eller andres regning i en periode med handelsforbud som angitt over, enten

- a. etter en konkret vurdering basert på at det foreligger usedvanlige forhold, som for eksempel alvorlige finansielle vansker, som nødvendiggjør et øyeblikkelig salg av aksjer, eller
- b. som følge av karakteren av den aktuelle handelen dersom transaksjonen er utført under, eller i tilknytning til, et aksje- eller sparingsprogram

for ansatte, kvalifisering eller rett til aksjer, eller transaksjoner der den økonomiske interessen i det relevante finansielle instrumentet ikke endres.

7.2.2.3 Utfyllende regler i kommisjonsforordning

I henhold til artikkel 19 nr. 13 er det vedtatt nærmere spesifisering av omstendigheter som kan tillate handel i perioder med handelsforbud, herunder omstendigheter som vil anses som usedvanlige forhold og typer transaksjoner som kan rettferdiggjøre å tillate handel, gjennom en kommisjonsforordning.¹¹

For at primærinnsidere skal kunne handle innenfor en lukket periode oppstiller kommisjonsforordningen artikkel 7 et tilleggskrav om at vedkommende må dokumentere at handelen ikke kan gjennomføres utenfor den lukkede perioden, samt en nærmere regulering av prosedyren for å be utsteder om tillatelse til slik handel. Videre gir artikkel 8 nærmere detaljer om hvordan usedvanlige omstendigheter som nevnt i MAR artikkel 19 nr. 12 bokstav (a) skal vurderes. Kommisjonsforordningen artikkel 9 lister opp egenskaper ved en handel i en periode med handelsforbud som kan rettferdiggjøre at slik handel gjennomføres, jf. MAR artikkel 19 nr. 12 bokstav (b).

7.2.3 Utvalgets vurderinger

Reglene om handelsforbud for primærinnsidere fulgte ikke av MAD I og følger heller ikke av verdipapirhandelloven. Det er således ikke behov for å oppheve eksisterende bestemmelser i verdipapirhandelloven eller verdipapirforskriften.

Som følge av at verdipapirforskriften § 5-5 om plikt til kvartalsrapportering for utstedere med aksjer notert på regulert marked ble opphevet med virkning fra 1. januar 2017, er det i norsk rett som hovedregel ikke lenger påbudt kvartalsrapportering for første, tredje og fjerde kvartal. Offentliggjøring av slike rapporter vil således i utgangspunktet kun medføre handelsforbud i forkant av publisering dersom utsteder er forpliktet til å offentliggjøre rapporten etter handelsplassens regelverk eller særregulering, eller hvis fjer-

¹¹ Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards an exemption for certain third countries public bodies and central banks, the indicators of market manipulation, the disclosure thresholds, the competent authority for notifications of delays, the permission for trading during closed periods and types of notifiable managers' transactions.

dekvartalsrapporten anses som en offentliggjøring av årsresultat som adressert i kapittel 7.2.2.1. Utvalget nevner for ordens skyld at enkelte utstedere, for eksempel de aller fleste finansforetak, vil være forpliktet til å offentliggjøre kvartalsrapporter for samtlige kvartaler i henhold til gjeldende regnskapsforskrifter.¹²

Utvalget foreslår at artikkel 19 nr. 11 og 12 inkorporeres i norsk rett. Videre foreslås det at de utfyllende reglene i kommisjonsforordning (EU) 2016/522, omtalt i kapittel 7.2.2.3, inntas i verdipapirforskriften ved inkorporasjon.

7.3 Primærinnsideres undersøkelsesplikt

7.3.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 3-6 slår fast at primærinnsidere skal foreta en forsvarlig undersøkelse av om det foreligger innsideinformasjon før vedkommende foretar eller tilskynder til tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket primærinnsideren er tilknyttet. Etter bestemmelsens annet ledd gjelder undersøkelsesplikten også ved inngåelse, kjøp, salg eller bytte av opsjons- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til finansielle instrumenter utstedt av foretaket samt ved tilskyndelse til slike disposisjoner. Etter bestemmelsens sjette ledd gjelder bestemmelsen tilsvarende for egenkapitalbevis.

Det følger av bestemmelsens forarbeider¹³ at vurderingen av om det er foretatt en forsvarlig undersøkelse vil bero på en skjønnsmessig vurdering, der vedkommende sin tilknytning til foretaket og den forestående transaksjonens art og størrelse vil være momenter av betydning.

Etter verdipapirhandelloven § 17-3 annet ledd nr. 2, er overtredelse av bestemmelsen kun straffbart dersom det foreligger innsideinformasjon i foretaket.

7.3.2 Forventet EØS-rett

Forordningen inneholder ingen regel om undersøkelsesplikt.

7.3.3 Utvalgets vurderinger

Hverken MAD I eller MAR inneholder regler om undersøkelsesplikt. Primærinnsidere vil etter MAR, uavhengig av undersøkelsesplikten, være underlagt forbudet mot innsidehandel. Gitt at formålet med MAR er å sikre et felles europeisk regelverk på området forordningen regulerer, er det utvalgets oppfatning at bestemmelsen ikke kan videreføres ved siden av gjennomføringen av MAR. Utvalget foreslår derfor at verdipapirhandelloven § 3-6 første og annet ledd oppheves.

7.4 Plikt til å oversende og oppdatere primærinnsiderlister

7.4.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 3-6 tredje ledd pålegger en utsteder av aksjer som er eller søkes notert på et regulert marked å føre og oversende en ajourført oversikt over utsteders primærinnsidere til Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker. Oversikten skal videre omfatte foretak som er omfattet av meldeplikten som følge av eierskap i selskapet (som nærmere omtalt i kapittel 7.1.1).

Etter bestemmelsens fjerde ledd skal primærinnsidere og foretak som er meldepliktige som følge av eierskap i utsteder også oversende en ajourført oversikt over vedkommende sine nærstående, forutsatt at disse innehar aksjer utstedt av vedkommende selskap eller selskap i samme konsern. Oversikten skal også omfatte nærstående som innehar lån som er konvertible lån, tegningsretter, opsjoner eller tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer i vedkommende selskap eller selskap i samme konsern, uavhengig av om det finansielle instrumentet gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør.

Etter verdipapirhandelloven § 3-6 femte ledd kan Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker utarbeide og offentliggjøre oversikter som inneholder navn på personer og foretak som nevnt i første ledd, samt type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling. Endelig følger det av bestemmelsens sjette ledd at bestemmelsen gjelder tilsvarende for egenkapitalbevis.

7.4.2 Forventet EØS-rett

Forordningen inneholder en plikt til å føre primærinnsidelister, som nærmere beskrevet i 7.1.2.8, men ingen eksplisitt regel om oversendelse av primærinnsiderlister til tilsynsmyndigheten eller handelsplassen. Det nevnes for ordens skyld at

¹² Se f.eks. Forskrift om årsregnskap for banker, kredittforetak og finansieringsforetak (FOR-1998-12-16-1240), Forskrift om årsregnskap for skadeforsikringsforetak (FOR-2015-12-18-1775) og Forskrift om årsregnskap for livsforsikringsforetak (FOR-2015-12-18-1824).

¹³ Ot.prp. nr. 12 (2004–2005).

muligheten etter MAR til å opprette innsidelister for permanente innsidere ikke er det samme som primærinnsidelister etter gjeldende rett.

7.4.3 Utvalgets vurderinger

Hverken MAD I eller MAR inneholder regler om oversendelse av primærinnsidelister. Som nærmere omtalt i kapittel 10.4 skal tilsynsmyndigheten etter MAR artikkel 23 nr. 2 ha rett til å få tilgang til ethvert dokument eller data i enhver form og få utlevert eller ta en kopi av disse. Utvalget legger til grunn at tilsynsmyndigheten som følge av dette må kunne betinge seg en rett til å motta oppdaterte versjoner av listen over meldepliktige

løpende dersom informasjonen i listen endres. Utvalget foreslår derfor at det inntas en forskriftshjemmel i verdipapirhandelloven som gir departementet mulighet til å fastsette nærmere regler om oversendelse av lister over meldepliktige etter MAR artikkel 19.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 3-6 tredje, fjerde og sjette ledd oppheves.

Endelig foreslår utvalget å videreføre adgangen for Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker til å utarbeide og offentliggjøre oversikter over primærinnsidere etter verdipapirhandelloven § 3-6 femte ledd, og slik at oversikten kun gjelder personene nevnt i MAR artikkel 3 nr. 1 punkt 25.

Kapittel 8

Investeringsanbefalinger mv.

8.1 Hovedregel om investeringsanbefalinger mv.

8.1.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 3-10 gir regler om den som utarbeider eller formidler informasjon som anbefaler eller foreslår en investering eller investeringsstrategi vedrørende finansielle instrumenter eller utstederne av slike, og som er ment for distribusjon eller allmennheten (omtales samlet som investeringsanbefalinger). Bestemmelsen gjelder bare for finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked, jf. verdipapirhandelloven § 3-1, og gjennomfører MAD I artikkel 6 nr. 5 og nr. 10 sjette strekpunkt.

Et typisk eksempel på investeringsanbefalinger er analyser som er utarbeidet av et profesjonelt foretak til foretakets kunder, men det er ikke en forutsetning at anbefalingen utarbeides eller distribueres på forretningsmessig basis.

Personer som utarbeider investeringsanbefalinger pålegges en plikt til å utvise tilbørlig akt-somhet for å sikre at informasjonen som presenteres er korrekt. Det skal på en klar og tydelig måte opplyses om eventuelle egne interesser og interessekonflikter som knytter seg til instrumentene eller utstederne.

Formålet med bestemmelsen er ifølge Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) å forebygge markedsmissbruk blant annet ved å legge til rette for at anbefalinger som tilflyter allmennheten er mest mulig gjennomsiktig og korrekt.¹ Brudd på bestemmelsen kan samtidig utgjøre brudd på forbudet mot markedsmanipulasjon i verdipapirhandelloven § 3-8.

Verdipapirhandelloven § 3-10 annet ledd gir hjemmel til å fastsette nærmere regler om utarbeidelse og formidling av slik informasjon. Videre gis det hjemmel for å gi forenklede regler for muntlige investeringsanbefalinger i forskrift uavhengig av hovedregelen i bestemmelsens første ledd.

Hjemmelen er benyttet og de utfyllende reglene i andre kommisjonsdirektiv til MAD I er i stor grad gjennomført gjennom verdipapirforskriften §§ 3-5 til 3-15.

Verdipapirforskriften § 3-5 angir forskriftens anvendelsesområde. Anvendelsesområdet deles inn etter forhold knyttet til vedkommende som utarbeider eller formidler investeringsanbefalingene. Utgangspunktet er at bestemmelsene gjelder for enhver person som på forretningsmessig basis utarbeider eller formidler investeringsanbefalinger, men slik at enkelte bestemmelser kun gjelder investeringsanbefalinger som utarbeides av personer som har som sin hovedvirksomhet å utarbeide slike eller av verdipapirforetak/kredit-institusjon.

De etterfølgende bestemmelsene regulerer krav til opplysninger om den som utarbeider investeringsanbefalingen. Det stilles generelle krav til investeringsanbefalingene og tilleggskrav hvis de er utarbeidet av en person som har dette som sin hovedvirksomhet eller av verdipapirforetak/kreditinstitusjon. Videre stilles det krav til opplysninger om interessekonflikter og tilleggskrav til slike opplysninger for personer som har som hovedvirksomhet å utarbeide investeringsanbefalinger eller av verdipapirforetak/kreditinstitusjon. Det gis særregulering for investeringsanbefalinger med begrenset omfang og som gis muntlig, og enkelte tilleggskrav for verdipapirforetak, kreditinstitusjoner og personer som arbeider for slike foretak.

8.1.2 Forventet EØS-rett

Etter artikkel 20 nr. 1 skal den som utarbeider eller formidler investeringsanbefalinger eller annen informasjon som anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi utvise rimelig påpasselighet for å sikre at slik informasjon er objektivt fremstilt og tilkjenner sine interesse eller indikere interessekonflikter knyttet til det finansielle instrumentet som informasjonen omhandler.

¹ Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) på s. 143.

Informasjon som anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi er definert i MAR artikkel 3 nr. 1 punkt 34 som informasjon

- a. utarbeidet av en uavhengig analytiker, et verdipapirforetak, en kredittinstitusjon, enhver annen person hvis hovedvirksomhet er å utarbeide investeringsanbefalinger eller en fysisk person som arbeider for dem i henhold til en ansettelsesavtale eller på annen måte, som, direkte eller indirekte, uttrykker et bestemt investeringsforslag med hensyn til et finansielt instrument eller en utsteder, eller
- b. utarbeidet av andre enn dem som er nevnt under (a.), som direkte foreslår en bestemt investeringsbeslutning for et finansielt instrument.

Investeringsanbefalinger er videre definert i artikkel 3 nr. 1 punkt 35 som informasjon som anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi, eksplisitt eller implisitt, vedrørende ett eller flere finansielle instrumenter eller utstederne, herunder enhver vurdering av nåtidig eller fremtidig verdi eller pris for slike instrumenter, beregnet for distribusjonskanaler eller til allmennheten.

Videre følger det av MAR artikkel 20 nr. 2 at offentlige institusjoner som formidler statistikk eller prognoser som kan ha en vesentlig effekt på de finansielle markedene skal formidle disse på en objektiv og transparent måte.

For å sikre konsistent harmonisering er det i medhold av artikkel 20 nr. 3 vedtatt utfyllende regler til bestemmelsen gjennom kommisjonsforordning (EU) 2016/958.² Kommisjonsforordningen inneholder:

- i. krav til identifikasjon av den som har utarbeidet anbefalingen (artikkel 2),
- ii. generelle plikter knyttet til objektiv presentasjon av anbefalinger (artikkel 3),
- iii. tilleggsforpliktelser til objektiv fremstilling for personer nevnt under a) over og eksperter (artikkel 4),
- iv. generelle forpliktelser til å tilkjennege interesser eller interessekonflikter (artikkel 5),
- v. tilleggsforpliktelser til å tilkjennege interesser eller interessekonflikter for personer nevnt under a) over og eksperter (artikkel 6),

² Commission Delegated Regulation (EU) 2016/958 of 9 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the technical arrangements for objective presentation of investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy and for disclosure of particular interests or indications of conflicts of interest.

- vi. regler for formidling av anbefalinger av den som utarbeidet denne (artikkel 7), og
- vii. regler for tredjeparters formidling av anbefalinger, sammendrag eller utdrag av anbefalinger og endrede anbefalinger (henholdsvis artikkel 8, 9 og 10).

8.1.3 Utvalgets vurderinger

Ordlyden i MAR artikkel 20 er i stor grad liklydende med ordlyden i MAD I artikkel 6 nr. 5 og nr. 8. Til forskjell fra MAD I benytter MAR seg av ordlyden «objectively» når det henviser til hvordan investeringsanbefalinger og statistikk skal presenteres mens MAD I benytter ordlyden «fairly». Videre gjelder regulering av offentlige institusjoners formidling av statistikk i MAR også deres formidling av prognoser, hvilket ikke fulgte av bestemmelsene i MAD I.

Gjeldende bestemmelse i verdipapirhandelloven § 3-10 regulerer ikke offentlige institusjoners presentasjon av statistikk eller prognoser. Ved inkorporering av MAR vil således også slike institusjoner kunne omfattes dersom øvrige vilkår for dette er oppfylt.

For særskilte regler for vurdering av informasjon som offentliggjøres eller spres i media vises det til behandlingen av artikkel 21 under kapittel 8.2.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 3-10 første og annet ledd oppheves fordi disse erstattes av MAR artikkel 20. Videre foreslås det at bestemmelsene i verdipapirforskriften §§ 3-5 til og med 3-15 oppheves og at de utfyllende reglene i kommisjonsforordning (EU) 2016/958, omtalt i kapittel 8.1.2, inntas i verdipapirforskriften ved inkorporasjon.

8.2 Særregler for vurdering av informasjon som offentliggjøres eller spres i media

8.2.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende rett er det gjort enkelte unntak i reglene om investeringsanbefalinger for media. Det følger av verdipapirhandelloven § 3-10 tredje ledd at reglene om investeringsanbefalinger mv. i verdipapirhandelloven § 3-10 første ledd, supplert av verdipapirforskriften §§ 3-5 til 3-15, ikke skal gjelde for presse som er underlagt tilfredsstillende selvregulering. Etter bestemmelsens forarbeider³ omfatter «presse» trykt presse, radio,

³ Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) på s. 144.

fjernsyn og nettpublikasjoner med redaksjonelt innhold.

Det er ikke unntak fra forbudene mot å gi innsideinformasjon til uvedkommende eller mot markedsmanipulasjon for media etter gjeldende rett. Se dog punkt 4.2.1.1 om vurdering av informasjon utbredt av journalister.

8.2.2 Forventet EØS-rett

MAR artikkel 21 gir regler om hvordan informasjon som offentliggjøres eller spres gjennom media skal vurderes. Når informasjon er offentliggjort eller formidlet og der anbefalinger er utarbeidet eller spredt med et journalistisk formål eller som annen form for ytring i media, skal regler som gjelder pressefrihet, ytringsfrihet i andre medier og regler eller uskrevne normer som gjelder for journalister vektlegges når slik offentliggjøring eller spredning av informasjon vurderes opp mot (i) forbudet mot formidling av innsideinformasjon, (ii) forbudet mot markedsmanipulasjon ved spredning av informasjon gjennom media som nærmere angitt i artikkel 12 nr. 1 (c) eller (iii) kravene til investeringsanbefalinger og analyse. Dette gjelder likevel ikke hvis:

- a. de relevante personer, eller personer som er nærstående til disse, direkte eller indirekte

oppnår en fordel eller fortjeneste ved offentliggjøring eller formidling av den aktuelle informasjonen, eller

- b. offentliggjøringen eller formidlingen er gjort med sikte på å villedde allmennheten med hensyn til tilbudet av, etterspørsel etter eller pris på finansielle instrumenter.

8.2.3 Utvalgets vurderinger

Når det gjelder investeringsanbefalinger, skiller MAR artikkel 21 seg fra gjeldende rett blant annet ved at de norske reglene ikke kommer til anvendelse på presse som er underlagt tilfredsstillende selvregulering, mens det etter MAR artikkel 21 kun oppstilles en plikt til å vektlegge de særlige hensyn som gjelder for pressen og ytringsfriheten.

Videre følger det etter gjeldende rett ingen tilsvarende eksplisitte særregler som i artikkel 21 som unntar eller gir grunnlag for en annen vurdering av journalister når det gjelder mulige brudd på forbudene mot å formidle innsideinformasjon til uvedkommende.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 3-10 tredje ledd oppheves fordi bestemmelsen erstattes av MAR artikkel 21.

Kapittel 9

Urimelige forretningsmetoder mv.

9.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 3-9 første ledd gir et generelt forbud mot å benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter. Bestemmelsens annet ledd stiller krav til at god forretningsskikk iakttas ved henvendelser som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.

Bestemmelsen retter seg mot enhver og er den eneste atferdsregelen i verdipapirhandelloven kapittel 3 som gjelder for alle finansielle instrumenter uavhengig av om disse er opptatt, godkjent for eller søkt opptatt til handel på en handelsplass eller ikke.

I NOU 1996: 2 uttales det at bestemmelsen er ment som en generalklausul.

«Regelen om god forretningsskikk og forbudet mot urimelige forretningsmetoder er generalklausuler som bl.a. supplerer spesialreglene i § 6 om innsidehandel og i § 9 flg. om kontroll med tegningsinnbydelser ved emisjoner. [...] Såvel kontraktsvilkår og kontraktsteknikker som forhold knyttet til en enkeltstående verdipapirhandel, vil kunne anses som slike forretningsmetoder som omfattes av urimelighetsstandarden.»¹

Bestemmelsen er videre fremhevet som et viktig og vel innarbeidet prinsipp i verdipapirmarkedet.²

Fordi bestemmelsen er en rettslig standard, er det ikke mulig å liste opp alle forhold som vil kunne falle inn under regelen. I NOU 1996: 2 trekkes det frem enkelte vurderingsmomenter som vil være relevante ved vurderingen av om forbudet i bestemmelsen er overtrådt:

«Ved vurderingen av hvilke forretningsmetoder som er urimelige er det naturlig å ta utgangspunkt i hva som er vanlige forretningsmetoder. Dette er imidlertid ikke til hinder for at forretningsmetoder med en viss utbredelse likevel vurderes som urimelige. Det aktuelle partsforholdet er også av betydning ved vurderingen av om en forretningsmetode er urimelig. Særlige forutsetninger, eller manglende forutsetninger, hos en part vil komme inn ved vurderingen. Et urimelig resultat av verdipapirhandelen er forøvrig ikke avgjørende for vurderingen.»³

9.2 Forventet EØS-rett

Hverken MAD I eller MAR gir et forbud som svarer til verdipapirhandelloven § 3-9.

9.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget tiltrer tidligere forarbeiders uttalelser om at regelen i verdipapirhandelloven § 3-9 gir uttrykk for et viktig prinsipp og er vel innarbeidet i verdipapirmarkedet. Videre anses bestemmelsen for å være en viktig rettslig skranke for handler i finansielle instrumenter som ikke er opptatt, godkjent for eller søkt opptatt til handel på en handelsplass.

Selv om formålet med MAR er å sikre et felles-europeisk regelsett for markedsmissbruk, foreslår utvalget at verdipapirhandelloven § 3-9 opprettholdes. Utvalget fremhever likevel at verdipapirhandelloven § 3-9 i hovedsak vil være en særnorsk regel som regulerer handel og atferd knyttet til finansielle instrumenter som ikke omfattes av virkeområdet for MAR og at MAR vil ha forrang i forholdet mellom MAR og verdipapirhandelloven § 3-9.

¹ NOU 1996: 2 på s. 78.

² Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) på s. 74.

³ NOU 1996: 2 på s. 78.

Kapittel 10

Tilsynet med overholdelsen av markedsmissbruksreglene

10.1 Innledning

MAR styrker regelverket knyttet til administrative tiltak og sanksjoner. Formålet er å oppnå en mer enhetlig og effektiv oppfølging og sanksjonering ved overtredelser av regelverket innen EØS-området. I likhet med den øvrige EU-lovgivningen på finansområdet, skiller ikke MAR klart mellom hva som regnes som administrative tiltak og hva som regnes som sanksjoner. Uavhengig av kategoriseringen, legger forordningen opp til at alle tilsynsmyndighetene skal ha et felles minimum av virkemidler til rådighet.

Reglene om myndighetenes kompetanse, tiltak og sanksjoner finnes i MAR kapittel 4 og 5 og omfatter bestemmelser om utpeking av tilsynsmyndighet, ulike virkemidler i tilsynsarbeidet, sanksjonering av brudd på regelverket, offentliggjøring av beslutninger og rutiner ved varsling av brudd på regelverket. Det gis i tillegg regler om samarbeid med andre tilsynsmyndigheter.

I dette kapittelet behandles reglene i MAR kapittel 4 om utpeking av tilsynsmyndighet, kompetanse til å treffe tiltak i det løpende tilsynsarbeidet og samarbeid mellom tilsynsmyndigheter. I kapittel 11 behandles adgangen til å ilegge administrative sanksjoner etter MAR. I tillegg behandles strafferettslige reaksjoner ved overtredelse av reglene om markedsmissbruk i lys av MAD II. Utvalget vurderer, i henhold til mandatet, også strafferettslige sanksjoner på enkelte andre brudd på verdipapirhandelloven. Endelig behandles enkelte fellesspørsmål.

En rekke bestemmelser som svarer til bestemmelsene om tilsynsvirkemidler i MAR, 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 foretak som er under tilsyn, 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 MAR har imidlertid ikke noe motstykke i norske regler. Her må utvalget vurdere behovet for lovendringer.

10.2 Tilsynsmyndigheten

10.2.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven § 15-1 første ledd forestår Finansdepartementet det overordnede tilsynet med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandel. 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 første ledd nr. 16 og verdipapirhandelloven § 15-1 annet ledd. Departementet kan delegere Finanstilsynets tilsyn med overholdelsen av verdipapirhandelloven § 5-2 om utsteders løpende informasjonsplikt og § 5-3 om utsatt offentlighet til regulert marked, jf. verdipapirhandelloven § 15-1 annet ledd. Slik delegasjon er gjort i verdipapirforskriften § 13-1 som fastsetter at tilsyn med de nevnte bestemmelsene skal utøves av regulert marked. Videre følger det av verdipapirforskriften § 5-1 at regulert marked skal varsles ved bruk av utsatt offentliggjøring. Når myndigheten er delegert, kan det regulerede markedet også sanksjonere utstedere ved brudd på informasjonsplikten ved illeggelse av overtredelsesgebyr, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd. Når myndigheten er delegert, behandles klage over vedtak som gjelder utsteders informasjonsplikt av Børsklagenemnden. Overtredelsesgebyr tilfaller statskassen.

Etter gjeldende rett er utstedere, hvis finansielle instrumenter omsettes på MHF, ikke omfattet av verdipapirhandelloven § 5-2 flg. Derimot har MHF-en som sådan en generell plikt til å påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investerings-

beslutning, jf. verdipapirhandelloven § 11-1 første ledd nr. 4.

10.2.2 Forventet EØS-rett

MAR artikkel 22 fastsetter at alle medlemsland skal peke ut én enkelt nasjonal tilsynsmyndighet som skal føre tilsyn med overholdelsen av forordningen. Medlemslandene skal informere Kommisjonen, ESMA og de andre nasjonale tilsynsmyndighetene om hvem som er nasjonal tilsynsmyndighet. Etter MAR artikkel 23 nr. 1 skal myndigheten utøves:

- «(a) directly;
- (b) in collaboration with other authorities or with the market undertakings;
- (c) under their responsibility by delegation to such authorities or to market undertakings;
- (d) by application to the competent judicial authorities.»

Bestemmelsen videreføres uendret fra MAD I artikkel 12 nr. 1. I fortalen til MAR omtales adgangen til å delegere myndighet til andre. I punkt 63 i fortalen heter det:

«Market undertakings and all economic actors should also contribute to market integrity. In that sense, the designation of a single competent authority for market abuse should not exclude collaboration links or delegation under the responsibility of the competent authority and market undertakings with a view to guaranteeing efficient supervision of compliance with the provisions in this Regulation.»

Det legges således opp til at oppgaver kan delegeres til andre myndigheter og til «market undertakings», men slik at den utpekte tilsynsmyndigheten er ansvarlig for gjennomføringen.

10.2.3 Utvalgets vurdering

10.2.3.1 Kort om tilsynsmyndighet

MAR innebærer ingen endringer for så vidt gjelder bestemmelsene om at det skal pekes ut én nasjonal tilsynsmyndighet for å føre tilsyn med og håndheve forordningens regler. Tilsvarende regel fantes før i MAD I artikkel 11 første ledd. Etter verdipapirhandelloven § 15-1 første ledd forestår departementet tilsynet med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av lovgivning

gen om verdipapirhandel. Etter verdipapirhandelloven § 15-1 annet ledd fører Finanstilsynet tilsyn med verdipapirforetaks og sentrale motparters virksomhet, samt med overholdelse av verdipapirhandellovens bestemmelser. Finanstilsynet er i medhold av denne bestemmelsen nasjonal tilsynsmyndighet etter MAD I artikkel 11.

I NOU 2017: 1 kapittel 9.2.3 foreslo Verdipapirlovutvalget å oppheve verdipapirhandelloven § 15-1 første ledd som fastslår at Finansdepartementet forestår det overordnede tilsynet med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandel. Utvalget viser til drøftelsen der for en nærmere redegjørelse for forslaget.

10.2.3.2 Om delegasjon av myndighet

Adgangen til å delegere myndighet ble vurdert av Finansdepartementet i forbindelse med gjennomføringen av MAD I i norsk rett. I Ot. prp. nr. 12 (2004–2005) kapittel 9.5 ble det lagt til grunn at ordningen der den daglige oppfølgingen av regelverket knyttet til løpende informasjonsplikt utføres av regulert marked kunne opprettholdes, så lenge Finanstilsynet har et «overordnet ansvar for å påse at opplysningsplikten etterleves». Det ble således lagt til grunn at verdipapirhandelloven § 15-1 annet ledd, som fastslår at Finanstilsynet fører tilsyn med at verdipapirhandellovens bestemmelser overholdes, oppfyller kravet om at delegasjon av myndighet til «market undertakings» skal skje «under their responsibility».

MAR artikkel 22 og artikkel 23 nr. 1 innebærer ingen endringer i regelverket knyttet til utpeking av tilsynsmyndighet eller adgangen til delegasjon. I fortalen punkt 63 er det i tillegg gitt en presisering hvor det uttrykkelig fastslås at regelen om at det skal utpekes én tilsynsmyndighet ikke er til hinder for at enkelte oppgaver kan delegeres til andre. Utvalget legger således til grunn at gjeldende delegasjon kan opprettholdes. Så langt utvalget er kjent med, er det bred enighet om at dagens ordning har fungert godt. Pr. i dag opererer Oslo Børs ASA de regulerte markeder hvor bestemmelsene har betydning – Oslo Børs og Oslo Axess. Oslo Børs har bygget opp kapasitet og tekniske løsninger for å føre tilsyn med utstedernes løpende informasjonsplikt. Tilsynet med informasjonsplikten utføres samordnet med den øvrige markedsovervåkning som børsen utfører. Utvalget antar at en overføring av oppgaven til Finanstilsynet vil medføre at det samlet sett vil medgå mer ressurser til å løse oppgaven, både knyttet til tekniske systemer og personellmessige

ressurser. Det vil også medføre at samordningen med øvrig markedsovervåkning faller bort. En deling av oppgaven, hvor den operative kontrollen (dvs. for informasjonsplikt, utsatt offentliggjøring og mottak av varsling om bruk av utsatt offentliggjøring) foregår på det regulerte markedet, og sanksjonering forestås i Finanstilsynet, vil nødvendigvis også medføre at ressursbehovet øker, fordi det vil måtte bygges opp operativ kompetanse begge steder. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at delegasjonshjemmelen i loven knyttet til tilsyn med utsteders løpende informasjonsplikt opprettholdes, men med henvisning til relevante bestemmelser i MAR, samt at delegasjonen i gjeldende forskriftsbestemmelse opprettholdes.

Gjennom MAR utvides anvendelsesområdet for utsteders informasjonsplikt. Etter artikkel 17 nr. 1 tredje ledd, skal informasjonsplikten også gjelde for utstedere som har godkjent handel av dennes finansielle instrumenter på en MHF eller OHF, eller har søkt om opptak til handel av de finansielle instrumentene på en MHF. Dette er varianter at disse to typene handelsplass, hvor det tilbys handel i instrumenter som utelukkende handles på en MHF eller OHF etter forutgående søknad eller godkjennelse fra utsteder. Disse omfatter blant annet vekstmarkeder for små og mellomstore bedrifter (SME growth markets). De fleste MHF-er i Europa tilbyr handel i instrumenter som allerede er notert på et regulert marked. Ved handel i slike allerede noterte instrumenter, søker eller godkjenner ikke utstederen opptaket til handel, og utstederens informasjonsplikt håndteres gjennom noteringen på det regulerte markedet. Dersom instrumentet ikke er notert på et regulert marked, har operatøren av MHF-en et selvstendig ansvar i å påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, jf. verdipapirhandelloven § 11-1 første ledd nr. 4. Slik sett har disse handelsplassene, som tilbyr handel i instrumenter som utelukkende handles på en MHF eller OHF, likhetstrekk med regulerte markeder. MHF-ene omtales gjerne som noterings-MHF / listing MTF. Det er per i dag etablert én slik MHF i Norge, Merkur Market som driftes av Oslo Børs. Utvalget foreslår at forskriftsbestemmelsen om delegasjon utformes slik at den også omfatter MHF der operatøren av MHF-en er et regulert marked. Forslaget innebærer at dagens praksis videreføres. Utvalget viser til redegjørelsen over for så vidt gjelder de praktiske argumentene for å videreføre dagens praksis. Dersom det senere viser seg å være behov for andre delegasjoner må disse vurderes konkret.

Utvalget mener generelt at også tilsynet med informasjonsplikten for utstedere av instrumenter som utelukkende handles på en MHF eller OHF, bør kunne delegeres til operatøren av handelsplassen, etter en nærmere vurdering i det konkrete tilfellet. Utvalget foreslår at klage på vedtak der myndigheten er delegert, som hovedregel behandles av Børsklagenemnden som i dag har denne oppgaven, med mindre noe annet bestemmes i hvert enkelt tilfelle. Slik utvalget ser det, er dette en praktisk løsning, som vil dekke behovene i dagens marked.

I motsetning til den gjeldende norske delegasjonsbestemmelsen, som kun gjelder tilsynet med den løpende informasjonsplikten, gir MAR generell adgang til å delegere tilsynsoppgaver etter forordningen til andre enn den utpekte myndigheten. Det gis på en rekke områder særlige regler for utslippstillatelse, for eksempel om løpende informasjonsplikt knyttet til slike finansielle instrumenter, se artikkel 17 nr. 2. Her skal tilsynsmyndigheten samarbeide tett med andre tilsynsmyndigheter. Utvalget foreslår at delegasjonshjemmelen gis et tillegg, som gir mulighet for å delegere andre av Finanstilsynets oppgaver etter MAR til markedsaktører og til andre offentlige myndigheter. På denne måten utformes delegasjonsregelen slik at det gis rom for endringer som følger av utvidelsen av regelverkets anvendelsesområde og for markedsutvikling, samt for å skreddersy eventuelle delegasjoner til å løse de konkrete tilsynsoppgavene på en til enhver tid hensiktsmessig og ressurseffektiv måte.

Dersom endringer i markedene eller andre forhold på et senere tidspunkt skulle tilsi at delegasjon ikke lenger er hensiktsmessig, kan delegasjonen endres eller trekkes tilbake.

Uavhengig av eventuelle delegasjoner, vil Finanstilsynet som nasjonal tilsynsmyndighet være kontaktpunkt for andre tilsynsmyndigheter og ESMA i forhold til saker som har forgreninger til flere land, rapportering og annet samarbeid med andre myndigheter, se nærmere under kapittel 10.5. Utvalget legger til grunn at adgangen til å delegere Finanstilsynets kompetanse etter MAR fortsatt bør ligge i Finansdepartementet.

10.2.3.3 Myndighet som må utøves av Finanstilsynet

MAR artikkel 17 nr. 5 flg. gir nye regler om at nasjonal tilsynsmyndighet på nærmere angitte vilkår kan godkjenne utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon vedrørende visse finansinstitusjoner selv om de ordinære vilkårene for utsettelse

ikke er oppfylt. Forutsetningen er at offentliggjøring av informasjonen kan medføre fare for den finansielle stabiliteten. Det vises til en nærmere redegjørelse for reglene i kapittel 6.2. Kompetansen til å foreta denne type vurderinger (institusjonens og det finansielle systemets finansielle stabilitet) finnes i Finanstilsynet, og ikke hos operatøren av handelsplassen. Utvalget legger dermed til grunn at spørsmålet om å gi adgang til utsatt offentlighet i slike tilfeller må behandles av tilsynsmyndigheten, og verken kan eller bør delegeres til operatøren av handelsplassen. Utvalget kan ikke se at en slik deling av myndighet er problematisk, ettersom det her er snakk om en helt annen type vurdering enn ved ordinær utsatt offentliggjøring.

10.3 Om tilsynsmyndighet og jurisdiksjon

10.3.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 3-1 gir som nevnt i kapittel 2.2 regler om atferdsreglenes stedlige virkeområde. Tredje ledd fastsetter at §§ 3-3 om misbruk av innsideinformasjon, 3-4 om taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering, 3-7 om rådgivningsforbud og 3-8 om markedsmanipulasjon gjelder for handlinger foretatt i Norge i tilknytning til finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked i en annen EØS-stat eller der det er søkt om slik notering. § 3-1 gjennomfører MAD I artikkel 10 i norsk rett.

10.3.2 Forventet EØS-rett

Den norske tilsynsmyndigheten skal håndheve forordningens regler innenfor sitt territorium. I tillegg skal tilsynsmyndigheten håndheve forordningens regler der det foretas handlinger eller unnlatelser i utlandet knyttet til instrumenter som er tatt opp, eller søkt tatt opp, til handel på et regulert marked, som er handlet på en auksjonsplattform, eller som er handlet, eller søkt handlet, på en MHF eller OHF innenfor norsk territorium. Dette følger av artikkel 22 hvor det i annen setning heter det:

«The competent authority shall ensure that the provisions of this Regulation are applied on its territory, regarding all actions carried out on its territory, and actions carried out abroad relating to instruments admitted to trading on a regulated market, for which a request for admission to trading on such market has been

made, auctioned on an auction platform or which are traded on an MTF or an OTF or for which a request for admission to trading has been made on an MTF operating within its territory.»

Bestemmelsen viderefører prinsippene fra MAD I artikkel 10, men må leses i sammenheng med MAR artikkel 2 om forordningens anvendelsesområde, hvor det i nr. 4 fremgår at MAR har ekstraterritorial virkning. Tilsvarende bestemmelse fantes ikke i MAD I.

10.3.3 Utvalgets vurderinger

I kapittel 2.2 foreslo utvalget å oppheve verdipapirhandelloven § 3-1 fordi MAR artikkel 2 gir regler om virkeområdet til MAR, herunder om stedlig virkeområde. Artikkel 22 annen setning må leses i denne konteksten. Etter artikkel 22 skal nasjonale tilsynsmyndigheter sørge for at forordningen håndheves («are applied») på tilsynsmyndighetens territorium og for handlinger foretatt i andre land som gjelder finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på regulert marked eller som handles på en auksjonsplattform, en MHF eller OHF på myndighetens territorium, eller er søkt tatt opp til slik handel. Regelen innebærer at Finanstilsynet foruten å gripe inn og sanksjonere mot overtredelse av MAR på norsk territorium, skal kunne gripe inn mot overtredelse av forordningen begått av personer (norske eller utenlandske statsborgere) som befinner seg utenfor norsk territorium og på en markeds plass utenfor norsk territorium. Ettersom MAR er en forordning som gjennomføres i norsk rett ved inkorporasjon, vil Finanstilsynet ha hjemmel for å gripe inn mot de handlinger eller unnlatelser som omfattes av forordningen, innenfor det anvendelsesområdet artikkel 2 fastsetter, når Finanstilsynet er utpekt til nasjonal tilsynsmyndighet etter forordningen artikkel 22 første setning. Utvalget kan således ikke se at det er behov for å utarbeide ytterligere regler om tilsynsmyndighet og jurisdiksjon.¹ Hva norske myndigheter kan foreta seg utenlands bestemmes imidlertid også av hvilke regler som gjelder i vedkommende land og hvilke overenskomster Norge har med andre myndigheter. Innenfor EØS-området reguleres spørsmålet av MAR artikkel 25 som gir detaljerte regler om samarbeid om tilsyn og sanksjonering ved overtredelse av regelverket. Når det gjelder tredjeland

¹ Tilsvarende er lagt til grunn i den svenske utredningen, se SOU 2014:46 kapittel 14.8.

gir artikkel 26 regler om utarbeidelse av samarbeidsavtaler. Det vises til kapittel 10. 5 om samarbeid med andre tilsynsmyndigheter.

10.4 Virkemidler i det løpende tilsynet med verdipapirmarkedet

10.4.1 Gjeldende rett

Finanstilsynsloven, verdipapirhandelloven og børsloven inneholder en rekke bestemmelser om virkemidler som kan benyttes i tilsynsarbeidet, herunder i tilsynet med overholdelsen av reglene om markedsmissbruk.

De fleste foretak under Finanstilsynets tilsyn er sentrale markedsaktører. Dette gjelder for det første verdipapirforetak, med sine oppgaver i verdipapirmarkedet. For det annet gjelder det regulerte markeder. For det tredje er finansforetakene viktige markedsaktører, blant annet som store investorer og långivere. Finanstilsynet kan i medhold av finanstilsynsloven §§ 3 flg. kreve opplysninger fra foretak under tilsyn, få utlevert dokumenter og annet materiale, 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. Verdipapirhandelloven § 15-2 første ledd pålegger verdipapirforetak å utlevere oppgaver og lydopptak som foretaket har plikt til å oppbevare etter loven, samt alle andre dokumenter 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.

Ved mistanke om brudd på markedsmissbruksreglene omfatter opplysningsplikten overfor Finanstilsynet ikke bare foretak som er under tilsyn og deres ansatte, men «enhver», se verdipapirhandelloven § 15-3 første ledd. Opplysningsplikten gjelder ikke opplysninger som vedkommende ville vært forhindret fra å gi fra seg i en straffesak. Opplysningsplikten gjelder likevel uten hinder av lovbestemt taushetsplikt som ellers påhviler ligningsmyndigheter og andre skattemyndigheter samt andre myndigheter som har til oppgave å overvåke offentlig regulering av ervervsvirksomhet. Opplysningsplikten omfatter også nærmere angitte opplysninger om telekommunikasjon. Opplysningsplikten omfatter plikt til å fremlegge dokumenter, teknisk lagret informa-

sjon og utskrifter fra lagringsmedium. Opplysninger kan kreves skriftlig eller muntlig. Den som kalles inn til avhør har rett til å la seg bistå av advokat. Opplysninger innhentet i medhold av bestemmelsen, kan bare benyttes i den saken de er innhentet for.

Børsloven § 45 pålegger regulerte markeder og selskap i samme konsern å gi en rekke opplysninger til Finanstilsynet, samt å utlevere dokumentasjon som angår virksomheten. Ved mistanke om brudd på verdipapirhandellovens kapittel 3 om markedsmissbruk, plikter regulert marked og selskap i samme konsern straks å melde fra til og bistå Finanstilsynet.

Verdipapirhandelloven § 15-5 gir regler om bevissikring. For å søke etter bevis kan Finanstilsynet, når det er rimelig grunn til å anta at bestemmelsene om markedsmissbruk i verdipapirhandelloven kapittel 3 er overtrådt, eller det er nødvendig for å oppfylle Norges avtaleforpliktelser overfor annen stat, kreve å få adgang til lokaler, eiendommer og andre oppbevaringssteder hvor det kan finnes bevis for overtredelsen. Finanstilsynet kan få adgang til bolig dersom det er særlig grunn til å anta at bevis oppbevares der. Som et ledd i bevissikringen, kan Finanstilsynet etter verdipapirhandelloven § 15-5 første ledd nr. 3 «ta med ting», herunder kopi av dokumenter og annen informasjon og teknisk lagret informasjon som kan ha betydning som bevis for nærmere granskning. Finanstilsynet kan også forsegle forretningslokaler, bøker, forretningspapirer eller teknisk lagringsmedium så lenge undersøkelsen varer og dette anses nødvendig.

Begjæring om adgang til bevissikring fremsettes av Finanstilsynet for tingretten på det stedet 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. 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. Finanstilsynet kan kreve bistand av politiet for å iverksette beslutning om bevissikring.

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 opptre i strid med lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov. Pålegg om retting kan også gis dersom verdipapirforetak opptre i strid med interne retningslinjer og instruks eller dersom foreta-

kets ledelse eller styre ikke oppfyller kravene til hederligandel og erfaring. Annet ledd fastsetter at pålegg på visse vilkår også kan rettes til norske verdipapirforetak som driver virksomhet i annen EØS-stat.

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 instruks, når virksomheten kan påføre foretaket eller dets kunder uforvarlig 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 fremgangsmåten 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 tvangsfullbyrdsloven. I NOU 2017: 1 finnes bestemmelsen i utkastet § 12-11.)

Dersom Finanstilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandeloven, 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 verdipapirhandeloven § 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 verdipapirhandeloven § 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 hederligandel 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.

10.4.2 Forventet EØS-rett

MAR artikkel 23 angir de minimumsbeføyelser nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha til rådighet. Forordningens fortale understreker viktigheten av at tilsynsmyndighetene har tilstrekkelig myndighet til å gjennomføre et effektivt tilsyn med at reglene om markedsmissbruk overholdes. I punkt 62 er dette omtalt slik:

«A set of effective tools and powers and resources for the competent authority of each Member State guarantees supervisory effectiveness. Accordingly, this Regulation, in particular, provides for a minimum set of supervisory and investigative powers competent authorities of Member States should be entrusted with under national law. Those powers should be exercised, where the national law so requires, by application to the competent judicial authorities. When exercising their powers under this Regulation competent authorities should act objectively and impartially and should remain autonomous in their decision making.»

Det forutsettes at de nasjonale reglene som utarbeides 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 punkt 66 omtales dette nærmere:

«While this Regulation specifies a minimum set of powers competent authorities should have, those powers are to be exercised within a complete system of national law which guarantees the respect for fundamental rights, including the right to privacy. For the exercise of those powers, which may amount to serious interferences with the right to respect for private and family life, home and communications, Member States should have in place adequate and effective safeguards against any abuse, for instance, where appropriate a requirement to obtain prior authorisation from the judicial authorities of a Member State concerned. Member States should allow the possibility for competent authorities to exercise such

intrusive powers to the extent necessary for the proper investigation of serious cases where there are no equivalent means for effectively achieving the same result.»

Flere av bestemmelsene i MAR artikkel 23 videreføres uendret fra MAD I artikkel 12. MAR artikkel 23 stiller imidlertid også enkelte nye krav til tilsynsmyndighetens kompetanse. Disse bestemmelsene krever gjennomføring i norsk rett. Artikkel 23 nr. 1 bokstav c) gir nye regler om opplysningsplikt knyttet til varederivater, herunder plikt til å utlevere dokumentasjon og tilgang til handelssystemer. MAR gir også mer utførlige regler om tilgang til lokaler og bevissikring. Det gis også nye regler om tilsynsmyndighetens adgang til å korrigere villedende informasjon. Etter artikkel 23 nr. 2 bokstav a) til m) skal tilsynsmyndigheten ha følgende beføyelser til rådighet:

- a. få tilgang til ethvert dokument eller data i enhver form og få utlevert eller ta en kopi av disse,
- b. kreve opplysninger fra enhver person, herunder alle som suksessivt er involvert i ordreinnleggelsen eller utførelsen av relaterte oppgaver, samt deres overordnede, og om nødvendig kalle vedkommende inn til avhør,
- c. i forbindelse med råvarederivater, kreve opplysninger fra markedsdeltagere om relaterte spotmarkeder i henhold til standardiserte formater, få tilgang til rapporter om transaksjoner og få direkte tilgang til megleres handelssystemer,
- d. gjennomføre stedlig tilsyn og undersøkelser andre steder enn i fysiske personers private boliger,
- e. på de vilkår som gjelder etter nasjonal rett, få adgang til fysiske eller juridiske personers lokaler for å beslaglegge dokumenter og data i enhver form, når det er mistanke om at det finnes dokumenter eller data som er relevante for en kontroll eller undersøkelse som kan ha betydning for å bevise at det foreligger insidehandel eller markedsmanipulasjon etter forordningen,
- f. anmelde saker til påtalemyndigheten,
- g. få utlevert eksisterende opptak av telefonsamtaler eller elektronisk kommunikasjon eller andre opplysninger om datatrafikk som oppbevares av verdipapirforetak, kredittinstitusjoner eller finansinstitusjoner,
- h. i den utstrekning det er tillatt etter nasjonal lovgivning, kreve eksisterende opplysninger om tele- og datatrafikk som oppbevares av teleoperatør ved mistanke om overtredelse av forord-

ningens artikkel 14 bokstav a) og b) og artikkel 15, når opplysningene kan være relevante for undersøkelse av overtredelsen,

- i. kreve arrest eller beslag av eiendeler,
- j. suspendere handelen i de berørte finansielle instrumentene,
- k. kreve midlertidig opphør av enhver praksis som tilsynsmyndigheten mener er i strid med forordningen,
- l. kreve midlertidig forbud mot utøvelse av profesjonell virksomhet,
- m. treffe alle nødvendige tiltak for å sikre at allmennheten har korrekt informasjon, blant annet ved å korrigere falske eller villedende opplysninger, eller stille krav om at en utsteder eller en annen person som har offentliggjort eller spredt slike opplysninger, offentliggjør en korrigering.

Myndigheten skal kunne utøves direkte, i samarbeid med eller ved delegasjon til andre myndigheter eller til markedsaktører eller etter begjæring til domstolene. Dette fremgår av MAR artikkel 23 nr. 1.

For så vidt gjelder tilsynsmyndighetens rett til å skaffe seg adgang til fysiske eller juridiske personers lokaler etter bokstav e), fastsetter artikkel 23 nr. 2 annet ledd at kompetansen først kan utøves etter at forutgående tillatelse fra domstolen er innhentet der dette er et vilkår etter nasjonal rett.

Artikkel 23 nr. 3 understreker at medlemsstatene skal sørge for at tilsynsmyndighetene har alle nødvendige fullmakter for å oppfylle sine forpliktelser etter reguleringen.

I artikkel 23 nr. 4 gis det en ny regel som fastslår at personer som gjør informasjon tilgjengelig for myndighetene i samsvar med reguleringen, ikke skal anses å ha brutt noe forbud mot å offentliggjøre informasjon som følger av kontraktsforhold eller av lov eller annen reguleringsmessig forpliktelse og ikke kan pålegges noen form for ansvar på grunnlag av slike meddelelser.

Nedenfor følger en gjennomgang av kravene som stilles i artikkel 23, med forslag til gjennomføring.

10.4.3 Utvalgets vurderinger

10.4.3.1 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.

MAR artikkel 23 nr. 1 viderefører MAD I artikkel 12 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 markedsaktører, ved delegasjon til andre myndigheter eller til markedsaktører eller ved søknad til «judicial authorities». Utvalget legger således til grunn at forordningen fortsatt gir betydelig frihet med hensyn til regulering av hvordan kompetansen skal utøves og på hvilke vilkår.

MAR artikkel 23 nr. 2 angir som nevnt de minimumsbeføyelser tilsynsmyndigheten skal ha til rådighet. Flere av bestemmelsene i artikkel 23 nr. 2 videreføres uendret fra MAD I artikkel 12 nr. 2, 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 bemerker innledningsvis at en rekke av bestemmelsene i MAR artikkel 23 nr. 2 er generelle i sin form; tilsynsmyndigheten skal ha rett til «ethvert dokument» og be om opplysninger «fra enhver person». Anvendelsesområdet for MAR setter imidlertid saklige rammer for bruk av tilsynshjemlene. Generelt utformede tilsynshjemler må dermed leses i denne konteksten. I Ot.prp. nr. 34 (2006–2007), kapittel 12.4.4 drøftet departementet rekkevidden av generelt utformede tilsynshjemler i tilknytning til gjennomføring av MiFID I:

«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 kapitlene som omfattes av MiFID og markedsmissbruksdirektivet.»

Departementets uttalelse gjaldt opplysningsplikten ved gjennomføring av MiFID I, men henviser samtidig til bestemmelsene som gjennomfører MAD I. Departementets uttalelse har relevans for alle situasjoner der reglene gir tilsynsmyndigheten generell kompetanse, følgelig også ved tolkningen av kompetansehjemlene knyttet til MAR.

10.4.3.2 Opplysningsplikt

MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav a), b) og c) omhandler tilsynsmyndighetens adgang til å kreve dokumenter og annet materiale fremlagt, samt til å kreve opplysninger og kalle inn til avhør.

Bokstav a) og b) videreføres fra MAD I med mindre språklige endringer. I bokstav a) presiseres det dessuten at retten til å få utlevert dokumenter omfatter «any document and data in any form».

Ved gjennomføring av MAD I ble bestemmelsene om opplysningsplikt i verdipapirhandelloven gjennomgått og endret for å imøtekomme kravene i direktivet. Det ble foreslått en ny bestemmelse, som nå står i verdipapirhandelloven § 15-3, om opplysningsplikt for enhver ved mistanke om blant annet brudd på markedsmissbruksreglene i verdipapirhandelloven kapittel 3. Utvalget foreslår ingen endringer i bestemmelsen og viser til drøftelsen av opplysningsplikten i Ot.prp. 12 (2004–2005) pkt. 17.2.2 for så vidt gjelder den nærmere vurdering av innholdet i regelverket. Under «departementets vurdering» er opplysningsplikten omtalt slik:

«Når det gjelder opplysningsplikten, foreslår Kredittilsynet en viss utvidelse i forhold til gjeldende opplysningsplikt i vphl. § 12-2 sjette ledd, bl.a. skal det kunne kreves opplysninger av enhver ved mistanke om overtredelse av verdipapirhandellovens kapittel 2 og 3, samt utkast til børsloven § 5-7. I dag gjelder slik opplysningsplikt bare ved mistanke om overtredelse av innsiddehandelforbudet, taushetsplikten og forbudet mot kursmanipulering. Det fremgår av Kredittilsynets høringsnotat at deler av utvidelsen neppe er nødvendig som følge av våre direktivforpliktelser. Det angis imidlertid ikke klart hvilke deler av bestemmelsen det siktes til, men departementet antar bl.a. at opplysningsplikt overfor Kredittilsynet ved mistanke om overtredelse av vphl. § 2-5 (forslagets § 2-9) om urimelige forretningsmetoder mv. ikke er nødvendig som følge av direktivet. Departementet slutter seg likevel til Kredittilsynets forslag. Det antas at en slik forklaringsplikt vil

kunne effektivisere tilsynet med verdipapirhandelkriminalitet, også i forhold til de tradisjonelt mindre alvorlige lovbrudd i verdipapirhandelloven kapittel 2 og 3. Dette anses å være positivt. Det vises videre til at personer som avkreves opplysninger kan nekte å svare på spørsmål dersom svaret vil kunne utsette vedkommende for straff mv., jf. EMK art. 6 nr. 1.»

Bestemmelsen er senere endret slik at opplysningsplikten for enhver gjelder flere forhold. I NOU 2017: 1 er bestemmelsen foreslått videreført i ny § 19-3 første ledd som fastsetter at 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.

MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav c) er ny og fastsetter at den nasjonale tilsynsmyndigheten i forbindelse med råvarederivater skal kunne innhente informasjon fra markedsteltakere på relaterte spotmarkeder i henhold til «standardised formats», innhente transaksjonsrapporter og få direkte tilgang til meglernes handelssystemer. Fortalen gir ingen anvisning på hvordan sistnevnte adgang er tenkt brukt. Utvalget antar at det ikke vil være aktuelt for Finanstilsynet på kontinuerlig basis å ha direkte tilgang til markedsplassenes eller meglernes handelssystemer, men legger til grunn at det kan være aktuelt å be om slik tilgang ved undersøkelser av konkrete saker. Utvalget bemerker at de opplysningene som skal kunne innhentes etter artikkel 23 nr. 2 bokstav c) faller inn under opplysningsplikten som gjelder for enhver etter verdipapirhandelloven § 19-3 ved mistanke om overtredelse av regelverket for markedsmissbruk, ettersom den omfatter plikt til å legge frem både dokumenter og teknisk lagret informasjon. Fordi MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav c) omhandler rett til å kreve informasjon på standardisert format, er det likevel enkelte forskjeller, i hvert fall hvis en legger til grunn at informasjonen skal kunne kreves med en viss regelmessighet. Den fastsetter også at tilsynsmyndigheten skal ha direkte tilgang til meglernes handelssystem. I begge tilfeller antar utvalget at det vil kunne påløpe utgifter for berørte aktører som går utover det som vil være tilfelle ved leilighetsvis informasjonsinnhenting. Dette tilsier at det kan være grunn til å presisere at opplysningsplikten også innebærer slik innhenting av informasjon. I den svenske utredningen er tilsvarende forståelse lagt

til grunn.² Utvalget foreslår på denne bakgrunn at bestemmelsen i utkastet § 19-3 første ledd gis et tillegg hvor hjemmelen for denne typen informasjonsinnhenting klart fremgår. Utvalget foreslår videre å ta inn nødvendige henvisninger til MAR i bestemmelsen.

10.4.3.3 Stedlig tilsyn og bevissikring

Bestemmelsene om *stedlig tilsyn* videreføres i MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav d), men med en utvidet ordlyd. Mens MAD I artikkel 11 nr. 2 bokstav c) omtalte «on-site inspections» taler MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav d) om «on-site inspections or investigations». Hva «investigations» er ment å gi i tillegg, er ikke omtalt i fortalen til forordningen. 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. Utvalget legger dermed til grunn at tilføyelsen ikke genererer behov for endringer. Bestemmelsen får også et tillegg som presiserer at den ikke gjelder for private hjem. Heller ikke denne tilføyelsen genererer behov for endringer i verdipapirhandelloven, se nedenfor. MAR inneholder dessuten minimumsregler, slik at nasjonale myndigheter kan velge å gi tilsynsmyndigheten ytterligere kompetanse.

MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav e) gir i tillegg en ny bestemmelse som fastsetter at tilsynsmyndigheten skal kunne få adgang til lokalene til både fysiske og juridiske personer for å innhente dokumenter og data i enhver form dersom det foreligger mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon og det aktuelle materialet er relevant for undersøkelsen. I denne bestemmelsen avgrenses det ikke mot private hjem. Etter MAR artikkel 23 nr. 2 annet ledd kan nasjonal rett fastsette at tilsynsmyndigheten må innhente forhåndsgodkjenning hos «judicial authorities».

For så vidt gjelder foretak under tilsyn, fastsetter finanstilsynsloven § 3 flg. at Finanstilsynet kan foreta stedlig tilsyn og andre undersøkelser. Regelverket om markedsmissbruk retter seg imidlertid mot «enhver». Ved gjennomføring av MAD I fikk verdipapirhandelloven en ny bestemmelse om bevissikring i § 15-5, for å imøtekomme kravet om å kunne gjennomføre undersøkelser også hos foretak og privatpersoner som ikke er underlagt Finanstilsynets tilsyn. I Ot.prp. nr. 12 (2004–2005)

² Se Lagrådsremiss «Effektiv bekämpfung av marknadsmisbruk» av 1. september 2016, kapittel 10.3.

er bestemmelsen grundig drøftet i kapittel 17.2.2 hvor departementet blant annet uttaler:

«Kredittilsynet foreslår en ny bestemmelse om bevissikring, utkastet § 12-4, som skal gjennomføre direktivet art. 12 nr. 2 bokstav c. Ved mistanke om lovbrudd er det normalt politiet som foretar ransaking mv. etter de alminnelige reglene om dette i straffeprosessloven kapittel 15. Forslaget innebærer at Kredittilsynet kan kreve å få tilgang til forretningslokaler og bolig mv. hos enhver for å søke etter bevis på overtreddelse av verdipapirhandelloven kapittel 2. Begjæring om slik bevissikring må fremsettes for retten for avgjørelse. Dersom det ikke er tid til å avvente rettens beslutning, skal Kredittilsynet kunne kreve at politiet avstenger området der bevisene kan være inntil rettens beslutning foreligger.

...

Departementet legger til grunn at direktivet art. 12 nr. 2 bokstav c om krav om adgang til «on-site inspections» ikke utelukkende retter seg mot bevissikring hos institusjoner under tilsyn. Kompetansekravene i art. 12 nr. 2 synes også å innebære krav om adgang til tilsyn og etterforskning i tilknytning til andre personer (det vil si også andre enn tilsynsobjekter) som omfattes av markedsmissbruksreglene.»

Utvalget bemerker at bestemmelsen om bevissikring i § 15-5 i utgangspunktet ble utformet for å gjennomføre bestemmelsen om stedlig tilsyn som nå er å finne i MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav d). Bestemmelsen er imidlertid utformet slik at den også dekker den nye bestemmelsen om bevissikring i MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav e). I NOU 2017: 1 foreslår Verdipapirlovutvalget å videreføre bestemmelsen i § 19-5. Utvalget legger dermed til grunn at det ikke er behov for lovendringer for å oppfylle kravene i MAR artikkel 23 nr. 2 bokstavene d) og e), ut over å ta en henvisning til MAR inn i utkastet § 19-5 første ledd.

10.4.3.4 Opplysninger om telekommunikasjon

MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav g) gir en ny bestemmelse om innhenting av eksisterende opptak av telefonsamtaler eller annen elektronisk kommunikasjon og trafikkdata fra verdipapirforetak, kreditinstitusjoner og andre finansforetak. En tilsvarende regel 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 markedsmissbruksreglene har blitt langt mer effektivt. I NOU 2017: 1 har utvalget foreslått 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. For så vidt gjelder kredittinstitusjoner og andre finansinstitusjoner, vil Finanstilsynet kunne kreve utlevert eksisterende opptak av telefonsamtaler mv. som foretaket besitter i medhold av finanstilsynsloven § 3 flg. Det er ikke behov for lovendring for å gjennomføre MAR på dette punktet.

MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav h) gir en bestemmelse om *innhenting av trafikkdata fra teleoperatør*. Bestemmelsen viderefører MAD I artikkel 12 nr. 2 bokstav h), men med en mer detaljert og presis ordlyd. Etter bestemmelsen skal tilsynsmyndigheten, i den utstrekning det er tillatt etter nasjonal lovgivning, kunne kreve eksisterende opplysninger om tele- og datatrafikk som oppbevares av teleoperatør, ved mistanke om overtreddelse av forordningens artikkel 14 bokstav a) og b) om innsidehandel og artikkel 15 om markedsmanipulasjon, dersom opplysningene kan være relevante for undersøkelse av overtreddelsen.

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 markedsmissbruk, hvor hendelsesforløpet ikke trenger ha noen tilknytning til et verdipapirforetak.

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. (gjennomføring 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. 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 at det eventuelt 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 er foreslått videreført i § 19-3. Utvalget ser ingen grunn til å foreslå ytterligere regler, men legger til grunn at endringen som allerede er vedtatt kan settes i kraft.

10.4.3.5 *Beslag av aktiva og anmeldelse til påtalemyndigheten*

I MAR artikkel 23 nr. 2, bokstav i) videreføres reglene i MAD I artikkel 12 nr. 2 bokstav g) om arrest og beslag av aktiva uten endringer. I Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) kapittel 17. 2.2 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 i MAR videreføres uendret. Utvalget har heller ikke kunnskap om andre forhold som tilsier at det er behov for å foreslå endringer på dette punktet.

I artikkel 23 nr. 2 bokstav f) videreføres kravet om at tilsynsmyndigheten skal ha adgang til å henvise saker til strafferettslig forfølgning. Enhver kan inngi anmeldelse til påtalemyndigheten. Finanstilsynet anmelder hvert år saker om markedsmissbruk til påtalemyndigheten. Reglene om taushetsplikt er ikke til hinder for at et forvaltningsorgan anmelder lovbrudd til påtalemyndigheten, når det finnes ønskelig av allmenne hensyn eller forfølgning av lovbruddet har naturlig sammenheng med avgiverorganets oppgaver, se forvaltningsloven § 13 b nr. 6. Det er dermed ikke behov for ytterligere regler for å gjennomføre MAR på dette punktet.

10.4.3.6 *Pålegg om å stanse ulovlig atferd*

MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav k) og l) viderefører MAD I artikkel 12 nr. 2 bokstav e) og h) med mindre språklige endringer. Førstnevnte fastsetter at tilsynsmyndigheten skal kunne kreve midlertidig opphør av enhver atferd som de anser å være i strid med forordningen. Sistnevnte fastsetter at tilsynsmyndigheten midlertidig skal kunne forby «the exercise of professional activity».

For så vidt gjelder den nærmere forståelsen av bestemmelsene, viser utvalget til Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) kapittel 17.2.2 hvor departementet

siterer Finanstilsynets høringsnotat om gjennomføring av MAD I:

«Vilkåret om at tilsynsorganet skal kunne kreve opphør med praksis som strider mot Direktivet eller dets utfyllende bestemmelser følger av art. 12 nr. 2 litra e). Et eksempel på ulovlig praksis vil være såkalte «boiler room» aktiviteter hvorved kursen på finansielle instrumenter ved bedrageriaktig adferd drives til kunstige nivåer. Etter kredittilsynsloven § 4 a) kan Kredittilsynet i dag gi pålegg om å stanse ikke-konsesjonspliktig virksomhet. I medhold av vphl § 12-4 kan det gis pålegg om retting til verdipapirforetak mv. For øvrig antas det at Kredittilsynet vil kunne begjære midlertidig forføyning mot ulovlig praksis etter tvangsfullbyrdsloven kapittel 15, jf Ot.prp. nr. 65 (1997–98) side 7–8 der adgangen drøftes. Med tanke på gjennomføringen av art. 12 nr. 2 litra e), kan det imidlertid reises spørsmål om vilkårene om sikringsgrunn mv. i tvangsfullbyrdsloven, medfører at Direktivet er oppfylt. På denne bakgrunn foreslås det at Kredittilsynet gis en mer generell påleggskompetanse i markedsmissbrukstilfeller. Slik kompetanse bør være betinget av en berettiget mistanke og prosessuelt følge forvaltningsrettslige regler slik tilfellet er etter dagens § 12-4 i vphl.»

Departementet sluttet seg til Kredittilsynets vurdering og uttalte samtidig at et forbud mot å drive ervervsvirksomhet ikke vil kunne strekke seg lenger enn det som er nødvendig etter forholdene. Bestemmelsen står i dag i § 15-7 sjette ledd og 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 handlingen til opphør. Verdipapirlovutvalget har i NOU 2017:1 foreslått å videreføre bestemmelsen i § 19-7 sjette ledd. Utvalget kan ikke se at det er behov for ytterligere endringer for å gjennomføre MAR.

10.4.3.7 *Suspensjon av handelen i finansielle instrumenter*

MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav j) fastsetter at tilsynsmyndigheten skal ha adgang til å suspendere handelen med finansielle instrumenter. Bestemmelsen viderefører MAD I artikkel 11 nr. 2 bokstav f) uendret. Regler som gjennomfører bestem-

melsen er gitt i børsloven § 25 tredje ledd. I tillegg omfatter ordlyden i verdipapirhandelloven § 15-7 syvende ledd de situasjoner artikkelen omhandler. Utvalget viser til at MAR ikke innebærer behov for endringer i forhold til dagens rettstilstand. Utvalget har heller ikke kunnskap om at det foreligger andre forhold som tilsier at reglene bør endres. I NOU 2017:1 foreslo utvalget å videreføre børsloven § 25 tredje ledd i utkast til verdipapirhandellov § 12-3 femte ledd. Gjeldende verdipapirhandellov § 15-7 syvende ledd ble foreslått gjennomført i § 9-42 femte ledd, som gjelder suspensjon og strykning på MHF og OHF. Suspensjon og strykning av et finansielt instrument etter disse bestemmelsene kan imidlertid bare pålegges «hvis det ikke lenger fyller vilkårene for opptak til handel». Etter gjeldende regel i børsloven § 23 tredje ledd kan suspensjon og strykning også kreves dersom «særlige grunner for øvrig tilsier det». Utkastet til nye bestemmelser har således et snevrere anvendelsesområde enn børsloven § 25 tredje ledd og verdipapirhandelloven § 15-7 syvende ledd. Etter sistnevnte bestemmelse kan Finanstilsynet bestemme at handelen i et finansielt instrument skal stoppes midlertidig eller permanent dersom særlige grunner tilsier det. Bestemmelsen ble i utgangspunktet innført for å gjennomføre reglene om strykning og suspensjon i MiFID I artikkel 50. I Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 12.4.9 berøres forholdet til MAD I når departementet drøfter innføring av bestemmelsen. Departementet henviser til at børsloven gjennomfører en sammenlignbar bestemmelse. For øvrig uttalte departementet:

«Departementet antar at suspensjon og strykning først og fremst vil være aktuelt for instrumenter som er notert på et regulert marked. Av direktivets art. 50 nr. 2 k fremgår det imidlertid uttrykkelig at strykning skal kunne kreves både på regulert marked og annen markeds plass («other trading arrangements»). Utvalget har på denne bakgrunn foreslått en ny bestemmelse i ny vphl. § 15-7 sjuende ledd om at Kredittilsynet skal kunne gi pålegg om at handel i bestemte finansielle instrumenter skal stoppes midlertidig eller permanent. Departementet slutter seg til dette, men mener det også her bør tas inn i loven at Kredittilsynets kompetanse til å pålegge stans i handel med bestemte finansielle instrumenter kan foretas når «særlige grunner» tilsier det. Det vises også til Justisdepartementets høringsuttalelse om dette, jf. ovenfor. Departementet foreslår etter dette at Kredittilsynet skal kunne gi

pålegg om at handel i bestemte finansielle instrumenter skal stoppes midlertidig eller permanent dersom særlige grunner tilsier det, jf. forslag til § 15-7 nytt sjuende ledd. Hjemmen vil kunne brukes uavhengig av om det finansielle instrumentet er opptatt til handel på regulert marked, eller om det handles på annen markeds plass.»

Utvalget legger til grunn at bestemmelsen i § 15-7 syvende ledd bør opprettholdes for å gjennomføre forpliktelsene etter MAR. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at bestemmelsen beholdes som et siste ledd i den foreslåtte bestemmelsen i utkastet § 19-7 niende ledd.

10.4.3.8 Tilsynsmyndighetens adgang til å korrigere uriktige opplysninger

MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav m) gir en ny regel som fasetter at tilsynsmyndigheten skal kunne treffe alle nødvendige tiltak for å sikre at allmennheten har korrekt informasjon, blant annet ved å korrigere falske eller villedende opplysninger, eller stille krav om at en utsteder eller en annen person som har offentliggjort eller spredt slike opplysninger, offentliggjør en korrigering. Fortalen gir ingen veiledning med hensyn til hvilke situasjoner bestemmelsen er ment å dekke.

Utover de begrensninger som følger av reglene om lovbestemt taushetsplikt, foreligger det ingen begrensninger i *Finanstilsynets* adgang til å uttale seg innenfor sitt område. Utvalget kan dermed ikke se at det er behov for noen særskilt hjemmel for at Finanstilsynet skal kunne gi informasjon om at det foreligger falske eller villedende opplysninger i markedet og eventuelt korrigere disse.

For så vidt gjelder adgangen til å pålegge *utsteder eller andre* å korrigere informasjon, fastsetter verdipapirforskriften § 13-8 bokstav c) at Finanstilsynet kan pålegge utsteder å gi offentlig tilleggsinformasjon dersom utsteders finansielle rapportering ikke er i samsvar med lov eller forskrift. Bestemmelsen gjelder bare finansiell rapportering og bare for utstedere. Den har således et snevrere virkeområde enn MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav m). Verdipapirhandelloven § 15-7 nr. 6, som er foreslått videreført i utkastet § 19-7 sjette ledd, fastsetter at Finanstilsynet kan pålegge enhver å rette på forholdet dersom de handler i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven. Ettersom MAR ikke begrenser seg til å fjerne eller trekke den aktuelle informasjonen, men også gir adgang til pålegg om

aktivt å gi korrigerende opplysninger, kan det imidlertid reises spørsmål om bestemmelsen går noe ut over verdipapirhandelloven § 15-7 nr. 6, hvor pålegg kan ilegges for å «bringe handlingen til opphør». Utvalget foreslår derfor at bestemmelsen i utkastet § 19-7 sjette ledd gis et tillegg hvor det presiseres at det kan gis pålegg om å korrigere falske eller villedende opplysninger.

10.4.3.9 Opplysninger til tilsynsmyndigheten

MAR artikkel 23 nr. 4 gir en ny regel som fastslår at personer som gjør informasjon tilgjengelig for myndighetene i samsvar med reguleringen, ikke skal anses å ha brutt noe forbud mot å offentliggjøre informasjon som følger av kontraktsforhold eller av lov eller annen reguleringsmessig forpliktelse og ikke kan pålegges noen form for ansvar på grunnlag av slike meddelelser. I motsetning til bestemmelsene i resten av artikkel 23, som fastsetter at nasjonale myndigheter skal sørge for å fastsette regler om nærmere angitte forhold, er denne bestemmelsen utformet som en regel som gjelder direkte. Det er således ikke behov for noen gjennomføringsbestemmelse, ut over selve gjennomføringen av MAR. Heller ikke etter dagens regler vil den som gir opplysninger til myndighetene om brudd på markedsmissbruksregelverket, kunne ilegges noe privat eller offentligrettslig ansvar. Regelen innebærer, så langt utvalget kan se, ingen endringer i rettstilstanden.

10.5 Samarbeid med andre tilsynsmyndigheter

10.5.1 Gjeldende rett

Det er ikke generelle regler om tilsynssamarbeid i verdipapirhandelloven. Ved gjennomføring av MAD I ga direktivets artikkel 16 regler om samarbeid mellom tilsynsmyndighetene innen EØS-området og med tilsynsmyndigheter i land utenfor EØS. Departementet sluttet seg til Kredittilsynets 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. I Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) kapittel 17.2.4 viste departementet til følgende uttalelse i høringsnotatet:

«Direktivets regler om tilsynssamarbeid i art. 16 medfører i første rekke en folkerettslig forpliktelse for Norge. Flere av bestemmelsene retter seg ikke mot norske borgere direkte.

Bestemmelser i Direktivet som bare retter seg mot tilsynsmyndighetene i medlemslandene, behøver som hovedregel ikke å gjennomføres i norsk lov eller forskrift. Art. 16 er i utgangspunktet en slik bestemmelse. Norske borgeres plikter overfor myndighetene må imidlertid ha hjemmel i lov eller forskrift. Slik hjemmel er nødvendig for å gjennomføre reglene i art. 16 om opplysningsplikt og etterforskning.

Etter art. 16 nr. 2 må Kredittilsynet kunne fremskaffe opplysninger etter anmodninger fra EØS-statenes tilsynsmyndigheter. Kredittilsynet må videre kunne iverksette etterforskning av antatte markedsmissbrukstilfeller med grunnlag i forespørsler fra slike tilsynsorgan. Personell fra EØS-lands tilsynsmyndigheter skal ha rett til å ta del i etterforskningen, jf art. 16 nr. 4 andre ledd. Ansvar for etterforskningen vil imidlertid ligge hos Kredittilsynet, jf samme bestemmelse tredje ledd.»

I tråd med uttalelsen ble det ikke utarbeidet særskilte regler om tilsynssamarbeid som følge av gjennomføring av MAD I. Tilsvarende vurdering er gjort for samtlige direktiver på verdipapiriområdet.

10.5.2 Forventet EØS rett

10.5.2.1 Innledning

Under finanskrisen i 2008 ble det avdekket svakheter i tilsynet med finansmarkedene i EØS-området. Til tross for en tiltagende integrering av de europeiske finansmarkedene, med en rekke aktører 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 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. De ulike sektorrettsaktene tillegger i varierende grad de felleseuropeiske tilsynsmyndighetene oppgaver. Etter MAR er ESMA tillagt flere oppgaver. Foruten regelverksarbeid, skal ESMA

bidra med en koordinerende rolle i tilsynssamarbeidet. ESMA skal også motta og publisere informasjon om sanksjoner nasjonale tilsynsmyndigheter ilegger for brudd på reglene om markedsmissbruk.

10.5.2.2 Nærmere om bestemmelsene.

MAR har regler om samarbeid mellom tilsynsmyndighetene i artikkel 24 til 29. Enkelte av bestemmelsene videreføres fra MAD 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 MAD I stort sett ga regler om at tilsynsmyndighetene skulle gi hverandre bistand i konkrete situasjoner, gir MAR i tillegg detaljerte regler om hvordan samarbeidet skal foregå og hvordan bistand skal ytes. Bestemmelsene er utformet slik at det klart fremkommer at nasjonale myndigheter har plikt til å samarbeide både innenfor EØS-området og med myndighetene i tredjeland, det vil si land utenfor EØS-området. Myndighetenes mulighet til å bekjempe markedsmissbruk over landegrensene og mellom ulike markeder styrkes. I fortalen punkt 67 omtales behovet for samarbeid slik:

«Since market abuse can take place across borders and markets, in all but exceptional circumstances competent authorities should be required to cooperate and exchange information with other competent and regulatory authorities, and with ESMA, in particular in relation to investigation activities. Where a competent authority is convinced that market abuse is being, or has been, carried out in another Member State or affects financial instruments traded in another Member State, it should notify that fact to the competent authority and ESMA. In cases of market abuse with cross-border effects, ESMA should be able to coordinate the investigation if requested to do so by one of the competent authorities concerned.»

Artikkel 24 fastsetter at nasjonale tilsynsmyndigheter skal samarbeide med ESMA og yte bistand og gi informasjon som setter ESMA i stand til å utføre sine oppgaver etter reguleringen. Bestemmelsen må blant annet ses i sammenheng med artikkel 33 som fastsetter at ESMA skal motta og offentliggjøre opplysninger om sanksjoner for brudd på markedsmissbruksreglene fra nasjonale myndigheter, se nærmere under kapittel 11.5.

Artikkel 25 fastsetter at ESMA skal tilrettelegge for og koordinere samarbeidet mellom nasjonale tilsynsmyndigheter. Det samme gjelder for samarbeidet med tilsynsmyndighetene i tredjeland, se artikkel 26.

MAR artikkel 25 gir detaljerte regler om nasjonale myndigheters plikt til å samarbeide med ESMA og med hverandre. Bestemmelsen gir regler om bistand mellom nasjonale tilsynsmyndigheter, herunder om utveksling av opplysninger og samarbeid om undersøkelser. Det gis utførlige regler om hvordan bistand skal ytes og i hvilket tempo. Endelig gis det regler om tilsynsmyndighetenes rett til å unnlate å etterkomme en anmodning om samarbeid under nærmere angitte omstendigheter, blant annet dersom det allerede er iverksatt tiltak knyttet til det forhold henvendelsen gjelder. Det gis regler om samarbeid med myndigheter som har tilgrensende arbeidsområder, for eksempel Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER) og kommisjonen. De landene som har valgt å ha strafferettslige sanksjoner for brudd på markedsmissbruksreglene, skal i henhold til bestemmelsen sørge for at nasjonale tilsynsmyndigheter har kontakt med relevante myndigheter på strafferettsområdet, slik at assistanse likevel kan ytes til andre nasjonale tilsynsmyndigheter og til ESMA.

Artikkel 25 fastsetter videre at nasjonale tilsynsmyndigheter skal varsle hverandre om markedsmissbruk over landegrensene, og skal konsultere hverandre og samarbeide for å unngå doble sanksjoner. Landene skal, etter nærmere angitte prosedyrer, kunne anmode hverandre om å utføre tilsynshandlinger. Det gis nye regler 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.

Endelig gir artikkel 25 regler om samarbeidsavtaler om utveksling av opplysninger med tredjeland. Det skal utveksles opplysninger med tilsynsmyndighetene også for relevante spot-markeder og auksjonsplattformer for utslippskvoter, dersom

det er grunn til å tro at det foregår markedsmissbruk. Utveksling av opplysninger skal ha til formål å gi myndighetene mulighet til å avdekke og forfølge markedsmissbruk og koordinere eventuelle sanksjoner. ESMA skal som nevnt ha en koordinerende rolle i samarbeidet mellom ulike myndigheter.

MAR artikkel 26 gir ytterligere regler om samarbeidsavtaler med myndighetene i tredjeland. Bestemmelsen fastsetter at tilsynsmyndighetene skal inngå samarbeidsavtaler om utveksling av informasjon og om håndheving av regelverket, dersom det er nødvendig for å sikre effektiv håndhevelse av markedsmissbruksreglene. En forutsetning er at opplysninger som videreformidles er underlagt taushetsplikt som minst svarer til taushetsplikten etter forordningen. Utveksling av opplysninger skal ha til formål å gi myndighetene mulighet for å utføre sine oppgaver. Bestemmelsen presiserer at ESMA skal ha en koordinerende rolle.

MAR artikkel 27–29 gir regler om taushetsplikt ved utveksling av informasjon mellom tilsynsmyndigheter. Etter bestemmelsene skal all konfidensiell informasjon som utveksles holdes konfidensiell og kan bare benyttes til det formålet den utveksles for. Artikkel 28 og 29 gir regler for behandling av personopplysninger.

10.5.3 Utvalgets vurderinger

MAR gir mer detaljerte regler om tilsynssamarbeid enn de som fantes i MAD I. Utvalget kan ikke se at det er behov for lovendringer knyttet til endringene MAR medfører. 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 MAR en lang rekke bestemmelser som gjelder samarbeidet mellom tilsynsmyndighetene i EØS-området og i tredjeland. 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 forordningen. Både finanstilsynslovens § 7, forvaltningsloven og offentliglova har regler om taushetsplikt som ivaretar reglene i MAR artikkel 27 flg. MAR er også en forordning, som gjennomføres i norsk rett ved inkorporasjon.

Kapittel 11

Administrative tiltak, administrative sanksjoner og straff

11.1 Innledning

I dette kapittelet vil utvalget foreta en samlet gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om administrative tiltak, administrative sanksjoner og straff ved overtredelse av verdipapirhandelloven. Etter en gjennomgang av gjeldende rett, vil utvalget vurdere de endringer som må eller bør gjøres som følge av gjennomføring av MAR i norsk rett og vurdere de norske reglene om straff ved overtredelse av markedsmissbruksreglene i lys av MAD II. Deretter vil utvalget se på de øvrige straffebestemmelsene ved overtredelse av verdipapirhandelloven og vurdere om det er behov for endringer.

11.2 Gjeldende rett

11.2.1 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. Nedenfor følger en gjennomgang av de tiltak og sanksjoner myndighetene har til rådighet ved brudd på reglene om markedsmissbruk.

11.2.2 Pålegg om retting og offentlig advarsel

Reglene om pålegg om retting er i verdipapirhandelloven plassert under tilsynsvirkemidlene i kapittel 15. Verdipapirhandelloven § 15-7 sjette ledd fastslår at dersom Finanstilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven, kan vedkommende pålegges å bringe handlingen til opphør. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør

og kan rettes mot ethvert rettssubjekt som bryter loven.

I visse tilfeller vil et pålegg om retting ved overtredelse av regelverket være lite hensiktsmessig. For eksempel kan overtreder ha innrettet seg allerede, eller situasjonen kan ha opphørt. Eksempler er brudd på reglene om meldeplikt og flaggeplikt, hvor melding som regel vil være gitt før saken er ferdig behandlet. Her vil Finanstilsynet isteden kunne rette kritikk mot overtreder og pålegge vedkommende å sørge for rutiner som hindrer nye overtredelser.

Etter stedlige eller dokumentbaserte tilsyn utarbeider Finanstilsynet tilsynsmerknader. I merknadene gjennomgår Finanstilsynet de funn som er gjort på tilsynet og påpeker blant annet eventuelle brudd på verdipapirhandelloven med forskrifter. Ofte vil foretaket ha innrettet seg på grunnlag av foreløpige bemerkninger fra Finanstilsynet. I slike tilfeller vil Finanstilsynet isteden kunne rette kritikk mot overtreder og understreke viktigheten av at foretakets rutiner skjerpes.

Dokumenter som inneholder kritikk for regelverksbrudd, er i utgangspunktet offentlige og blir publisert på Finanstilsynets hjemmeside.

11.2.3 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 på samme måte tilbakekalle et verdipapirforetaks tillatelse i medhold av verdipapirhandelloven § 9-4.

11.2.4 Overtredelsesgebyr

Finanstilsynet har hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på flere av verdipapirhandello-

vens regler, herunder regler som gjennomfører MAD I og enkelte nasjonale bestemmelser i kapittel 3 om markedsmissbruk. Verdipapirhandelloven § 17-4 fastsetter at det kan ilegges overtredelsesgebyr ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av verdipapirhandelloven § 3-6 tredje, fjerde og sjette ledd som gir nasjonale regler om utsteders plikt til å sende informasjon om primærinnsidere og deres nærstående til Finanstilsynet, eller den Finanstilsynet utpeker. Videre kan det ilegges overtredelsesgebyr ved brudd på reglene om løpende informasjonsplikt i §§ 5-2 og 5-3. Det samme gjelder ved brudd på melde- og flaggepliktreklene i §§ 4-2 til 4-4 og prospektreglene i kapittel 7. Endelig kan utsteder ilegges overtredelsesgebyr ved brudd på reglene om finansiell rapportering. Ved utmåling av overtredelsesgebyr skal det særlig legges vekt på overtredelsens omfang og virkning samt graden av utvist skyld. Søksmål mot vedtak om overtredelsesgebyr kan ikke reises før vedkommende part har benyttet klageretten og klagen er avgjort av klageinstansen. Søksmål kan i alle tilfelle reises når det har 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. Endelig vedtak om overtredelsesgebyr er tvangsgrunnlag for utlegg.

11.2.5 Vinningsavståelse

Verdipapirhandelloven § 17-2 gir regler om vinningsavståelse for brudd på flere av lovens bestemmelser. På markedsmissbruksområdet kan vinningsavståelse ilegges for brudd på verdipapirhandelloven § 3-3 første ledd om misbruk av innsideinformasjon, § 3-4 om taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering, § 3-6 om undersøkelsesplikt, § 3-7 om rådgivningsforbud, § 3-8 om markedsmanipulasjon, § 3-9 om urimelige forretningsmetoder, § 3-10 om investeringsanbefalinger og § 3-14 om salg av finansielle instrumenter som selger ikke eier.

Vinningsavståelse kan også ilegges for overtredelse av flere bestemmelser som gjennomfører MiFID I, herunder 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 bestemmelsene.

Vinningsavståelse kan ilegges ved uaktsomme eller forsettlige overtredelser av reglene. Vinningsavståelse kan ilegges den som vinningen har tilfalt, uavhengig av om dette er rettssubjektet som har foretatt lovovertrædelsen.

11.2.6 Straff

Overtredelse av verdipapirhandellovens bestemmelser om markedsmissbruk kan straffes med bøter og fengsel, se verdipapirhandelloven § 17-3.

Verdipapirhandelloven § 17-3 første ledd fastsetter at forsettlige eller uaktsomme overtredelser av § 3-3 første ledd om innsidehandel eller § 3-8 om markedsmanipulasjon, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, kan straffes med bøter eller fengsel inntil seks år.

Etter verdipapirhandelloven § 17-3 annet ledd kan den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 3-4 om taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering, § 3-5 om plikt til å føre liste over personer med tilgang til innsideinformasjon, § 3-6 første og annet ledd om undersøkelsesplikt forutsatt at det foreligger innsideinformasjon i foretaket, § 3-7 om rådgivningsforbud og § 3-11 om rapporteringsplikt, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, straffes med bøter eller fengsel inntil 1 år.

Etter verdipapirhandelloven § 17-3 tredje ledd kan den som forsettlig eller uaktsomt, grovt eller gjentatte ganger, overtrer § 3-6 tredje, fjerde eller sjette ledd om utsteders plikt til å sende informasjon om primærinnsidere og deres nærstående til Finanstilsynet, eller den Finanstilsynet utpeker, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, straffes med bøter eller med fengsel inntil 1 år. Det samme gjelder for den som grovt eller gjentatte ganger overtrer forbudet mot å benytte urimelige forretningsmetoder i § 3-9. Den som overtrer shortsalgforordningen artikkel 5 til 11 som gjennomført i § 3-14 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, straffes med bøter.

I tillegg er en rekke bestemmelser som ikke omhandler markedsmissbruk belagt med straff, 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.

Børsloven § 48 gir straffebestemmelser for overtredelse av enkelte av børslovens regler. Etter bestemmelsens første ledd straffes den som forsettlig eller uaktsomt driver virksomhet som regulert marked uten tillatelse etter § 4 første ledd, eller benytter betegnelsen regulert marked

eller børs i strid med § 4 annet ledd eller § 33 første ledd, med bøter. Etter annet ledd straffes den som forsettlig eller uaktsomt tilsidesetter sin opplysningsplikt etter børsloven § 24 syvende ledd eller § 26 syvende ledd med bøter eller fengsel inntil 1 år eller begge deler. Ved særlig skjerpene omstendigheter kan fengsel inntil 3 år anvendes. Tredje ledd fastsetter at tillitsvalgte eller ansatte ved regulert marked som forsettlig eller uaktsomt overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av børsloven, kan straffes med bøter eller under særlig skjerpene omstendigheter med fengsel inntil 1 år eller begge deler, hvis ikke handlingen går inn under noen strengere straffebestemmelse.

11.3 Forventet EØS-rett

11.3.1 Innledning – om forholdet mellom MAR og MAD II

MAR fastsetter at medlemslandene skal sørge for regler om nærmere angitte administrative tiltak og sanksjoner ved overtredelse av forordningens regler. I tillegg er det vedtatt et strafferettsdirektiv, MAD II, som gir minimumsregler om straffesanksjoner blant annet for overtredelse av reglene om innsidehandel og markedsmanipulasjon. Det legges dermed opp til et system som gir mulighet for både administrative og strafferettslige sanksjoner mot overtredelse av regelverket.

Bakgrunnen for utviklingen av et felles sanksjonssystem belyses i kommisjonens meddelelse av 8. 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 legge overtredelsesgebyr, eller har for lave satser for slike gebyrer, noen mangler mulighet for å legge 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.

I fortalen til MAR er bakgrunnen for reglene omtalt i punkt 70:

«A sound prudential and conduct of business framework for the financial sector should rest on strong supervisory, investigation and sanction regimes. To that end, supervisory authorities should be equipped with sufficient powers to act and should be able to rely on equal, strong and deterrent sanction regimes against all financial misconduct, and sanctions should be enforced effectively. However, the de Larosière Group considered that none of those elements is currently in place. A review of existing powers to impose sanctions and their practical application aimed at promoting convergence of sanctions across the range of supervisory activities has been carried out in the Commission Communication of 8 December 2010 on Reinforcing sanctioning regimes in the financial sector.»

Det fremheves deretter at et felles sett med administrative tiltak og sanksjoner skal sikre en felles tilnærming og styrke den preventive effekten av sanksjonsreglene. Det understrekes at MAR ikke er til hinder for å innføre flere eller strengere administrative sanksjoner enn forordningen legger opp til. På visse vilkår kan det enkelte medlemsland beholde bare strafferettslige reaksjoner, se nedenfor under punkt 11.3.2.

I fortalen til MAD II legges tilsvarende betraktninger til grunn. Her vises det også til at de Larosière-rapporten understreker at et velfungerende kapitalmarked hviler på et effektivt og sterkt tilsyns- og sanksjonssystem. I fortalen punkt 3 til 6 heter det:

«... The de Larosière Group concluded that Member States' sanctioning regimes are in general weak and heterogeneous.

(4) A well-functioning legislative framework in relation to market abuse requires effective enforcement. An evaluation of the national regimes for administrative sanctions under Directive 2003/6/EC showed that not all national competent authorities had a full set of powers at their disposal to ensure that they could respond to market abuse with the appropriate sanction. In particular, not all Member States provided for pecuniary administrative sanctions for insider dealing and market manipulation, and the level of sanctions varied widely among Member States. A new legislative act is therefore needed to ensure common minimum rules across the Union.

(5) The adoption of administrative sanctions by Member States has, to date, proven to

be insufficient to ensure compliance with the rules on preventing and fighting market abuse.

(6) It is essential that compliance with the rules on market abuse be strengthened by the availability of criminal sanctions which demonstrate a stronger form of social disapproval compared to administrative penalties. Establishing criminal offences for at least serious forms of market abuse sets clear boundaries for types of behaviour that are considered to be particularly unacceptable and sends a message to the public and to potential offenders that competent authorities take such behaviour very seriously.»

Det fremgår at også MAD II gir minimumsregler, slik at det enkelte medlemsland kan gi regler om fler eller strengere strafferettslige sanksjoner enn direktivets minimum.

11.3.2 Nærmere om sanksjonsbestemmelsene i MAR

Nedenfor følger en gjennomgang av de nye reglene om tiltak og sanksjoner i MAR artikkel 30.

Ifølge artikkel 30 nr. 1 skal overtredelse av nærmere angitte bestemmelser anses som brudd på forordningen. Etter bestemmelsens annet ledd kan imidlertid medlemsstatene beslutte at de ikke skal fastsette regler om administrative sanksjoner for overtredelse av bestemmelsene som nevnes, dersom det allerede var fastsatt strafferettslige sanksjoner i nasjonal lov på ikrafttredelsesdatoen for forordningen (3. juli 2016, men for EØS-landene vil tidspunktet ventelig fremgå av tilpassningsteksten til EØS-avtalen). I så fall skal medlemsstatene innen dette tidspunktet underrette kommisjonen og ESMA om de relevante straffebestemmelsene. For Norges vedkommende skal slikt varsel sendes EFTAs Overvåkingsorgan, jf. protokoll 1 til EØS-avtalen. Vilåret for ikke å fastsette administrative sanksjoner er således at en nasjonal bestemmelse som svarer til den konkrete bestemmelsen i forordningen, allerede var belagt med straff.

I fortalen til MAR punkt 72 er adgangen til å velge straffesporet omtalt slik:

«Even though nothing prevents Member States from laying down rules for administrative as well as criminal sanctions for the same infringements, they should not be required to lay down rules for administrative sanctions for infringements of this Regulation which are already subject to national criminal law by 3

July 2016. In accordance with national law, Member States are not obliged to impose both administrative and criminal sanctions for the same offence, but they can do so if their national law so permits. However, maintenance of criminal sanctions rather than administrative sanctions for infringements of this Regulation or of Directive 2014/57/EU should not reduce or otherwise affect the ability of competent authorities to cooperate and access and exchange information in a timely manner with competent authorities in other Member States for the purposes of this Regulation, including after any referral of the relevant infringements to the competent judicial authorities for criminal prosecution»

Medlemsland som velger å beholde straffesporet, skal uansett sørge for at nasjonale tilsynsmyndigheter kan samarbeide om og utveksle informasjon om sanksjonering med andre tilsynsmyndigheter, i tråd med forordningens regler om dette.

Overtredelser som minst skal omfattes av regler om administrative sanksjoner, er ifølge artikkel 30 nr. 1 a), artikkel 14 om forbud mot innsidehandel og ulovlig spredning av innsideinformasjon, artikkel 15 om forbudet mot markedsmanipulasjon, artikkel 16 nr. 1 og 2 som etablerer nærmere angitte plikter for å hindre markedsmissbruk, artikkel 17 nr. 1, 2, 4, 5 og 8 som gjelder offentliggjøring av innsideinformasjon, artikkel 18 nr. 1 til 6 som gjelder føring av innsidelister, artikkel 19 nr. 1 til 3 og nr. 5 til 7 samt nr. 11 som gjelder transaksjoner foretatt av ledende ansatte og artikkel 20 nr. 1 om investeringsanbefalinger. I tillegg fastsetter bokstav b) at manglende samarbeid eller oppfyllelse av forpliktelser i forbindelse med en gransking eller en kontroll eller anmodning som omfattes av artikkel 23 nr. 2, skal anses som en overtredelse av forordningen.

Medlemslandene står fritt til å fastsette administrative sanksjoner for overtredelse av flere av bestemmelsene i MAR. Sanksjonsbestemmelsene skal fastsettes «in accordance with national law». Forordningen gir dermed ingen anvisning på hvilke vilkår som kan fastsettes for at bestemmelsene om sanksjoner skal komme til anvendelse. Det forutsettes at nasjonale myndigheter setter vilkår for anvendelse av bestemmelsene.

Ved overtredelse av bestemmelsene som nevnes i artikkel 30 nr. 1, skal imidlertid tilsynsmyndigheten i henhold til artikkel 30 nr. 2 minst kunne benytte følgende administrative tiltak og sanksjoner:

- a. gi pålegg om at den som bryter regelverket opphører med atferden og ikke gjentar handlingen,
- b. inndra vinning eller unngått tap som følge av overtredelsen så langt beløpet kan fastslås,
- c. gi en offentlig advarsel som angir at en person eller et foretak har brutt regelverket, og om overtredelsens karakter,
- d. tilbakekalle eller suspendere tillatelsen til et verdipapirforetak,
- e. nedlegge et midlertidig forbud mot at en person med ledelsesfunksjoner i et verdipapirforetak, eller en hvilken som helst annen person som kan holdes ansvarlig for en overtredelse, skal kunne utøve ledelsesfunksjoner i et verdipapirforetak,
- f. nedlegge et permanent forbud mot at en person med ledelsesfunksjoner i et verdipapirforetak, eller en hvilken som helst annen person som kan holdes ansvarlig for gjentatte overtredelser av artikkel 14 og 15, skal kunne utøve ledelsesfunksjoner i et verdipapirforetak,
- g. nedlegge et midlertidig forbud mot at en person med ledelsesfunksjoner i et verdipapirforetak, eller en annen person som kan holdes ansvarlig for overtredelsen, handler for egen regning,
- h. ilegge maksimum overtredelsesgebyr på minimum tre ganger vinning eller unngått tap som følge av overtredelsen, der dette beløpet kan fastslås, og
 - i. for en fysisk person, ilegge 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, for overtredelse av artikkel 14 og 15,
 - 1 000 000 euro, eller i medlemsstater som ikke har euro som valuta, den tilsvarende verdien i nasjonal valuta 2. juli 2014, for overtredelse av artikkel 16 og 17,
 - 500 000 euro, eller i medlemsstater som ikke har euro som valuta, den tilsvarende verdien i nasjonal valuta 2. juli 2014, for overtredelse av artikkel 18, 19 og 20,
 - ii. for en juridisk person, ilegge administrative overtredelsesgebyrer med et maksimumsbeløp på minst:
 - 15 000 000 euro, eller 15 prosent av den juridiske personens samlede årsumsetning i henhold til de seneste tilgjenge-

- lige regnskapene som er godkjent av styret, eller i medlemsstater som ikke har euro som valuta, den tilsvarende verdien i nasjonal valuta 2. juli 2014, for overtredelse av artikkel 14 og 15,
- 2 500 000 euro, eller 2 prosent av den juridiske personens samlede årsumsetning i henhold til de seneste tilgjengelige regnskapene som er godkjent av styret, eller i medlemsstater som ikke har euro som valuta, den tilsvarende verdien i nasjonal valuta 2. juli 2014, for overtredelse av artikkel 16 og 17,
 - 1 000 000 euro, eller i medlemsstater som ikke har euro som valuta, den tilsvarende verdien i nasjonal valuta 2. juli 2014, for overtredelse av artikkel 18, 19 og 20.

Dersom den juridiske personen som nevnt i første og annet strekpunkt under (ii) er et morforetak eller et datterforetak av det morforetaket som skal utarbeide konsernregnskaper i henhold til direktiv 2013/34/EU, skal relevant samlet omsetning være den samlede årsumsetningen eller tilsvarende type inntekt i samsvar med relevante rettsakter på regnskapsområdet, direktiv 86/635/EEC for banker og direktiv 91/674/EEC for forsikringsselskaper, ifølge det seneste tilgjengelige konsernregnskapet som er godkjent av det overordnede morforetakets ledelsesorgan.

I bestemmelsens siste ledd fremgår det uttrykkelig at nasjonale myndigheter kan fastsette flere eller strengere tiltak og sanksjoner enn de som fremgår av bestemmelsen.

Artikkel 31 fastsetter at tilsynsmyndigheten skal ta alle relevante omstendigheter i betraktning når typen sanksjon og utmåling av sanksjonen skal besluttet. 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 skyld hos den som er ansvarlig for overtredelsen,
- c. den ansvarlige fysiske eller juridiske persons finansielle styrke, for eksempel ut fra en juridisk persons samlede omsetning eller en fysisk persons årsinntekt,
- d. betydningen av den fortjeneste som er oppnådd, eller det tap som er unngått, for den ansvarlige fysiske eller juridiske person, i den grad dette kan fastslås,

- e. den ansvarlige fysiske eller juridiske persons vilje til å samarbeide med tilsynsmyndigheten, uten at det berører behovet for å sikre tilbakebetaling av denne personens oppnådde fortjeneste eller unngåtte tap,
- f. tidligere overtredelser begått av den fysiske eller juridiske person,
- g. tiltak overtredet har truffet for å unngå overtredelser i fremtiden.

I artikkel 31 nr. 2 understrekes det at nasjonale myndigheter skal samarbeide tett for å sikre at håndhevingen av reglene er effektiv og tilstrekkelig (effective and appropriate). Myndighetene skal koordinere sine tiltak i henhold til artikkel 25 for å unngå overlappende undersøkelser, tiltak og sanksjoner i saker som har forgreninger til flere land.

MAR artikkel 8 nr. 5 og artikkel 12 nr. 4 fastsetter at personer som har truffet beslutninger knyttet til innsidehandel eller markedsmanipulasjon på et foretaks vegne, skal kunne holdes ansvarlig i tillegg til foretaket. Artikkel 10 nr. 1 annet ledd fastsetter at forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon omfatter enhver juridisk eller fysisk person som sprer informasjonen.

11.3.3 Strafferettslige sanksjoner etter MAD II

MAD II er som nevnt det første direktivet på finansområdet som utelukkende gir strafferettslige bestemmelser. Direktivet etablerer minimumsregler for strafferettslige sanksjoner for innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon, se MAD II artikkel 1 nr. 1.

En avgjørende grunn til at direktivet ble utarbeidet var erkjennelsen av at markedsmissbruk skjer på tvers av markeds plasser og landegrenser. Konkrete saker, for eksempel Libor-saken, bidro til at det ble reist spørsmål om nasjonale myndigheters evne til å avdekke overtredelser og foreta effektiv sanksjonering ved brudd på regelverket. Fortalen punkt 7 flg. gir en beskrivelse av situasjonen og behovet for nye regler og samordning av tiltak:

«Not all Member States have provided for criminal sanctions for some forms of serious breaches of national law implementing Directive 2003/6/EC. Different approaches by Member States undermine the uniformity of conditions of operation in the internal market and may provide an incentive for persons to carry out market abuse in Member States which do not provide for criminal sanctions for those offen-

ces. In addition, there has, to date, been no Union-wide understanding of conduct that is considered to constitute a serious breach of the rules on market abuse. Therefore, minimum rules should be established with regard to the definition of criminal offences committed by natural persons, liability of legal persons and the relevant sanctions. Common minimum rules would also make it possible to use more effective methods of investigation and enable more effective cooperation within and between Member States. In the light of the financial crisis, it is evident that market manipulation has a potential for widespread damage on the lives of millions of people. The Libor scandal, which concerned a serious case of benchmark manipulation, demonstrated that relevant problems and loopholes impact gravely on market confidence and may result in significant losses to investors and distortions of the real economy. The absence of common criminal sanction regimes across the Union creates opportunities for perpetrators of market abuse to take advantage of lighter regimes in some Member States. The imposition of criminal sanctions for market abuse will have an increased deterrent effect on potential offenders.

...

(10) Member States should be required to provide at least for serious cases of insider dealing, market manipulation and unlawful disclosure of inside information to constitute criminal offences when committed with intent.»

Formålet med direktivet er således å sørge for at alle medlemsstater kommer opp på et gulv av strafferettslige reaksjoner ved overtredelse av sentrale regler om markedsmissbruk. MAD II omfatter overtredelse av noen av handlingene som omfattes av MAR. Forordningen og direktivet er imidlertid bygget opp som to selvstendige regelverk, hvor MAD II, for så vidt gjelder gjerningsinnholdet i bestemmelsene, ikke henviser direkte til bestemmelsene i MAR, men gjentar innholdet i bestemmelsene om innsidehandel, spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon, for så å knytte straffesanksjoner til bestemmelsene.

MAD II artikkel 1 angir anvendelsesområdet for direktivet som svarer til anvendelsesområdet for tilsvarende bestemmelser i MAR, men med tilpasninger som følger av at MAR omhandler mer enn innsidehandel, spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon. Bestemmelsens

første ledd fastslår at direktivet gir minimumsregler om strafferettslige sanksjoner for innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon for å sikre integriteten til finansmarkedene og styrke investorbeskyttelsen og tilliten til markedene. Bestemmelsen angir deretter de handelsplasser, finansielle instrumenter, varekontrakter og handlinger som omfattes av direktivet, samt hvilke situasjoner som unntas fra direktivet. For sistnevnte vises det til artikkel 5 og 6 i MAR, som på nærmere angitte vilkår gir unntak for tilbakekjøpsprogrammer, tiltak knyttet til kursstabilisering og blant annet pengepolitiske og klimapolitiske myndighetsoperasjoner.

Artikkel 2 gir definisjoner hvor det systematisk henvises til definisjonene i MAR.

Artikkel 3 nr. 1 fastsetter at nasjonale myndigheter skal sørge for at innsidehandel og tilskynelse til innsidehandel er straffbart etter nasjonal lov, i det minste når det er tale om alvorlige og forsettlig overtredelser. Artikkel 3 nr. 2 til nr. 8 angir hva som er innsidehandel etter direktivet. Angivelsen svarer til MAR artikkel 8, men rekkefølgen på elementene i bestemmelsen er forskjellig. Fortalen gir ingen forklaring på dette valget. På ett punkt skiller MAD II seg fra MAR. Mens MAR artikkel 8 nr. 4 annet ledd fastslår at forbudet omfatter forsettlig og uaktsom handel med innsideinformasjon, det vil si når den som handler visste eller burde vite at det var tale om innsideinformasjon, omfatter MAD II bare situasjoner der den som handler vet at informasjonen er innsideinformasjon. Dette fremgår av artikkel 3 nr. 3 annet ledd og er i tråd med direktivets intensjon, som er å lage et «strafferettslig gulv» av minimumsregler som i det minste rammer forsettlig og grove overtredelser av regelverket. MAR artikkel 8 nr. 5 fastsetter at de personer som har truffet beslutninger knyttet til innsidehandel på et foretaks vegne, skal kunne holdes ansvarlig i tillegg til foretaket. Noen tilsvarende bestemmelse er ikke gitt i MAD II. MAR artikkel 8 nr. 3 fastsetter imidlertid at foretaksstraff ikke skal ekskludere strafferettslige reaksjoner mot de fysiske personene som har overtrådt direktivets bestemmelser.

MAD II artikkel 4 nr. 1 fastsetter at medlemslandene skal sikre at ulovlig spredning av innsideinformasjon er straffbart etter nasjonal lov i det minste i alvorlige tilfeller der det er utvist forsett. Også her gjentar artikkelens nr. 2 til 5 MAR, for så vidt gjelder beskrivelsen av gjerningsinnholdet i forbudet. Som for reglene om innsidehandel omfatter forbudet i MAR den som visste eller burde vite at det var tale om innsideinformasjon, mens MAD II bare omfatter situasjoner der den

som spredde informasjonen, visste at det var innsideinformasjon.

Artikkel 5 stiller krav om straffebestemmelser for markedsmanipulasjon, i det minste i alvorlige tilfeller der det er utvist forsett. Markedsmanipulasjon defineres på samme måte som i MAR, men i motsetning til MAR artikkel 12, nevner ikke MAD II artikkel 5 nr. 1 bokstav a) «an auctioned product based on emission allowances». Ettersom auksjonsprodukter basert på utslippskvoter uansett er finansielle instrumenter og artikkel 1 nr. 2 annet ledd uttrykkelig fastslår at direktivets regler omfatter slike produkter, må det legges til grunn at forskjellen i ordlyd ikke er ment å ha materiell betydning.

Mens MAR artikkel 12 nr. 2 a) til d) rammer atferd som «gives or is likely to give» falske eller villedende signaler eller som «secures or is likely to secure» en pris på et kunstig nivå, omfatter MAD II artikkel 5 kun tilfeller hvor atferden «gives» eller «secures» denne typen effekter. For så vidt gjelder spredning av rykter, knytter MAD II artikkel 5 nr. 2 bokstav c) et krav om oppnådd vinning (eller en annen fordel) til bestemmelsen. MAR artikkel 12 nr. 2 bokstav c) stiller ikke noe slikt vilkår. Betydningen av nevnte forskjeller kan imidlertid diskuteres ettersom MAD II artikkel 6 fastsetter at forsøk skal omfattes av straffebudet.

Listen over eksempler på atferd som uten videre skal anses for å være markedsmanipulasjon i MAR artikkel 12 nr. 2 er ikke tatt med i MAD II.

MAD II artikkel 6 fastsetter at tilskyndelse, medvirkning og forsøk på overtredelse av reglene som omfattes av direktivet skal være straffbart. Artikkel 7 gir regler om straffenivå. For overtredelse av reglene om innsidehandel og markedsmanipulasjon skal strafferammen være minimum fire år. For ulovlig spredning av innsideinformasjon skal strafferammen være minst to år.

MAD II artikkel 8 og 9 gir regler om straffansvar for juridiske personer og personer som handler på deres vegne. Artikkel 8 fastsetter at nasjonale myndigheter skal sørge for at foretak kan holdes ansvarlig for overtredelse av bestemmelsene som omfattes av direktivet når overtredelsen er foretatt av personer med en ledende posisjon i foretaket, og som opptrer på vegne av foretaket, til fordel for foretaket. Det samme gjelder dersom ledende personers manglende overvåkning og kontroll har gjort overtredelsen mulig. At foretaket holdes ansvarlig, skal imidlertid ikke medføre at de fysiske personene som er involvert i overtredelsen, ikke kan forfølges strafferettslig.

Artikkel 9 fastsetter at nasjonale myndigheter skal sørge for at et foretak som holdes ansvarlig

for overtredelse av bestemmelsene som er omfattet av direktivet, ilegges sanksjoner som er effektive, proporsjonale og preventive. Sanksjonene skal innebære bøter og kan i tillegg omfatte ulike rettighetstap. Bestemmelsen nevner:

- a. tap av offentlige ytelser eller stønader,
- b. midlertidig eller permanent forbud mot næringsutøvelse,
- c. offentlig administrasjon,
- d. rettslig beslutning om oppløsning av virksomheten,
- e. midlertidig eller permanent stenging av innretninger som er benyttet til å begå overtredelsen.

Listen er ment som eksempel og er ikke uttømmende eller preseptorisk.

Artikkel 10 gir regler om jurisdiksjon og fastsetter at medlemsstatene skal sørge for at straffebestemmelsene omfatter handlinger begått på deres territorium eller av deres statsborgere, i det minste dersom overtredelsen er straffbar der hvor den er begått.

Artikkel 11 gir regler om opplæring av påtalemyndighet og dommere for så vidt gjelder straffebudene direktivet omfatter.

11.4 Utvalgets vurderinger

11.4.1 Kort om EØS-relevans av sanksjonsbestemmelsene i MAR

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 strafferegler for brudd på hele eller deler av regelverket.

De nye sanksjonsbestemmelsene i MAR er utformet som minimumsbestemmelser, slik at nasjonale myndigheter plikter å gjennomføre bestemmelsene, men står fritt til å fastsette strengere regler. Dette fremgår av artikkel 30 nr. 1 hvor det heter at medlemsstatene, innenfor rammen av nasjonal rett, minst skal fastsette de

angitte administrative tiltak og sanksjoner bestemmelsen angir. I artikkel 30 nr. 3 fremgår det at myndighetene kan fastsette flere, eller strengere sanksjoner. Dersom medlemsstatene allerede har fastsatt straffereaksjoner for overtredelse av hele eller deler av forordningen, *kan* imidlertid medlemsstaten unnlate å fastsette administrative sanksjoner for dette forholdet, se artikkel 30 nr. 1 annet ledd.

Spørsmålet om EØS-relevans av reglene om administrative sanksjoner i MAR blir først endelig avgjort når forordningen 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 det aktuelle forholdet. Ettersom verdipapirhandelloven har straffebestemmelser som dekker de sentrale bestemmelsene i MAR, vil dette vilkåret i stor grad være oppfylt. Dette innebærer at Norge kan beslutte å beholde et regime hvor det *kun* legges opp til straffebestemmelser, for hele eller deler av reguleringen.

11.4.2 Kort om straffereglene i MAD II og forholdet til norske straffebud

MAD II er som nevnt et minimumsdirektiv hvor hovedformålet er å bringe alle medlemsstatene opp på et gulv av strafferegler. Formålet er å hindre at enkeltstater fungerer som «frihavner» for uønsket atferd som sprer seg mellom markeder og over landegrenser. Straffesanksjoner er ikke omfattet av EØS-avtalen. Direktivet skal følgelig ikke innarbeides i avtalen. Dette innebærer at vi står fritt til å velge andre regler. Verdipapirhandelloven inneholder allerede straffebud som rammer de overtredelsene direktivet omfatter. De norske straffebudene går lenger enn direktivets minimumsregler både når det gjelder strafferammer og vilkår for straff. Utvalget vil allerede her bemerke at det ikke er naturlig å legge vesentlig vekt på et direktiv som har til formål å bringe de landene som har minst utviklede sanksjonsbestemmelser opp på et minimum, når de norske straffebestemmelsene skal vurderes. Utgangspunktet for vurderingen av straffebestemmelsene

vil dermed være om det er andre grunner til å foreslå endringer. Det vises til kapittel 11.4.8.11 hvor de konkrete straffebestemmelsene behandles.

11.4.3 Administrative sanksjoner og andre tiltak

MAR 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 30 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 MAR fastsetter at nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha til rådighet. I kapittel 11.4.4 til 11.4.6 drøfter utvalget tiltakene som ikke er å betrakte som administrative sanksjoner etter definisjonen i forvaltningsloven. I kapittel 11.4.7 og 11.4.8 drøfter utvalget overtredelsesgebyr, straff samt andre administrative sanksjoner. I kapittel 11.5 drøfter utvalget offentliggjøring av sanksjoner og andre tiltak.

11.4.4 Pålegg om retting og offentlig advarsler

Etter MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav a) skal tilsynsmyndigheten ha mulighet for å pålegge den som overtrer nærmere angitte bestemmelser i forordningen, å avslutte atferden og avstå fra å gjenta slik atferd. Tilsynsmyndigheten skal i tillegg kunne gi en offentlig advarsel med opplysninger om at vedkommende har overtrådt forordningens bestemmelser og om overtredelsens karakter, se MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav c).

Utvalget viser til beskrivelsen av gjeldende rett under 11.2.2. Verdipapirhandelloven § 15-7 sjette ledd fastslår at dersom Finanstilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven, kan vedkommende pålegges å bringe handlingen til opphør. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør og kan rettes mot ethvert rettssubjekt som bryter loven. Bestemmelsen er i NOU 2017: 1 foreslått videreført i utkastet § 19-7 sjette ledd. Loven inneholder således allerede bestemmelser som oppfyller kravene i MAR på dette punktet. Lovendringer er dermed ikke nødvendig.

For så vidt gjelder adgangen til å gi offentlig advarsel, bemerker utvalget at det ikke foreligger behov for noen særskilt hjemmel. Finanstilsynet har ansvar for å føre tilsyn med at verdipapirhandelloven overholdes, og kan i kraft av dette ansvaret kritisere brudd på bestemmelsene i loven overfor enhver person som bryter denne. Finanstilsynet retter denne typen kritikk i dag, for eksempel i forbindelse med utforming av tilsynsrapporter. Finanstilsynet har allerede etter dagens regler lang og systematisk praksis for å legge tilsynsrapporter og kritikkbrev ut på sin hjemmeside. Utvalget kan ikke se at det er behov for å utarbeide ytterligere lovhjemler for å ivareta direktivets bestemmelser på dette punktet.

11.4.5 Tilbakekall av tillatelse

MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav d) fastsetter at tilsynsmyndigheten skal kunne tilbakekalle verdipapirforetaks tillatelser til å drive virksomhet midlertidig eller permanent ved overtredelse av bestemmelsene i MAR. I NOU 2017: 1 foreslår Verdipapirlovutvalget bestemmelser om tilbakekall av verdipapirforetaks tillatelse i utkastets §§ 9-7 og 9-48 syvende ledd. Tillatelsen kan etter utkastet blant annet tilbakekalles dersom foretaket foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av lovverket, 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. Brudd på reglene om markedsmissbruk hører utvilsomt med til de omstendigheter som dekkes av utkastets ordlyd. Utkastet til bestemmelser dekker dermed de situasjoner MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav d) omhandler slik at det ikke er behov for ytterligere regler for å oppfylle MAR på dette punktet.

En nærmere beskrivelse av reglene om tilbakekall av tillatelse er gitt i NOU 2017: 1 kapittel 10.3.2. Utvalget viser til behandlingen der for en nærmere redegjørelse for reglene.

11.4.6 Forbud mot å utøve ledelsesfunksjoner i verdipapirforetak

Etter MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav e) skal tilsynsmyndigheten ha kompetanse til å nedlegge et midlertidig forbud mot at en person som utøver ledelsesfunksjoner i et verdipapirforetak, eller enhver annen person som er ansvarlig for overtredelse av MAR, skal kunne utøve ledelsesfunksjoner i verdipapirforetak. Etter artikkel 30 nr. 2 bokstav f) skal et permanent forbud mot å inneha ledelsesfunksjon kunne ilegges ved gjentatte overtredelser av forbudet mot innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon eller markedsmanipulasjon. Tilsynsmyndigheten skal etter bestemmelsen kunne rette pålegget direkte til den fysiske personen som er ansvarlig for overtredelsen. Tilsvarende regler finnes ikke i verdipapirhandelloven i dag. Det er dermed nødvendig å endre loven for å gjennomføre forordningen på dette punktet. Artikkel 30 nr. 2 bokstav e) og f) nevner uttrykkelig personer som utøver ledelsesfunksjoner i verdipapirforetaket, men i tillegg omfattes enhver annen person som holdes 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. 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. 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 atferd 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 i NOU 2017: 1 foreslått videreført i §§ 9-10 og 19-7, med enkelte justeringer. 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, selv om sistnevnte også er part i saken.

Som gjennomgangen over viser, foreligger det allerede i dag effektive mekanismer for å hindre at personer som anses uskikket til å lede virksomhet som krever tillatelse i verdipapirmarkedet på grunn av regelbrudd, innehar slike stillinger. Reglene er fremoverskuende og det sentrale er om vedkommende er skikket til å utføre den aktuelle oppgaven. Å avslå søknad om godkjenning etter disse bestemmelsene, innebærer ikke noen administrativ sanksjon.

MAR innebærer at det må innføres regler om at tilsynsmyndigheten skal kunne ilegge personer forbud mot å inneha ledelsesfunksjoner i verdipapirforetak. Det fremgår ikke av artikkel 30 om en slik regel skal utformes som en adgang til å treffe forvaltningstiltak eller som en sanksjonsbestemmelse. Artikkel 30 inneholder som nevnt begge typer regler. Utvalget legger dermed til grunn at det er opp til nasjonale myndigheter å velge hvordan bestemmelsen skal utformes og med hvilke vilkår.

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 lovovertrедelse, 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 ifølge 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 konkursskarantene, som på mange måter kan ligne et forbud mot å inneha ledelsesfunksjon i verdipapirforetak, 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. Tilvarende vil det være ødeleggende for tilliten til både markedet og institusjonene som virker i dette, om den som utfører oppgaver i slike foretak begår brudd på reglene som er satt til å beskytte markedene og aktørene der. Det vil således være de samme hensyn som gjør seg gjeldende når tilsynsmyndigheten vurderer om den aktuelle personens lovbrudd utgjør en hindring for å inneha ledelsesposisjoner der 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 og institusjonenes tillit og integritet, altså de samfunnsmessige verdiene verdipapirhandelloven beskytter.

Mens egnethetsvurderingen vil foretas først der det foreligger en aktuell interesse for en ledelsesfunksjon og etter en konkret vurdering knyttet opp mot den enkelte stilling det søkes for, vil imid-

lertid et vedtak om forbud mot å inneha ledelsesfunksjon som beskrevet i MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav e) og f), kunne skje etter en konstatering av overtredelsen og kunne omfatte enhver ledende stilling. Tiltaket vil dermed kunne medføre bedre forutberegnelighet for overtrederen og vil kunne medføre at det kan gjennomføres en prosess uten at verdipapirforetaket er part. Det vil også kunne styrke prosessen at tiltaket settes inn når dokumentasjonen av overtredelsen er fersk. Utvalget legger til grunn at MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav e) og f) 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 for at forvaltningen kan omgjøre egne vedtak av eget tiltak.

For andre yrkesgrupper foreligger mulighet for inndragning av tillatelse, for eksempel for dro-sjesjåfører, revisorer og advokater. Idet kravene til styret og ledelsen 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 uskikket til å inneha ledelsesposisjoner utestenges fra muligheten for å lede institusjonene.

For å gjennomføre tilsvarende direktivforpliktelse etter MiFID II artikkel 70 nr. 6 bokstav d), foreslo verdipapirlovutvalget i NOU 2017: 1 en ny bestemmelse i utkastet til verdipapirhandellov § 19-8. Bestemmelsen gir adgang til å nedlegge forbud mot at en overtreders innehar ledelsesfunksjon dersom vedkommende etter en samlet vurdering av om overtredelsen er av alvorlig, systematisk eller gjentatt karakter, må anses uegnet eller uskikket til å inneha en slik stilling. Utvalget har ved gjennomføring av MAR vurdert bestemmelsen på nytt og fremmer forslag til en noe forenklet lovtekst. Utvalget legger således til grunn at verken «uegnet» eller «alvorlige, systematiske og gjentatte brudd», gir noe ekstra i forhold til kravet om at vedkommende skal være *uskikket* for at bestemmelsen skal komme til anvendelse.

Formuleringene knyttet til hvem som skal kunne ilegges forbud mot å inneha ledelsesfunksjon i MiFID II artikkel 70 nr. 6 bokstav d) og MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav d) og f), er nokså sammenfallende. Etter MiFID II omfattes «members of the investment firm's management body or any other natural person, who is held responsible for the infringement». I MAR er formuleringen «person discharging managerial responsibilities within an investment firm or any other natural person who is held responsible for the infringement». I begge tilfeller skal reglene omfatte personer som er i foretakets

ledelse samt «any other natural person who is held responsible» for overtredelsen. For å gjennomføre MiFID II foreslo utvalget i utkastet til ny § 19-8, at forbud mot å inneha ledelsesfunksjon skal kunne ilegges styremedlemmer, daglig leder eller faktisk leder i foretaket. Valget av personkrets var i hovedsak basert på at det er disse som er ansvarlige for virksomhetsreglene som behandles i MiFID II, og som i hovedsak skal påse at det ikke forekommer overtredelse av regelverket. For MAR stiller dette seg noe annerledes. Markedsmissbruk kan utføres av enhver som utfører arbeid for foretaket, uavhengig av om vedkommende har en formell ledelsesfunksjon i foretaket, for eksempel en megler eller en corporate medarbeider. Det avgjørende etter forordningen er om vedkommende kan holdes ansvarlig for overtredelsen. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å justere utformingen av bestemmelsen i utkastet slik at den ligger tettere opp til ordlyden i MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav e) og f) (og MiFID II) og slik at bestemmelsen omfatter enhver person som kan holdes ansvarlig for overtredelsen. Utvalget foreslår samtidig å endre utkastet slik at siste setning i første ledd og annet ledd utgår, idet de er overflødige. Om utøvelse av en ledelsesfunksjon kan skade tilliten til markedet, vil uansett være et sentralt moment i en uskikkethetsvurdering. For så vidt gjelder annet ledd vil forvaltningen uansett kunne vurdere å gjøre om eget vedtak. I NOU 2017: 1 foreslo utvalget at bestemmelsen skal omfatte ledelsesfunksjoner i alle foretak som har konsesjon til å drive virksomhet som omfattes av verdipapirhandelloven. Utvalget viser til drøftelsen i denne utredningen, kapittel 10.4.5.

11.4.7 Midlertidig forbud mot å handle

Etter MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav g) skal det fastsettes regler om at tilsynsmyndigheten skal kunne nedlegge midlertidig forbud mot at personer som innehar ledelsesfunksjon i et verdipapirforetak, eller enhver annen person som kan holdes ansvarlig for overtredelse av nærmere angitte bestemmelsene i MAR, skal handle for egen regning. En slik hjemmel foreligger ikke etter dagens regler. Hvor langt bestemmelsen rekker er noe uklart og den er ikke nærmere omtalt i fortalen til forordningen. Personkretsen som omfattes, er det den samme som omfattes av reglene om forbud mot å inneha ledende stilling etter MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav e) og f), men bestemmelsen er likevel av en annen karakter. Et midlertidig forbud skal gjelde «dealing on own account», som i denne sammenheng må forstås som personens adgang

til å drive egenhandel. Utvalget legger til grunn at hensikten er å ramme handel i konkrete finansielle instrumenter eller på konkrete markeder relatert til overtredelsen. I motsatt fall vil for eksempel ordinær fondssparing kunne rammes av bestemmelsen, hvilket det er vanskelig å se noen begrunnelse for.

Bestemmelsen fastsetter at forbudet skal være midlertidig, uten at det gis nærmere anvisning på noen tidsbegrensning. Uten anvisning hverken i bestemmelsen selv eller i fortalen, legger utvalget til grunn at de nærmere vilkår for anvendelse av bestemmelsen må formuleres i nasjonal rett. Herunder må det tas stilling til om et forbud skal utformes som et administrativt tiltak eller som en sanksjonsbestemmelse. Utvalget legger til grunn at et forbud mot å drive egenhandel vil være et lite egnet administrativt tiltak. En fremoverskuende vurdering av om overtredelse er egnet eller skikket til å handle nærmere angitte finansielle instrumenter eller på visse markeder synes, i motsetning til egnethetsvurderingen som foretas for ledelsesfunksjoner, hverken enkel eller forutsigbar. Derimot vil et slikt midlertidig forbud kunne utgjøre en adekvat pønalt reaksjon på overtredelser av reglene i MAR. Vurderingstema vil i så fall være om et forbud, ut fra en vurdering av de overtredelsene det er tale om, er forholdsmessig og rimelig. Et handleforbud vil også ha allmennpreventiv effekt.

Utvalget legger til grunn at en ny regel om forbud mot egenhandel bør utformes som en bestemmelse om administrativt rettighetstap. Dette har blant annet betydning for hvordan vilkårene for å illegge forbudet bør utformes og hvilke rettsikkerhetsgarantier EMK artikkel 6 krever. Å utforme bestemmelsen som en sanksjonsbestemmelse innebærer at de særlige saksbehandlingsreglene i saker om administrative sanksjoner i forvaltningsloven kapittel IX kommer til anvendelse. Disse reglene ivaretar kravene til saksbehandling som EMK setter. Det vises til gjennomgangen i kapittel 11.4.8.1.

Ettersom sanksjonen retter seg mot fysiske personer, skal skyldkrav fastsettes. Et forbud mot å drive egenhandel er en forholdsvis inngripende reaksjon, med store konsekvenser for den det gjelder. Utvalget legger til grunn at det bør stilles krav om forsett eller uaktsomhet.

I den nye bestemmelsen i forvaltningsloven § 46 er det fastslått at administrativt rettighetstap bare skal ilegges så langt det etter overtredelsens art, alvor og forholdene for øvrig fremstår som forholdsmessig. Det sies uttrykkelig at vedtaket skal gjøres for en bestemt tid. I Prop. 62 L (2015–

2016) kapittel 14.5. 4 uttaler departementet at et rettighetstap bare unntaksvis kan overstige to år. Departementet ønsket imidlertid ikke å fastsette noen slik grense og uttalte at det var tale om et allment utgangspunkt. Utvalget mener at en maksimal ramme på to år vil være egnet til å oppfylle formålet med en regel om midlertidig forbud mot egenhandel.

Utvalget bemerker at det legges opp til en regel hvor det stilles krav om forsett eller uaktsomhet, slik at rettighetstap primært vil være aktuelt i saker av en viss alvorlighetsgrad. Utvalget bemerker for ordens skyld at tilsynsmyndigheten i enkelte land kan ilegge enhver som overtrer reglene om markedsmissbruk, forbud mot å handle konkrete finansielle instrumenter eller på nærmere angitte markeds plasser (også personer som ikke utfører arbeid for verdipapirforetak). Utvalget ser ikke bort fra at dette under gitte omstendigheter ville kunne være et effektivt tiltak for å hindre markedsmissbruk. Slik utvalget leser MAR, omfatter imidlertid bestemmelsen kun personer som utfører arbeid for verdipapirforetak. Utvalget foreslår å gjøre bestemmelsen gjeldende for «ansatte i verdipapirforetak». Selv om MAR angir minimumsbeføyelser, har utvalget ikke funnet grunn til å foreslå regler som går lenger. Dette beror først og fremst på at utvalget antar at et slikt virkemiddel vil være både ressurskrevende og vanskelig å anvende og dessuten svært inngripende for den det gjelder. Utvalget antar også at det må fastsettes en unntaksbestemmelse for å løse situasjoner knyttet til for eksempel økonomiske vanskeligheter hos overtreder mv.

Ettersom bestemmelsen gir adgang til å ilegge et administrativt rettighetstap, hører bestemmelsen hjemme i lovens kapittel 21 om sanksjoner. Utvalget foreslår at en bestemmelse som gir regler som gjennomfører MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav g) innarbeides i en ny § 21-2.

11.4.8 Overtredelsesgebyr, straff og vinningsavståelse

11.4.8.1 Utgangspunktet for valg mellom administrative sanksjoner og straff – kort gjennomgang av den generelle rettsutviklingen knyttet til sanksjoner

Overtredelse av loven kan gjøres straffbart 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.¹ Den tradisjonelle straffens begrunnelse er behandlet i Ot.prp. nr. 90 (2003–2004) kapittel 6. I kapittel 7.5 drøfter Justisdepartementet hvilke handlinger som bør være straffbare. Departementet fremhever særlig tre momenter som bør tas i betraktning i 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 illeggelse 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 endringene i forvaltningsloven 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

¹ Se Ot.prp. nr. 90 (2003–2004) punkt 7.5.1.

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 lovovertrедelse 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 lovbruddene 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.»²

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 illeggelse av administrativ sanksjon og hvilke konsekvenser det må få for utforming av sanksjonshjemlene.³ 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 vedtak om delegasjon. 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 ilegge administrativ sanksjon selv om vilkårene er oppfylt. Videre bør det vurderes om det er hensiktsmessig å gi regler om foreldelse av

² Prop. 62 L (2015–2016) punkt 7.4.6.

³ NOU 2003: 15 punkt 13.3.log 26.1.

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 gjennomføring 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.

11.4.8.2 Bør det innføres regler om overtredelsesgebyr for brudd på bestemmelsene i MAR?

Utvalgets generelle utgangspunkt er at det bør vurderes å innføre bestemmelser som gir Finanstilsynet adgang til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på de bestemmelsene i MAR som forordningen legger opp til å sanksjonere med overtredelsesgebyr. Det vises særlig til at et felles system av minimumssanksjoner er satt for å sikre at ingen land med tilgang til det felles markedet oppfattes som «frihavn» for markedsmissbruk. Å hindre regelverksarbitrasje er dermed et viktig hensyn ved utforming av regelverket.

På den annen side åpner MAR for at de land som allerede har strafferettslige reaksjoner for brudd på hele eller deler av regelverket, kan beholde straffespoet. Noen full harmonisering er det således ikke lagt opp til. Som nevnt i kapittel 11.4.1 har verdipapirhandelloven allerede straffebud som dekker det alt vesentlige av regelverket i MAR. På denne bakgrunn legger utvalget til grunn at Norge står fritt til å velge kun strafferettslige regler.

Ved vurderingen av om Finanstilsynet bør få hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr, må det 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 vil 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. 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 rettssikkerhet.

En forutsetning for å kunne ilegge overtredelsesgebyr er imidlertid at dette ikke er å betrakte som straff i Grunnlovens forstand.

Bestemmelsene som minimum skal kunne sanksjoneres med overtredelsesgebyr etter MAR er av svært forskjellig karakter, og inneholder alt fra regler om rutiner og retningslinjer hos utstedere og verdipapirforetak, til handleplikter for ledende ansatte i foretak, og regler om misbruk av markedet. Vurderingen av om overtredelsesgebyr bør og kan anvendes vil dermed ikke være lik for alle bestemmelser. Utvalget legger derfor også til grunn at den praktiske anvendelsen av overtredelsesgebyr vil variere for de ulike reglene. Enkelte av bestemmelsene er av en slik karakter at overtredelsesgebyr som regel vil være en riktig reaksjon, mens en straffereaksjon bare vil være naturlig ved alvorlige overtredelser. En slik fordeling er naturlig på områder der mange av overtredelsene er av mer ordenspreget karakter, for eksempel ved brudd på meldeplikten. I andre tilfeller vil straffeforfølgning være den normale – og kanskje eneste – reaksjonen på overtredelser. Regler som retter seg mot «aktivt misbruk» av markedet (innsidehandel og markedsmanipulasjon) står i en annen stilling enn regler som er satt for å forhindre misbruk, altså regler som har et mer preventivt formål (for eksempel meldepliktregler og regler om perioder med handleforbud).

For enkelte av bestemmelsene er det allerede etter dagens regler adgang til å ilegge overtredelsesgebyr. Dette gjelder for det første reglen om meldeplikt i verdipapirhandelloven § 4-2 som oppheves og erstattes med bestemmelsen i MAR artikkel 19. Artikkel 19 gir i tillegg nye regler om perioder med handleforbud (tidligere omtalt i norsk rett som «røde perioder»). For det andre gjelder det reglene om løpende informasjonsplikt i §§ 5-2 og 5-3 som heretter vil være å finne i MAR

artikkel 17. For disse bestemmelsene er det allerede lagt til grunn at mindre overtredelser av bestemmelsene kan sanksjoneres med et overtredelsesgebyr, mens straff reserveres for alvorlige eller gjentatte overtredelser. Så langt utvalget er kjent med, er erfaringene med et slikt tosporet system gode. For disse bestemmelsene foreslås dagens ordning videreført.

I tillegg har utvalget i NOU 2017: 1 foreslått at det innføres overtredelsesgebyr for den som ikke etterkommer Finanstilsynets pålegg etter §§ 19-2, 19-3 og 19-7. Dette forslaget dekker også MAR artikkel 30 nr. 1 bokstav b) (overtredelsesgebyr for ikke å etterkomme en anmodning fra tilsynsmyndigheten). Det er dermed ikke behov for ytterligere regler på dette punktet.

Utvalget mener at det vil gi en fornuftig og fremtidsrettet regulering å innføre overtredelsesgebyr for mindre alvorlige brudd på flere bestemmelser i MAR. Dette gjelder i første rekke bestemmelsene som innholdsmessig kan sammenlignes med reglene om løpende informasjonsplikt og meldeplikt.

Utvalget legger til grunn at mindre alvorlige overtredelse av MAR artikkel 16 nr. 1 og nr. 2, som omhandler nærmere angitte foretaks plikt til å ha rutiner for å oppdage og forhindre markedsmissbruk, samt plikt til å ha rutiner for å avsløre og varsle om mistenkelige transaksjoner (dagens verdipapirhandellov § 3-11), bør kunne sanksjoneres med overtredelsesgebyr. Videre mener utvalget det bør innføres overtredelsesgebyr for brudd på plikten til å føre lister over primærinnsidere etter MAR artikkel 18 (dagens verdipapirhandellov § 3-5). På samme måte bør det kunne reageres med overtredelsesgebyr ved mindre alvorlige brudd på bestemmelsen om investeringsanbefalinger i artikkel 20 nr. 1 (dagens verdipapirhandellov § 3-10). Etter dagens regler kan overtredelse av disse bestemmelsene straffes med bøter eller fengsel inntil ett år i medhold av verdipapirhandelloven § 17-3 annet ledd nr. 1.

For så vidt gjelder forbudet mot urimelige forretningsmetoder, som foreslås videreført i utkastet § 3-2, foreslår utvalget også at det skal være adgang til å ilegge overtredelsesgebyr. Utvalget legger til grunn at det vil kunne være variasjoner i graden av utvist skyld og dessuten i overtredelsens alvorlighetsgrad. Ved mindre alvorlige overtredelser bør det også her kunne reageres med overtredelsesgebyr.

Etter utvalgets vurdering vil de foreslåtte reglene om overtredelsesgebyr ikke være straff i Grunnlovens forstand, selv om reaksjonen i tillegg til å ha en preventiv funksjon, kan oppleves

som pønalt. 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. ØKOKRIM har som spesialenhet stor kompetanse om rettsområdet og har et eget team som irettefører saker som omhandler kriminalitet i verdipapirmarkedet. ØKOKRIM har imidlertid begrenset kapasitet og deres arbeidsområde er prinsipielle og alvorlige saker. Finanstilsynet har imidlertid særskilt kunnskap om lovgivningen på verdipapirområdet og om undersøkelse av overtredelser. Det vil være ressursbesparende, både for Finanstilsynet og politiet/påtalemyndigheten, om Finanstilsynet i mindre alvorlige saker 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 området til MAR, utover å kreve retting og kalle tilbake tillatelsen til foretaket som har konsesjon. I sistnevnte tilfelle vil et tilbakekall forutsette av foretaket anses uskikket til å drive videre. Tilbakekallet er således ikke en pønalt reaksjon på overtredelsen. For enkelte av overtredelsene kan det ilegges vinningsavståelse. 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 mer alvorlige overtredelser hvor overtredelsens omfang og virkning samt graden av utvist skyld taler for en straffereaksjon, mens overtredelsesgebyr ellers vil være en egnet og hensiktsmessig reaksjon, som alternativ til strafferettslig bot. Utvalget viser i tillegg til at MAR legger opp til at det skal kunne reageres med overtredelsesgebyr ved brudd på nevnte bestemmelser. Utvalget har merket seg at det også i forordningen fremkommer at bestemmelsene om overtredelsesgebyr ikke er ment som straff, idet det uttrykkelig uttales at reglene ikke berører medlemsstatenes rett

til å fastsette strafferettslige sanksjoner, se MAR artikkel 30 nr. 1.

For så vidt gjelder reglene om ulovlig spredning av innsideinformasjon i MAR artikkel 14 bokstav c) (dagens verdipapirhandellov §§ 3-4 og 3-7 som begge omfattes av nevnte bestemmelse i MAR), har utvalget vært noe mer i tvil. Etter dagens regler har også disse bestemmelsene en strafferamme på bøter eller inntil ett års fengsel. Utvalget bemerker at ulovlig spredning av innsideinformasjon er ødeleggende for tilliten til verdipapirmarkedet. Det er således handlinger som kan ha stort skadepotensiale, både for den utstederen som rammes og for markedet som et hele. Der handlingen for eksempel innebærer å gi råd om ikke å selge et finansielt instrument på grunnlag av kunnskap om innsideinformasjon, vil handlingen i alvorlighetsgrad være å likestille med tilskyndelse til å foreta innsidehandel. Utvalget legger således til grunn at ulovlig spredning av innsideinformasjon som regel vil være en alvorlig handling hvor det også må stilles strenge krav til aktsomheten til den som besitter informasjonen. På den annen side ser utvalget også at det finnes situasjoner hvor skadepotensialet er lite og hvor den som har overtrådt regelverket er lite å bebreide, for eksempel der papirer har kommet på avveie under unnskyldelige omstendigheter. I slike tilfeller bør det også for disse overtredelsene kunne reageres med overtredelsesgebyr. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at mindre alvorlige brudd også på bestemmelsene om ulovlig spredning av innsideinformasjon skal omfattes av reglene om overtredelsesgebyr, slik at straff reserveres for alvorlige tilfeller. Fordi skadepotensialet forbundet med spredning av innsideinformasjon er stort, legger imidlertid utvalget til grunn at en relativt raskt vil være over i straffebestemmelsen.

Forbudet mot innsidehandel og markedsmanipulasjon retter seg mot handlinger hvor overtredende per definisjon aktivt misbruker markedet. Slik sett står disse bestemmelsene i en annen stilling enn de øvrige bestemmelsene. Både innsidehandel og markedsmanipulasjon kan etter verdipapirhandelloven § 17-3 første ledd straffes med bøter eller fengsel inntil seks år. For så vidt gjelder innsidehandel har Høyesterett i flere avgjørelser uttalt at det normalt bør reageres med ubetinget fengsel. Overtredelser av forbudet mot innsidehandel må generelt anses som så alvorlig og vesentlig for tilliten til markedet mv, at straffefølgning bør være den normale reaksjonsformen. Utvalget kan ikke se at det for disse overtredelsene bør åpnes for å legge overtredelsesgebyr.

Når det gjelder markedsmanipulasjon har utvalget vært i tvil. I en dom inntatt i Rt-2009-22 drøftet Høyesterett straffenivået for kursmanipulasjon i lys av straffenivået for innsidehandel. Høyesterett la til grunn at selv om innsidehandel og kursmanipulering arter seg på ulike måter, har lovens forbudsbestemmelser samme funksjon, nemlig å hindre undergraving av tilliten til handelen i verdipapirmarkedet, og dermed verne om verdipapirmarkedets funksjon som finansieringskilde for næringslivet. Høyesterett fremhever i Rt-2009-22 (22):

«Vi har her å gjøre med et område hvor forbudsbestemmelsene i det vesentlige er satt av hensyn til allmenne samfunnsverdier. En straffereaksjon vil da ofte være et viktig virkemiddel for å skape respekt for og etterlevelse av slike «spilleregler». Dette taler for at brudd på reglene må føre til en følbar reaksjon. De allmennpreventive hensyn har således hatt vesentlig betydning ved utmåling av straffen i innsidehandeltilfellene, og jeg kan vanskelig se at de skal ha mindre vekt ved overtredelse av forbudet mot kursmanipulering.»

Behovet for en følbar reaksjon har dermed ikke mindre vekt ved overtredelse av forbudet mot kursmanipulering. Høyesterett fant det imidlertid ikke riktig å ta som generelt utgangspunkt at straffen for kursmanipulering normalt må fastsettes til ubetinget fengsel fordi denne gruppen overtredelser fremstår mer uensartet med hensyn til gjennomføringen enn det som er tilfellet for innsidehandel.

Høyesterett viste til omtalen av begrepet markedsmanipulasjon i Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) punkt 10.6, hvor det heter:

«Markedsmanipulasjon kjennetegnes blant annet av at det ikke er snakk om en homogen forbrytelse i samme forstand som for eksempel et alminnelig tyveri. Det lar seg ikke gjøre innenfor fornuftige rammer å angi nøyaktig den forbudte gjerning fordi den kan bestå av så mange forskjellige objektive og subjektive elementer, og variasjoner og sammensetninger av slike. Derfor er lovgiver, det være seg på fellesskapsplan eller nasjonalt plan, primært henvist til å oppstille rettslige standarder og eventuelt understandarder om hva som kjennetegner den gjerning som forbys. Det vil kunne forekomme tilfeller som klart faller innenfor standardene, og andre tilfeller som ikke så klart faller innenfor.»

Ut fra disse betraktningene er det ikke utenkelig at det kan åpnes for bruk av administrative overtredelsesgebyr, også for enkelte tilfeller av markedsmanipulasjon. Som eksempel vil utvalget nevne at det har forekommet saker hvor kursen på mindre likvide finansielle instrumenter har vært flyttet noe (holdt oppe) ved ordreinnleggelse mot slutten av dagen. Fortjenestepotensialet ved handlingene har vært særdeles lavt, forsøket på manipulasjon forholdsvis ubehjelpelig, og skadepotensialet forholdsvis lite. I denne typen saker kan det reises spørsmål om det er hensiktsmessig å benytte straffespolet. I tillegg kommer at MAR innebærer at markedsmissbruksreglene gjøres gjeldende for flere markeds plasser og situasjoner. Det er ikke utelukket at en i fremtiden vil se en større variasjon i overtredelsene. Påtalemyndigheten har begrensede ressurser. Mulighet for å ilegge overtredelsesgebyr for mindre alvorlige tilfeller vil kunne bidra til at flere saker enn tidligere ender med en reaksjon. Samtidig vender utvalget tilbake til at markedsmanipulasjon per definisjon innebærer misbruk av verdipapirmarkedet og således utgjør et angrep på de kjerneverdier verdipapirmarkedet skal ivareta. Å velge straffespolet bidrar, slik utvalget ser det, til å markere den generelle alvorligheten av handlingene. Etter en samlet vurdering fremmer utvalget derfor ikke forslag om overtredelsesgebyr for markedsmanipulasjon, men foreslår at disse sakene skal beholdes i straffespolet, slik MAR gir adgang til. Utvalget har lagt vekt på at ØKOKRIM har iretteført flere saker om markedsmanipulasjon. Utvalget legger til grunn at den allmennpreventive effekten av pådømte overtredelser vil være minst like stor som overtredelsesgebyrer ilagt i mindre alvorlige saker. Utvalget legger også til grunn at en aktiv håndheving gjennom straffespolet vil tilfredsstille kravene EU-reglene setter om effektiv og avskrekkende håndheving av regelverket, slik at det norske markedet ikke blir sett på som en «frihavn» for kriminelle elementer i markedet.

11.4.8.3 Hvem skal kunne ilegges overtredelsesgebyr?

MAR retter seg i stor grad til alle og enhver. Det vil si at loven som gjennomfører regelverket, pålegger både foretak og fysiske personer plikter. Det fremgår av hver enkelt bestemmelse i forordningen hvem som er pliktsubjekt for bestemmelsen.

For så vidt gjelder foretak, foreslår utvalget at det presiseres 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) kapittel 10.3.2.

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.

Både MiFID II artikkel 70 nr. 2 og rapporteringsdirektivet artikkel 28 nr. 2 fastsetter at når regelverket retter seg mot foretak *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. En slik generell regel er ikke gitt i MAR artikkel 30. Forskjellen beror antakelig på at pliktsubjektene etter både MiFID II og rapporteringsdirektivet i hovedsak er foretak, mens MAR i stor grad pålegger plikter på alle, altså også direkte på fysiske personer (både i og utenfor foretak). MAR artikkel 8 nr. 5 og artikkel 12 nr. 4 har regler om fysiske personers ansvar for foretaks innsidehandel og markedsmanipulasjon, men for disse overtredelsene har ikke utvalget foreslått regler om overtredelsesgebyr.

11.4.8.4 Størrelsen på overtredelsesgebyr

Dagens regler inneholder ikke beløpsgrenser for overtredelsesgebyr. MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav h) til j) 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 30 nr. 3.

MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav h) til j) har differensiert maksimumsbeløpene for overtredelse av de ulike bestemmelsene i forordningen, med de høyeste beløpene for overtredelse av reglene om innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon. Ettersom utvalget foreslår å beholde et rendyrket straffespor for innsidehandel og markedsmanipulasjon, er det

bare overtredelse av bestemmelsen om ulovlig spredning av innsideinformasjon i MAR artikkel 14 c) som omfattes av de høyeste gebyrene. Ved overtredelse av denne bestemmelsen skal nasjonale myndigheter fastsette maksimumsgebyr for en juridisk person som minst skal være 15 000 000 euro eller opptil 15 prosent 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 tilsvarende inntekt etter relevante regnskapsdirektiver, etter siste tilgjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsen i det overordnede morforetaket. For en fysisk person skal maksimumsgebyret minst fastsettes til 5 000 000 euro.

Ved overtredelse av artikkel 16 og 17 skal nasjonale myndigheter fastsette maksimumsgebyr for en juridisk person som minst skal være 2 500 000 euro eller opptil 2 prosent 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 tilsvarende inntekt etter relevante regnskapsdirektiver, etter siste tilgjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsen i det overordnede morforetaket. Ved overtredelse av artikkel 18, 19 og 20 skal maksimumsbeløpet være minst 1 000 000 euro.

For en fysisk person skal maksimumsgebyret minst fastsettes til 5 000 000 euro for overtredelse av artikkel 14 c) og 1 000 000 euro ved overtredelse av artikkel 16 og 17. Ved overtredelse av artikkel 18, 19 og 20 skal maksimumsbeløpet være minst 500 000 euro.

I alle tilfelle kan gebyret isteden fastsettes til opptil tre 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 regelverksarbitrase. 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 forordningens maksimumssatser.

Utvalget bemerker at forordningen 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 tre ganger oppnådd vinning. Utvalget legger til grunn at reglene forordningen 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 forordningen, innarbeides i reglene om overtredelsesgebyr som egne ledd i § 21-4.

I kapittel 7.4.8.2 foreslår utvalget at det skal kunne gis overtredelsesgebyr for brudd på reglene om god forretningsskikk i utkastet § 3-2. Dette er en nasjonal bestemmelse som ikke er omfattet av forordningens regler om gebyrsatser. Ettersom det uansett skal fastsettes en maksimumssats, foreslår utvalget, som en praktisk løsning, å benytte den laveste satsen i MAR.

11.4.8.5 Justering av andre bestemmelser om overtredelsesgebyr og organisering av sanksjonsbestemmelsene i loven

Verdipapirhandelloven gjennomfører flere direktiver og forordninger i norsk rett. De fleste rettsaktene har regler om administrative sanksjoner i form av overtredelsesgebyr. Verdipapirlovutvalget har så langt foreslått regler om overtredelsesgebyr for

brudd på bestemmelser som gjennomfører rapporteringsdirektivet (NOU 2016: 2) og MiFID II/MiFIR (NOU 2017: 1). Samtidig inneholder gjeldende verdipapirhandellov allerede bestemmelser om overtredelsesgebyr for brudd på flere bestemmelser. På enkelte av disse områdene, for eksempel prospektområdet, er nye EU-regler på trappene. Det er en utfordring å lage et oversiktlig regelverk, samtidig som kravene i de ulike EU-rettsaktene ivaretas. Direktivene og forordningene som skal gjennomføres i loven er noe ulikt utformet. Blant annet er maksimumsgebyrene satt noe forskjellig.

I dagens lov er det én bestemmelse om overtredelsesgebyr. Utvalget foreslår at bestemmelsen splittes opp, slik at det utarbeides flere bestemmelser som dekker ulike kapitler i loven. Utvalget mener en slik inndeling vil gi mer oversiktlige regler. Ovennevnte forhold gjør det også lite hensiktsmessig å utarbeide én (veldig lang) bestemmelse. Ved utforming av forslaget til bestemmelser tar utvalget utgangspunkt i de anbefalinger som foreligger i Prop. 62. L (2015–2016) og som det er redegjort for over.

Når det gjelder shortsalgforordningen, som er gjennomført i utkastet § 3-3 (viderefører § 3-14), foreslår utvalget at bestemmelsen om overtredelsesgebyr skal omfatte noen fler av forordningens bestemmelser enn opprinnelig foreslått. I Finanstilsynets høringsnotat om gjennomføring av shortsalgforordningen fra 2013, foreslo ikke Finanstilsynet at det skulle gis hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på forordningens bestemmelser om udekket shortsalg. I Finanstilsynets høringsmerknad til Finansdepartementets forslag til lovendringer som følge av nytt EØS-regelverk på finansmarkedsområdet, se Prop. 166 L (2015–2016), ble det imidlertid pekt på at det senere har vært en utvikling i myndighetenes vurdering av administrative sanksjoner og at det ville være i samsvar med denne utviklingen at Finanstilsynet gis hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr også ved brudd på shortsalgforordningens bestemmelser om udekket shortsalg. Departementet sluttet seg til Finanstilsynets beskrivelse av utviklingen, men mente at forslag om en eventuell utvidelse burde sendes på høring før det fremmes lovforslag. Departementet mente at dette burde gjennomføres i sammenheng med en mer helhetlig gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner. Utvalget foreslår i samsvar med ovennevnte at det gis hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på forordningens regler om udekket shortsalg. Dette foreslås gjennomført ved at det tas inn en henvisning til forordningens artikkel 12 til 15 i § 21-5.

Shortsalgforordningen har ikke regler om overtredelsesgebyrenes størrelse. I Prop. 62. L (2015–2016) kapittel 13.3.4 fremholder Justisdepartementet, som nevnt i 11. 4.8.4, at det bør fastsettes maksimale satser. Utvalget foreslår som en praktisk løsning å se hen til maksimumsgebyrene i MAR. Utvalget har imidlertid ikke funnet grunn til å foreslå differensierte overtredelsesgebyrer for henholdsvis fysiske personer og foretak. Utvalget foreslår at maksimum overtredelsesgebyr settes til 5 millioner kroner, som anses tilstrekkelig både for foretak og for fysiske personer. I tillegg foreslår utvalget at beløpet isteden kan settes til opptil tre ganger oppnådd vinning eller unngått tap der dette kan fastslås. I tillegg foreslår utvalget enkelte endringer i bestemmelsen som innebærer at øvrige anbefalinger i Prop. 62 L (2015–2016) hensyntas. Endringene innebærer at bestemmelsen deles opp i flere ledd hvor det skilles mellom fysiske og juridiske personer. For personer foreslås overtredelsesgebyr ved forsettlig og uaktsom overtredelse, mens det for foretak ikke skal være skyldkrav.

Verdipapirlovutvalget fremmet i NOU 2016: 2 forslaget til gjennomføring av rapporteringsdirektivets bestemmelser om overtredelsesgebyr. Utvalget fremmer nå enkelte forslag til justeringer, slik at også denne bestemmelsen utformes som anbefalt i Prop. 62 L (2015–2016). Endringene innebærer at bestemmelsen deles opp i flere ledd hvor det skilles mellom fysiske og juridiske personer. For personer foreslås overtredelsesgebyr ved forsettlig og uaktsom overtredelse, mens det for foretak ikke foreslås skyldkrav. I tillegg foreslår utvalget at reglene om hva det skal legges vekt på ved valg av reaksjon samles i en felles bestemmelse som dekker alle bestemmelsene om administrative sanksjoner. Utformingen av disse bestemmelsene er mer eller mindre identiske i de ulike direktiver og forordninger slik at en felles bestemmelse fremstår som den beste løsningen. Det vises til redegjørelsen i kapittel 11.4.8.8. Endelig foreslår utvalget at det innarbeides nye regler om forsinket betaling og foreldelse, slik det er gjort i de øvrige bestemmelsene.

For så vidt gjelder EMIR, som gjennomført i verdipapirhandelloven § 13-1, foreslår utvalget ingen endringer for så vidt gjelder hvilke av forordningens regler som skal omfattes av adgangen til å ilegge overtredelsesgebyr. Det vises til at spørsmålet nylig er vurdert, blant annet av Finansdepartementet i Prop. 166 L (2015–2016). Bestemmelsene om overtredelsesgebyr må imidlertid utformes slik at de ivaretar anbefalingene i Prop. 62 L (2015–2016) herunder må det utarbei-

des regler om maksimale satser for overtredelsesgebyr. I tillegg må skyldkravene for henholdsvis fysiske personer og foretak utformes forskjellig. Utvalget foreslår en ny bestemmelse som ivaretar ovennevnte.

Når det gjelder størrelsen på overtredelsesgebyr fastsetter ikke EMIR noen maksimumssats. Utvalget kan heller ikke se at det finnes andre EU-rettsakter det er umiddelbart naturlig å sammenligne med. Utvalget mener imidlertid at det er naturlig å sette gebyrene slik at de står i et visst forhold til de gebyrsatsene de øvrige EU-rettsaktene på verdipapirområdet legger opp til. Ut fra en skjønnsmessig vurdering foreslår utvalget at det fastsettes et maksimumsgebyr for både fysiske og juridiske personer på 10 millioner kroner. Alternativt bør gebyret kunne settes til to ganger oppnådd vinning eller unngått tap, selv som dette beløpet skulle bli høyere.

Etter verdipapirhandeloven § 17-4 kan det ilegges overtredelsesgebyr ved brudd på reglene om prospekter i lovens kapittel syv med tilhørende forskrifter. Finansdepartementet har imidlertid gitt Verdipapirlovutvalget utvidet mandat til å gjøre nødvendige endringer i kapittel 7 på grunnlag av ny prospektforordning fra EU. For å unngå midlertidige endringer i sanksjonsbestemmelsene, lar utvalget dagens regler om administrative gebyrer stå uendret til utredningen knyttet til prospektregelverket er ferdigstilt. Det samme gjelder for reglene om tilbudsplikt.

Ettersom utvalget gjør vesentlige endringer i hele lovens kapittel om sanksjoner og straff, foreslår utvalget å oppheve hele kapittelet og utarbeide nye bestemmelser i sin helhet.

11.4.8.6 Oppfyllelsesfrist, tvangsfullbyrdelse og foreldelse

Den alminnelige regelen i forvaltningsloven § 42 er at hverken 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 konkuranseloven § 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. På denne bakgrunn er det vedtatt endringer i tvangsfullbyrdesloven § 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 tvangsfullbyrdesloven § 4-18 femte ledd. Bestemmelsen gjelder for vedtak om administrativ sanksjon på betaling av penger, og vil derfor gjelde for overtredelsesgebyr etter verdipapirhandeloven med mindre det gjøres eksplisitt unntak i verdipapirhandeloven.

I konkuranseloven § 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 verdipapirhandeloven ut fra at overtredelsesgebyrene potensielt kan bli svært store. Etter utvalgets oppfatning vil imidlertid endringene som er vedtatt i tvangsfullbyrdesloven § 4-18 femte ledd, ivareta både det offentliges behov for sikkerhet og den som ilegges overtredelsesgebyr på en hensiktsmessig måte. 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 tvangsfullbyrdesloven § 7-2 bokstav d). Det er etter utvalgets oppfatning ikke nødvendig at dette også sies i verdipapirhandeloven.

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. Ettersom reglene er felles for alle

bestemmelsene om overtredelsesgebyr, foreslår utvalget at regler om forsinket betaling og foreldelse samles i en ny bestemmelse i § 21-10.

11.4.8.7 Vinningsavståelse

Etter dagens regler er det adgang til å ilegge vinningsavståelse for brudd på flere av reglene om markedsmissbruk, herunder reglene om misbruk av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon. 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 vært et nyttig supplement til andre sanksjoner. Utvalget kan heller ikke se at det foreligger andre forhold som tilsier at reglene bør oppheves eller endres. I henhold til MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav b) skal nasjonale tilsynsmyndigheter kunne reagere med vinningsavståelse ved overtredelse av artikkel 14 om forbud mot innsidehandel og ulovlig formidling av innsideinformasjon, artikkel 15 om forbudet mot markedsmanipulasjon, artikkel 16 nr. 1 og 2 som etablerer nærmere angitte plikter for å hindre markedsmissbruk, artikkel 17 nr. 1, 2, 4, 5 og 8 som gjelder offentliggjøring av innsideinformasjon, artikkel 18 nr. 1 til 6 som gjelder føring av innsidelister, artikkel 19 nr. 1 til 3 og nr. 5 til 7 samt 11 som gjelder transaksjoner foretatt av ledende ansatte og artikkel 20 nr. 1 om investeringsanbefalinger. Utvalget foreslår at det skal kunne ilegges vinningsavståelse ved overtredelse av disse bestemmelsene. Ut over dette, er det ikke behov for å foreslå ytterligere endringer for å oppfylle MAR på dette punktet.

Vinningsavståelse etter verdipapirhandelloven er regnet som en administrativ sanksjon, se Ot.prp. nr. 12 (2004–2005) kapittel 17.2.3. De nye reglene i forvaltningsloven kapittel IX kommer dermed i utgangspunktet til anvendelse. Bestemmelsen fastsetter imidlertid selv prosedyrer for saksbehandlingen i saker om vinningsavståelse, blant annet at et vedtak om vinningsavståelse ikke er et enkeltvedtak, men at Finanstilsynet må reise søksmål om vinningsavståelse dersom vinningsavståelsen ikke vedtas. Når særloven selv fastsetter saksbehandlingsregler, gjelder forvaltningslovens regler ved siden av så langt de passer. Så langt utvalget kan se, oppfyller bestemmelsen for øvrig de anbefalinger for utforming av en slik

bestemmelse som gis i Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 32.4.4.

Bestemmelsen om vinningsavståelse omfatter også overtredelse av en rekke andre bestemmelser i loven. Disse er nylig vurdert i forbindelse med gjennomføring av shortsalgforordningen, EMIR og MiFID II. Utvalget kan ikke se at det er behov for å gjøre ytterligere endringer. Bestemmelsen om vinningsavståelse foreslås således videreført men med oppdaterte henvisninger til MAR.

11.4.8.8 Retningslinjer ved valg av administrative tiltak og sanksjoner

Det følger av MAR artikkel 31 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 besluttet. Momentene som nevnes er bl.a. overtredelsens grovhet og varighet, overtrederens økonomiske evne, oppnådd vinning eller unngått tap, tap påført tredjemann, overtrederens vilje til å samarbeide med tilsynsmyndigheten og tidligere overtredelser. Det understrekes 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 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 avgjørelsen. Det er stor grad av overlapp mellom momentene som angis i forvaltningsloven og i artikkel 31, men også enkelte forskjeller. Blant annet nevner artikkel 31 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 31 om momenter tilsynsmyndigheten «skal ta i betraktning» hvis de er relevante (appropriate). Selv om det kan synes som artikkel 31 stiller strengere krav til skjønnsutøvelsen, modereres dermed 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 31 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 31 sier imidlertid uttrykkelig at bestemmelsen også gjelder *valg av administrativt tiltak/sanksjon*. Fordi artikkel 31 omfatter både tiltak (som pålegg om retting) og sanksjoner (som gebyr), omfatter den også valg mellom flere virkemidler enn de 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 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 tilleggsmomentene som forordningen krever. Utvalget mener imidlertid at dette kan gi en lite oversiktlig situasjon for dem reguleringen gjelder. Det gir en langt mer oversiktlig situasjon for aktørene å finne én bestemmelse i verdipapirhandelloven som svarer til relevante direktiver og forordninger. Riktignok vil det innebære noe dobbeltregulering fordi momenter som nevnes i verdipapirhandelloven 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 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 31 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 31 foreslår utvalget at bestemmelsen utformes slik den kommer til anvendelse også ved valg av tiltak og sanksjoner. Det vises til utkast til bestemmelse i § 21-11. Artikkel 31 i MAR svarer til tilsvarende bestemmelser i rapporteringsdirektivet artikkel 28 c og MiFID II artikkel 72 nr. 2. MAR artikkel 31 nevner imidlertid et tilleggsmoment som ikke er med i de nevnte bestemmelsene nemlig om overtredelse har truffet tiltak for å hindre fremtidige overtredelser. Utvalget foreslår at dette momentet tas inn i oppregningen i bestemmelsen.

11.4.8.9 Behovet for straffebestemmelser ved overtredelse av verdipapirhandelloven

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 eventuelt skal innføres fler. Siden utvalget mener det bør innføres overtredelsesgebyr på en rekke områder, 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 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. Etter utvalgets syn bør et parallelt straffespor opprettholdes. Utvalget peker på at overtredelse av enkelte av bestemmelsene i verdipapirhandelloven har stort skadepotensiale. Dette gjelder i særlig grad reglene om markedsmissbruk, hvor overtredelse vil kunne medføre at tilliten til verdipapirmarkedet svekkes. Utvalget bemerker at det foreligger fellende dommer for overtredelse av atferdsbestemmelsene som i dag omfattes av straffebestemmelsen. Det bemerkes videre at brudd på formalovertredelser ofte er foretatt for å skjule markedsmissbruk. Utvalget

foreslår på denne bakgrunn å opprettholde et parallelt strafferegime for overtredelse av reglene i MAR som i dag omfattes av straffereglene, men slik at det ved mindre alvorlige overtredelser bør kunne reageres med et overtredelsesgebyr.

I NOU 2017: 1 kapittel 10.4.7.7 vurderte Verdipapirlovutvalget 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.

Etter utvalgets syn bør et parallelt straffespor opprettholdes. Overtredelse av enkelte av bestemmelsene som gjennomfører MiFID II i verdipapirhandelloven har 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 alvorlige brudd på disse bestemmelsene kan handlingene det er tale om ligge i grenselandet mot bedrageribestemmelsene i straffeloven. Allmennpreventive hensyn taler for at det bør være mulig å straffeforfølge brudd på disse reglene. Utvalget foreslår derfor å opprettholde straffebestemmelser knyttet til overtredelse av reglene i utkastet kapittel 9 og 10 (NOU 2017: 1) som svarer til dagens straffebestemmelser. For det annet gjelder det overtredelse av *bestemmelser som er av særlig betydning for å verne markedet mot skadelige hendelser*. Det dreier seg om bestemmelser som retter seg mot atferd som har vist seg å kunne føre til store markedsforstyrrelser, for eksempel reglene om algoritmehandel og posisjonsgrenser. Dette er nye bestemmelser som utvalget mener bør omfattes av straffereglene i tillegg til at det kan gis overtredelsesgebyr ved mindre alvorlige overtredelser. Ut fra en vurdering av det skadepotensialet overtredelse kan medføre, foreslår utvalget at den som overtrer bestemmelsene i utkastet (NOU 2017: 1) § 9-35 om algoritmehandel og § 15-3 om rapportering av posisjoner skal kunne straffes med bøter eller fengsel inntil 1 år.

Som nevnt i kapittel 11.2.6, gir børsloven § 48 straffebestemmelser for overtredelse av enkelte av børslovens regler. I NOU 2017: 1 foreslår Verdipapirlovutvalget å oppheve børsloven og innarbeide den i verdipapirhandelloven. Straffebestemmelsene ble imidlertid ikke behandlet i denne utredningen, men vurderes her.

Børsloven § 48 første ledd fastsetter at den som forsettlig eller uaktsomt driver virksomhet som regulert marked uten tillatelse, eller benytter betegnelsen regulert marked eller børs uten å ha

tillatelse, kan straffes med bøter. Kravene om tillatelse og forbudet mot å benytte betegnelsene regulert marked og børs uten tillatelse er foreslått videreført i utkastet til nye bestemmelser i verdipapirhandelloven §§ 11-1 og 13-1 første ledd. Utvalget foreslår at straffebestemmelsene opprettholdes. Det vises til at kravene i bestemmelsene er sentrale og at overtredelse vil kunne skade markedet og den enkelte investor.

Etter børsloven § 48 annet ledd straffes den som forsettlig eller uaktsomt tilsidesetter sin opplysningsplikt etter børsloven § 24 syvende ledd eller § 26 syvende ledd med bøter eller fengsel inntil 1 år eller begge deler. Foreligger særlig skjerpene omstendigheter, kan fengsel inntil 3 år anvendes. Bestemmelsene om opplysningsplikt overfor regulert marked er foreslått videreført i utkastet til nye bestemmelser i verdipapirhandelloven § 12-2 syvende ledd og § 12-4 åttende ledd. Utvalget foreslår å opprettholde straffebestemmelsene også for overtredelse av disse reglene. Utvalget bemerker at bestemmelsene er sentrale for det regulerte markedets evne til å ivareta sine oppgaver i markedet på en tilfredsstillende måte, herunder for det regulerte markedets mulighet til å avdekke markedsmissbruk.

Etter tredje ledd kan tillitsvalgte eller ansatte ved regulert marked som forsettlig eller uaktsomt overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av børsloven straffes med bøter, eller under særlig skjerpene omstendigheter med fengsel inntil 1 år eller begge deler, hvis ikke handlingen går inn under noen strengere straffebestemmelse. Utvalget foreslår å oppheve bestemmelsen. Bestemmelsen er lite tidsmessig og har fulgt med regelverket om børsvirksomhet fra eldre lovverk. Den er generelt utformet og treffer etter utvalgets syn ikke de interesser dagens verdipapirhandellov primært er satt til å ivareta. Ansatte på regulert marked kan, i likhet med alle andre personer, straffes for overtredelse av de bestemmelsene i verdipapirhandelloven som er belagt med straff, for eksempel markedsmissbruksreglene og reglene om plikt til å gi opplysninger. Utvalget kan ikke se at det er behov for ytterligere straffebestemmelser for ansatte på regulert marked.

Etter dagens regler er det også forbundet med straffeansvar ikke å rette seg etter pålegg fra Finanstilsynet. Utvalget legger til grunn at straffereglene 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 alvorlige for markedet tilsynet skal beskytte. Utvalget foreslår av samme grunn å

utvide straffebestemmelsen til å omfatte § 15-4 om opplysningsplikt og pålegg i forbindelse med posisjongsgrenser.

Etter dagens regler er overtredelse av flagge-reglene omfattet av straffebestemmelsen. Utvalget bemerker at alvorlige overtredelse av disse reglene, på samme måte som ovennevnte regler, har skadepotensiale både i den enkelte sak og for tilliten til markedet. Utvalget foreslår således å opprettholde et parallelt strafferegime også på dette området.

Når det gjelder overtredelse av EMIR, bemerker utvalget at straffebestemmelsene på dette området nylig er foreslått. Utvalget er ikke kjent med at det er behov for å foreta noen fornyet vurdering av omfanget av straffebestemmelser på dette området.

For så vidt gjelder overtredelse av prospekt-regelverket, er det som nevnt nye regler på trap-pene. For å unngå ulemper knyttet til hyppige endringer, foreslår utvalget ingen endringer nå. Det samme gjelder for reglene om tilbudsplikt.

Det er imidlertid *ikke* naturlig at alle bestem-melser som nå gjøres til gjenstand for overtredel-sesgebyr også skal belegges med straff. Tvert i mot viser utvalget til at det krever en særlig begrunnelse å utvide området for straffetrus-selen. Loven inneholder en rekke regler hvor det ikke er naturlig å reagere med straff ved overtre-delser.

Hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr bidrar til at sanksjoneringen blir mer fleksibel, slik at den i større grad kan tilpasses overtredel-sens art og alvorlighetsgrad.

11.4.8.10 Om utforming av straffebestemmelsene i loven

I verdipapirhandelloven § 17-4 er de ulike straffal-ternativenes noe ulikt utformet. Første ledd og annet ledd nr. 1 til 5 stiller krav om forsett eller uaktsomhet, uten annen kvalifisering av straffebu-det, mens annet ledd nr. 6 og tredje ledd i tillegg fastsetter at bestemmelsen gjelder grove eller gjentatte overtredelser. Sistnevnte skiller seg fra førstnevnte ved at det i disse tilfellene også er adgang til å ilegge overtredelses gebyr. Bestem-melsen er utformet før anbefalingene for utfor-ming av straffebestemmelser på områder der det kan ilegges overtredelsesgebyr i Prop. 62 L (2015–2016). I denne proposisjonen er gjennom-føring av kvalifikasjonskrav for straff omtalt i kapittel 7.4.5. Her uttrykte Justisdepartementet skepsis mot denne typen kvalifikasjonskrav:

«For at det skal være aktuelt med et abstrakt utformet vesentlighetskriterium i lovteksten, må det i forarbeidene til lovendringen i hver særlov redegjøres mer konkret for hvor terske-len for straffbarhet er ment å ligge, og de gene-relle momentene bør utdypes og suppleres med eksempler, jf. også NOU 2003: 15 punkt 10.6.4. En slik vurdering må i tilfelle skje med utgangspunkt i den enkelte handlingsnorm som det er aktuelt å knytte en straffesanksjon til. Ut fra dette er departementet i tvil om det i mange lover er noe betydelig å vinne ved å gjennomføre kvalifikasjonskravet ved å i lov-teksten begrense lovens straffetrussel til alvor-lige eller vesentlig overtredelser. Ofte vil det være vanskelig simpelthen fordi en står over-for nye problemer som trenger sin løsning og hvor det kan være vanskelig, selv etter en grun-dig vurdering, å ha god nok oversikt til, på et abstrakt plan, å skille mellom det alvorlige og mindre alvorlige på en god nok måte.

Departementet ser det også som en ulempe med innføring av abstrakte vesentlighetster-skler i lovbestemmelsene at det kan bli nødven-dig med særskilte tillegg knyttet til gjentatte overtredelser, slik utvalget foreslår. Abstrakte vesentlighetsterskler gjør det også vanske-ligere å se ulike overtredelser i sammenheng. Lovbrudd som isolert sett ikke er vesentlige, kan bli det når de ses i sammenheng med øvrige lovbrudd. Dette illustrerer at det er knyttet visse konkrete ulemper til tapet av flek-sibilitet.»

Isteden fremholdt departementet at instruksregu-lering i mange tilfeller er en egnet måte å gjen-nomføre kvalifikasjonskravet på. Kvalifikasjons-kravet gjennomføres i så fall gjennom påtalemyndighetens praksis. Lovens straffetrussel omfatter da både alvorlige og mindre alvorlige lovbrudd. Området for det straffbare avgrenses ved at det gis instruks internt i forvaltningen og internt i påtalemyndigheten om hva som skal behandles som henholdsvis saker om administrative sanksjo-ner og straffesaker. Justisdepartementet fremhol-der videre at målsetningen om at straff bare bør anvendes ved alvorlige overtredelser også nås ved bruk av instruks, selv om en ikke dermed redu-serer området for det straffbare. Forutsetningen er at det i stedet finnes hjemmel for administrative sanksjoner. Når det gjelder kvalifikasjonskrav knyttet til gjentakelse, fremholder departementet at det også her oppstår vanskelige avgrensnings-spørsmål for eksempel knyttet til tidsramme.

På bakgrunn av Justisdepartementets anbefalinger foreslår utvalget å endre utformingen av straffebestemmelsen i verdipapirhandelloven, slik at kvalifikasjonskrav som «grove og gjentatte» tas ut av loven. Utvalget bemerker at Justisdepartementets betenkeligheter knyttet til denne typen kvalifikasjonskrav også gjør seg gjeldende på verdipapirområdet. I tillegg kommer at verdipapirområdet er et dynamisk område med stadig nye handelsmønstre og handelsteknikker. Dette medfører også at kvalifikasjonskravene bedre vil kunne pensles ut i praksis. Det foreligger allerede i dag et nært samarbeid mellom påtalemyndigheten ved ØKOKRIM og Finanstilsynet. Forutsetningene for å legge til rette for nødvendig grense-dragning og for å hindre dobbeltforfølgning er således allerede til stede.

Dagens straffebestemmelser retter seg mot «den som» overtrer regelverket. Dette kan være både foretak og enkeltpersoner. Dette innebærer at bestemmelsene i MAR artikkel 8 nr. 5 og 12 nr. 4 som fastsetter at fysiske personer som deltar i beslutninger om innsidehandel og markedsmanipulasjon på vegne av foretak, skal omfattes av sanksjonsbestemmelser, er ivaretatt av den norske straffebestemmelsen. Det samme gjelder for MAR artikkel 10 nr. 1 annet ledd som fastsetter at bestemmelsen om ulovlig spredning av innsideinformasjon gjelder for både fysiske personer og foretak.

11.4.8.11 Nærmere om strafferammer – forholdet til MAD II

MAD II gir som nevnt minimumsregler hvor formålet er å bringe alle medlemsstatene opp på et gulv av strafferegler. Formålet er å hindre at enkeltstater fungerer som «frihavner» for uønsket atferd som sprer seg mellom markeder og over landegrenser. Verdipapirhandelloven inneholder allerede straffebud som rammer de overtredelsene direktivet omfatter. De norske straffebudene går lenger enn direktivets minimumsregler både når det gjelder strafferammer og vilkår for straff. Utvalget ser det ikke naturlig å legge vesentlig vekt på et direktiv som har til formål å bringe de landene som har minst utviklede sanksjonsbestemmelser opp på et minimum, når de norske straffebestemmelsene skal vurderes. Utgangspunktet for vurderingen av straffebestemmelsene vil dermed være om det ut fra norske forhold er behov for å foreslå endringer.

For så vidt gjelder forbudet mot innsidehandel og markedsmanipulasjon, foreslår utvalget å videreføre straffebestemmelsen uendret, men med

nødvendige endringer i henvisning til relevante bestemmelser i MAR. Utvalget foreslår å videreføre strafferammen på 6 års fengsel og viser til det store skadepotensialet slike handlinger medfører, slik Høyesterett også har fremhevet i sin praksis.

Overtredelse av verdipapirhandelloven § 3-4 om taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering samt § 3-7 om rådgivningsforbud, har i dag en strafferamme på bøter eller ett års fengsel. Som drøftelsen over viser, vil de groveste tilfellene av ulovlig spredning av innsideinformasjon ha omtrent samme skadepotensiale som innsidehandel og markedsmanipulasjon. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å heve strafferammen til fire år.

For så vidt gjelder overtredelse av flaggeregulene og shortsalgforordningen artikkel 5 til 11 kan det i dag reageres med bøter. Utvalget mener at strafferammen bør skjerpes. Utvalget viser til at det for mindre alvorlige overtredelser av regelverket kan reageres med overtredelsesgebyr, slik at straffesporet i utgangspunktet vil være aktuelt for alvorlige overtredelser. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at det i tillegg bør kunne reageres med fengsel inntil et år, slik tilfellet for eksempel er ved overtredelse av reglene om god forretningsskikk og forbudet mot å benytte urimelige forretningsmetoder. Slik utvalget ser det, gir straffebestemmelser som kun gir rom for bøtestraff, for liten mulighet til å reagere tilstrekkelig på de alvorlige overtredelsene. For øvrig foreslår utvalget å opprettholde dagens straffebestemmelser og straffenivå.

For så vidt gjelder overtredelse av (utkastet til) verdipapirhandellov §§ 11-1 og 13-1 første ledd, som viderefører børsloven § 48 første ledd, foreslår utvalget at strafferammen heves, slik at overtredelse skal kunne straffes med bøter eller med fengsel inntil ett år. Dette svarer til strafferammen for ulovlig virksomhet som verdipapirforetak. Slik utvalget ser det, gir bøtestraff ikke mulighet til å reagere tilstrekkelig på de alvorlige overtredelsene.

Overtredelse av bestemmelsene om opplysningsplikt overfor regulert marked, som er foreslått videreført i utkastet til nye bestemmelser i verdipapirhandelloven § 12-2 syvende ledd og § 12-4 åttende ledd, kan etter dagens regel i børslovens § 48 annet ledd straffes med bøter eller fengsel inntil ett år eller begge deler. Foreligger særlig skjerpende omstendigheter, kan fengsel inntil tre år anvendes. Utvalget foreslår å redusere strafferammene til bøter eller fengsel i ett år, slik tilfellet er ved brudd på taushetsplikten overfor tilsynsmyndigheten.

Som nevnt i kapittel 11.3.3, lister MAD II artikkel 9 opp eksempler på foretaksstraff som kan benyttes i tillegg til bøtestraff. Utvalget bemerker at straffeloven kapittel 10 har regler om rettighets-tap. Utvalget kan ikke se at det er behov for å gi ytterligere regler om rettighetstap i verdipapir-handelloven.

11.5 Offentliggjøring av administrative sanksjoner og andre tiltak

11.5.1 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 offentlig verksemd (heretter offentliglova 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 internett. 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 offentlig-

lova», 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 lovbrøt, er underlagde teieplikt. Dette synet kan i mange tilfelle ikkje lenger stå ved lag. For lovbrøt 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 lovbrøt som er underlagde teieplikt. Ein må ta omsyn både til karakteren av lovbrøtet og den offentlege interessa i at opplysningane blir kjende. Opplysningar om lovbrøt 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 lovbrøt. I mange tilfelle kan det vere teieplikt på mistankestadiet, men ikkje når lovbrøtet er konstatert, til dømes gjennom at nokon er domfelt eller har vedteke eit førelegg.»⁴

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 illegelse 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 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

⁴ Justisdepartementets Rettleiar til offentliglova, publikasjon G-0419 N, 2009 på side 81–82.

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 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. offentliglegforskrifta § 7 annet ledd bokstav c).

11.5.2 Forventet EØS-rett

MAR artikkel 34 inneholder bestemmelser om offentliggjøring av vedtak om sanksjoner og andre tiltak. Etter artikkel 34 nr. 1 skal tilsynsmyndigheten publisere alle vedtak som pålegger en administrativ sanksjon eller et tiltak for overtredelse av forordningen, 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 34 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 tilsynsmyndigheten 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 beslutter 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 34 nr. 2.

Ifølge artikkel 34 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.

Artikkel 33 gir regler om utveksling av informasjon om sanksjonsvedtak med ESMA. Ifølge artikkel 33 nr. 1 skal medlemslandene hvert år gi ESMA aggregert informasjon om sanksjoner og tiltak, herunder en årlig rapport med anonymiserte og aggregerte data om utførte administrative undersøkelser. Land som har valgt å ha strafferettslige sanksjoner, skal gi aggregert informasjon om påbegynte etterforskninger og om domsavsigelser.

ESMA skal lage årlige rapporter om sanksjoner.

Artikkel 33 nr. 3 fastsetter at tilsynsmyndigheten skal informere ESMA om alle administrative tiltak og sanksjoner samt stafferettslige sanksjoner samtidig som de publiseres på tilsynsmyndighetens nettsted.

Når et tiltak eller en sanksjon gjelder et verdipapirforetak som har konsesjon etter MiFID II skal ESMA lage en referanse til vedtaket i ESMA's register over verdipapirforetak.

11.5.3 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 av innlemmelse av 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 MAR artikkel 34 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 de 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. Verdipapirlovutvalget foreslo i NOU 2017: 1 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 direktiver og forordninger 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. Verdipapirlovutvalget foreslo i NOU 2017: 1 at tilsvarende presisering tas inn i verdipapirhandellovens bestemmelse. MAR artikkel 34 fastsetter at Finanstilsynet i visse situasjoner skal offentliggjøre vedtak om sanksjoner og andre tiltak anonymt for å sikre en effektiv beskyttelse av personopplysninger. MAR er en forordning og gjelder direkte når den er inkorporert i verdipapirhandelloven, men dette ville uansett også være i tråd med nevnte bestemmelser i nasjonal rett. Aktørene i finansmarkedet må forholde seg til flere direktiver og forordninger. Det er et selvstendig poeng at bestemmelser som har karakter av «fellesregler» i den grad det er mulig, utformes likt i de ulike rettsaktene.

For så vidt gjelder utveksling av informasjon med ESMA, viser utvalget til at utveksling av opplysninger som kan offentliggjøres er uproblematisk. Utvalget viser videre til at Forordningens artikkel 33 i seg selv vil være hjemmel for å utveksle informasjon. Det er for øvrig avklart at tilsynsmyndigheten i medhold av finanstilsynsloven § 7 kan dele taushetsbelagt informasjon med ESMA og andre relevante tilsynsmyndigheter innen EØS-området.

11.6 Nye regler om vern av varslere

11.6.1 Gjeldende rett

Arbeidsmiljøloven § 2-4 inneholder regler som gir arbeidstakere rett til å varsle om kritikkverdige forhold. I gjeldende arbeidsmiljølov § 2-5 er det regler som gir arbeidstakere vern mot gjengjeldelse ved varsling. Videre er det vedtatt endringer i arbeidsmiljøloven om bl.a. taushetsplikt for offentlige myndigheter om identiteten til ansatte som varslere om forhold hos arbeidsgiveren (jf. Prop. 72 L (2016–2017), samt klargjøring av kravet til rutiner for varsling. Endringene trer i kraft 1. juli 2017. Taushetsplikten skal også gjelde overfor «sakens parter og deres representanter». Taushetsplikten omfatter varslers navn og andre opplysninger som kan lede til avsløring av varslers identitet, men ikke øvrig innhold i det varselet myndighetene har mottatt. Det er ingen regler i verdipapirhandelloven om vern ved varsling.

11.6.2 Forventet EØS-rett

MAR artikkel 32 gir nye regler om varsling til tilsynsmyndigheten om overtredelser eller kritikkverdige forhold, såkalt «whistle blowing». Regelen svarer i store trekk til tilsvarende regel i MiFID II artikkel 73 nr. 1 første ledd.

MAR artikkel 32 fastsetter at EØS-statene skal sørge for at tilsynsmyndighetene etablerer effektive ordninger som legger til rette for å rapportere potensielle eller faktiske overtredelser av forordningen til tilsynsmyndigheten.

Etter artikkel 32 nr. 2 skal ordningene minst omfatte:

- a. særskilte rutiner for mottak av meldinger om overtredelser og oppfølgingen av disse, inkludert etablering av sikre kommunikasjonskanaler for slike rapporter,
- b. tilstrekkelig beskyttelse av ansatte som varsler om overtredelser, og som minimum beskyttelse mot gjengjeldelse, diskriminering og andre former for urettferdig behandling,
- c. beskyttelse av identiteten (personal data) 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 rettsak.

EØS-statene skal etter artikkel 32 nr. 3 kreve at foretak som er omfattet av lovgivning om tjenester på finansområdet (financial services regulation), skal ha interne rutiner for at ansatte kan varsle om mulige overtredelser internt gjennom en særskilt uavhengig og selvstendig kanal.

MAR artikkel 32 nr. 4 fastsetter at EØS-statene kan tilrettelegge for at personer som tilbyr informasjon om overtredelse av forordningen på visse vilkår kan tilbys godtgjørelse («financial incentives»). Forutsetningen er at vedkommende ikke har en lovpålagt eller kontraktmessig forpliktelse til å komme med opplysningene, at opplysningene er nye og at de resulterer i en form for tiltak eller sanksjon for overtredelse.

Artikkel 32 nr. 5 fastsetter at Kommisjonen kan gi nærmere regler for å spesifisere prosedyrer mv. etter bestemmelsen. Slike regler er gitt i kommisjonsdirektiv (EU) 2015/2392.⁵ Direktivet gir ute-

lukkende regler som retter seg til nasjonale myndigheter og gir detaljerte bestemmelser om blant annet utpeking av ansvarlige personer i tilsynsmyndigheten, informasjon på tilsynsmyndighetens nettsted, rapporter om overtredelser, sikre kommunikasjonskanaler, tilsynsmyndighetens prosedyrer for beskyttelse av personopplysninger, utveksling av informasjon med andre myndigheter, mv.

11.6.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at nye regler om beskyttelse av varslere er gjennomført i flere direktiver og forordninger på finansmarkedsområdet. Bestemmelsene er innholdsmessig like, selv om ordlyden og oppbygningen av bestemmelsene avviker noe fra rettsakt til rettsakt. Ettersom aktørene i finansbransjen forholder seg til mange ulike EU-rettsakter, mener utvalget det er hensiktsmessig at regler som innholdsmessig er like, også utformes likt i norsk rett for å lette regelverksforståelsen og gjøre systematikken i regelverket mer synlig.

Reglene om varsling er nylig vurdert av Finansdepartementet i forbindelse med gjennomføring av UCITS V og av Verdipapirlovutvalget i forbindelse med MiFID II. Reglene i MAR er, med enkelte forskjeller i språk og oppbygning, tilsvarende som bestemmelsene i nevnte regelverk. Utvalget mener på denne bakgrunn det skal gode grunner til å legge andre vurderinger til grunn enn de som nylig er foretatt, blant annet i Prop. 154 L (2015–2016), kapittel 2.4.5.5.

MAR artikkel 32 nr. 2 bokstav a) har bestemmelser om rutiner for mottak av varsler om overtredelser og oppfølging av varslene, og retter seg mot Finanstilsynet som tilsynsmyndighet for verdipapirlovgivningen. Utvalget legger til grunn at forpliktelsen til å følge de krav forordningen stiller til offentlige myndigheter, oppstår når forordningen innlemmes i EØS-avtalen, og at det dermed ikke er nødvendig å fastsette egne regler som gjennomfører MAR artikkel 32 nr. 2 bokstav a).

Etter artikkel 30 nr. 4 skal foretak som er omfattet av lovgivning om tjenester på finansområdet, 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 gjeldende arbeidsmiljølov § 3-6. Det er også uttrykkelig fastsatt i gjeldende arbeidsmiljølov § 2-4 at arbeidstaker har rett til å varsle til tilsynsmyndigheter eller andre offentlige myndigheter. Reglene om rutiner og rett til varsling videreføres og utdypes i ny

⁵ Commission Implementing Directive (EU) 2015/2392 of 17 December 2015 on Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards reporting to competent authorities of actual or potential infringements of that Regulation.

§ 2A-1 i arbeidsmiljøloven fra 1. juli 2017. Utvalget kan dermed ikke se at det er nødvendig med lovendringer for å oppfylle forordningens krav på dette punkt.

For så vidt gjelder kravene i artikkel 32 nr. 2 bokstav b) om at ansatte skal beskyttes mot gjengjeldelse, forskjellsbehandling og andre former for urettferdig behandling, inneholder gjeldende arbeidsmiljølov § 2-5 regler om vern mot gjengjeldelse. Reglene videreføres i ny § 2A-2 første ledd i arbeidsmiljøloven fra 1. juli 2017. Utvalget legger derfor til grunn at forordningens krav er oppfylt, slik at det ikke er nødvendig med særlige regler i verdipapirhandelloven.

Ifølge MAR artikkel 32 nr. 1 bokstav c) skal identiteten (*personal data*) til både varsleren og den fysiske personen som varselet 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 lovbrøt frå private», er en «kan-regel», mens MAR artikkel 32 nr. 2 bokstav c) krever at vern av identiteten sikres gjennom alle sta-

dier av saken, hvis ikke det foreligger uttrykkelig hjemmel til å kreve opplysningene i etterfølgende administrativ eller rettslig prosess. MAR artikkel 32 nr. 2 bokstav c) har også et videre virkeområde enn tilsvarende ny bestemmelse om taushetsplikt i § 2A-4 i arbeidsmiljøloven, idet forordningen også dekker tips fra andre enn arbeidstakere. MAR artikkel 32 nr. 2 bokstav c) svarer til MiFID II artikkel 73 nr. 1 bokstav c). I NOU 2017: 1 kapittel 10.6.3 foreslår Verdipapirlovutvalget endringer som imøtekommer kravene i både MAR og MiFID II, jf. utkast til vphl. § 19-6 tredje ledd. Ytterligere forslag er dermed ikke nødvendig. For en nærmere beskrivelse viser utvalget til nevnte kapittel i NOU 2017: 1.

Etter MAR artikkel 32 nr. 4 kan EØS-statene på visse vilkår legge til rette for økonomisk godtgjørelse til personer som varsler om overtredelse av forordningen. Utvalget har imidlertid kommet frem til at det ikke bør utarbeides regler om dette. Denne typen ordninger er ikke benyttet i norsk rett. Bruk av slike incentiver bør, hvis de skal vurderes innført, utredes i et langt bredere perspektiv.

Som nevnt i kapittel 11.6.2, gir kommisjonsdirektiv (EU) 2015/2392 detaljerte bestemmelser om tilsynsmyndighetens interne rutiner knyttet til mottak og håndtering av varsler etter MAR artikkel 32. Ettersom reglene utelukkende retter seg til tilsynsmyndigheten legger utvalget til grunn at det ikke er nødvendig å innarbeide kommisjonsdirektivet i loven. Tilsynsmyndigheten vil være forpliktet til å følge reglene i direktivet som følge av at det tas inn i EØS-avtalen. Utvalget legger til grunn at tilsynsmyndigheten vil utarbeide rutiner som sikrer at kommisjonsdirektivets regler ivaretas. Eventuelt vil slike regler kunne gis i instruks til myndigheten.

Kapittel 12

Administrative og økonomiske konsekvenser

12.1 Innledende betraktninger i henhold til utredningsinstruksen

Markedsmissbruksdirektivet (MAD I) ble innført i 2003. Siden har både verdipapirmarkedene og teknologien som benyttes, utviklet seg betydelig. Algoritmebasert handel, fremvekst av alternative handelsplasser og økt bruk av derivater med en sterk utvidelse av type underliggende, er noen av endringene som har tydeliggjort behovet for et nytt regelverk. I tillegg kom ønsket om ytterligere samordning av regelverket i EU, blant annet ved å innføre et felles sett med minimumssanksjoner som alle medlemslandene skal ha til rådighet. Det ble ansett mest hensiktsmessig å utarbeide en helt ny forordning om markedsmissbruk fremfor å gjøre endringer i eksisterende rettsakter. MAR erstatter derfor MAD I og relaterte utfyllende regler. Det stilles en rekke nye krav til aktører i finansmarkedene for å forhindre markedsmissbruk uavhengig av handelsplattform eller struktur på det finansielle instrumentet. Reglene gjelder både for foretak under tilsyn, rådgivere og andre tjenesteytere som får tilgang til innsideinformasjon, og foretak som har utstedt aksjer, obligasjoner eller andre finansielle instrumenter som handles på regulerte markeder, MHF, OHF eller, gitt visse betingelser, finansielle instrumenter som ikke omsettes på en handelsplass i EØS-området. Endelig gjelder regelverket for investorer.

Formålet med forordningen er å øke tilliten til finansmarkedene og styrke investorbeskyttelsen gjennom et enhetlig regelverk for markedsaktører i hele Europa. Sviktende tillit til finansmarkedene gir færre investorer og krav til høyere risikopremie, og har således en stor kostnad for samfunnet i form av høyere finansieringskostnader for foretak, kommuner og indirekte også forbrukere. EU-kommisjonen har beregnet at markedsmissbruk i EU beløper seg til 13 mrd euro pr år,¹ og at MAR vil bidra til å redusere dette tallet med 20 prosent. Dette skal oppnås gjennom strengere regler for aktører som kan besitte innsideinformasjon, tiltak for å bedre informasjon til investorer og å utvide

virkeområdet til instrumenter og markeder som ikke eksplisitt har vært omfattet av regler for markedsmissbruk. Tiltakene forventes å bidra til å tiltrekke et større antall investorer og derigjennom lette kapitaltilgangen og senke finansieringskostnadene, særlig for små og mellomstore bedrifter som henter finansiering utenfor de store markedsplassene.

På den annen side vil innføringen av regelverket innebære omstillingskostnader, bl.a. i form av nye tekniske og administrative systemer og løpende kostnader til drift og oppfølging. I hovedsak vil disse kostnadene falle på foretakene i verdipapirmarkedene og Finanstilsynet, men ikke finansielle foretak som benytter finansmarkedene til sikringshandel eller til å hente egen- eller fremmedkapital, vil også påvirkes. Økte kostnader eller øvrige krav som følger av regelverket, kan påvirke både tilbud og etterspørsel etter enkelte finansielle tjenester. En nærmere vurdering av regelverkets konsekvenser vil fremgå i kapittel 2 til 11.

MAR med tilhørende tekniske standarder utgjør til sammen et detaljert regelverk, som Norge gjennom EØS-avtalen er forpliktet til å gjennomføre i norsk rett. For å sikre fullharmonisering på tvers av EØS-området, er MAR utformet som en forordning og skal således gjøres direkte gjeldende i norsk rett gjennom henvisnings- eller inkorporasjonsbestemmelser. Det er i liten grad gitt mulighet for særskilte nasjonale regler. Manglende eller avvikende gjennomføring vil utgjøre et brudd på Norges EØS-forpliktelser. Utvalget foreslår i denne utredningen de endringer som er nødvendige for å oppfylle Norges EØS-forpliktelser.

¹ Beløpet baserer seg på estimert direkte vinning som følge av markedsmissbruk ved at innsidere tilegner seg gevinster som ellers skulle tilfalt andre aktører i verdipapirmarkedet. Beregningen omfatter ikke indirekte effekter som følger av redusert tillit til verdipapirmarkedet. Omfanget av problemet og den positive effekten av MAR vil derfor trolig være større enn angitt i kommisjonens studie.

På tilstøtende områder som ikke griper inn i MAR, vil det være mulig å gi nasjonale regler. Utvalget foreslår å beholde dagens forbud mot å benytte urimelige forretningsmetoder, men foreslår ellers ikke nasjonale regler. Utvalget anser forslagene til løsninger som hensiktsmessige for å forhindre markedsmissbruk på en effektiv måte og uten uforholdsmessige kostnader for aktørene.

På ett område åpner MAR for at det kan foretas nasjonale tilpasninger. De land som allerede har innført straffebestemmelser for brudd på forordningens regler, kan velge å beholde straffespo-ret fremfor å innføre regler om administrative sanksjoner som overtredelsesgebyr. Utvalget har foreslått å benytte denne muligheten for så vidt gjelder reglene om innsidehandel og markedsmanipulasjon. Dette er regler hvor overtredelse etter dagens regler kan straffes med fengsel inntil seks år. Utvalget har, blant annet ut fra en vurdering av disse overtredelsenes karakter, valgt å foreslå og beholde straffespo-ret.

Ett prinsipielt spørsmål som har blitt vurdert av utvalget, er forholdet til straffereglene i direktivet MAD II. Dette er et minimumsdirektiv hvor hovedformålet er å bringe alle medlemsstatene i EU opp på et minstenivå av strafferegler. Hensikten er å hindre regulatorisk arbitrasje ved at enkeltstater fungerer som «frihavner» for uønsket atferd som sprer seg mellom markeder og over landegrenser. Straffesanksjoner er ikke omfattet av EØS-avtalen, og Norge står fritt til å velge andre regler. Verdipapirhandelloven inneholder allerede straffebud som rammer de overtredelsene direktivet omfatter, og går lenger enn direktivets minimumsregler både når det gjelder straffespo-rammer og vilkår for straff. Utvalget ser det ikke naturlig å legge vesentlig vekt på et direktiv som har til formål å bringe de landene som har minst utviklede sanksjonsbestemmelser, opp på et minimum når de norske bestemmelsene skal vurderes. Det vises til kapittel 11.4.8.9 hvor de konkrete straffebestemmelsene behandles.

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, investorer og myndigheter i henhold til utredningsinstruksen. Nærmere informasjon om funnene fra konsekvensanalysen finnes i underkapitlene 12.2 til 12.4.

For øvrig vises det til den overordnede kostnadsanalysen på felleseuropeisk nivå utført av

Economics Europe på vegne av ESMA i februar 2015.² Analysen tar for seg mange av de viktigste endringene som følger av MAR, og beregner at engangs utviklingskostnader vil beløpe seg til mellom 124 og 207 millioner euro for alle foretak i EU samlet. Løpende årlige kostnader er beregnet å ligge mellom 55 og 84 millioner euro totalt. Denne analysen gir støtte for utvalgets vurderinger av regelverkets konsekvenser, og gir noe grunnlag for å kvantifisere effektene for de norske foretakene, jf ytterligere detaljer under kapittel 12.2.

Utvalgets anbefaling til vedtak er i all hovedsak gitt av premissene i MAR, som Norge er pålagt å innføre. På de fleste områder vil alternative tiltak ikke oppfylle minstekravet i forpliktelsen. 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 2 til 11.

MAR inneholder nye og til dels komplekse krav for en utvidet krets av markedsaktører. En vellykket gjennomføring av regelverksendringene vil kreve kompetanseheving og investeringer i systemer hos de private aktørene som er omfattet. Videre må Finanstilsynet sette av ressurser til kompetanseheving og oppfølging av regelverket for å sikre at formålene nås, samt sikre god gjennomføring hos de private aktørene gjennom dialog og rettleiding.

12.2 Administrative og økonomiske konsekvenser for foretak under tilsyn

12.2.1 Innledning

Endringene i MAR vil blant annet få betydning for verdipapirforetak, kredittinstitusjoner som yter investeringstjenester, regulerte markeder, MHFer og OHFer.

Ved utgangen av 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.

Mange foretak er i dag underlagt verdipapirhandellovens regler om markedsmissbruk. Et utvi-

² https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/cost_analysis_u_for_final_report_on_mar_technical_standards_0.pdf

det regelverk vil på generelt grunnlag medføre kostnader for de berørte foretakene, men ventelig vil disse bli mer betydelige for nye foretak som omfattes, enn for foretak som allerede har systemer som tilfredsstiller dagens krav.

En vellykket innføring vil forutsette kompetansehevings- og compliancetiltak, utvikling av systemer for å overvåke markedene, lagre og overføre informasjon og prosedyrer for å motta og behandle varsling om kritikkverdige forhold. I mange tilfeller vil foretaket være avhengig av å innhente juridisk og IT-teknisk bistand. På den annen side vil MAR harmonisere markedsmissbruksreglene innenfor EØS-området. Foretak som driver virksomhet i flere land, kan oppleve en reduksjon i den administrative byrden knyttet til etterlevelse sammenliknet med dagens situasjon med flere parallelle systemer og rutiner tilpasset ulike nasjonale regler.

Som nevnt innledningsvis, har ESMA fått utført en analyse av kostnader for foretakenes tilpasninger til det samlede nye regelverket på EU-nivå. Variasjoner i verdipapirforetakenes tjenestespekter medfører at foretakene påvirkes ulikt av endringene og kostnader for det enkelte foretak vil derfor variere. ESMA's analyse forventer at foretak som tilrettelegger transaksjoner, vil få de høyeste kostnadene, etterfulgt av markedsplasser. Kapitalforvaltere ventes å få de laveste kostnadene. Dette gjør at engangskostnadene for store tilretteleggere er beregnet til 0,8–1,1 millioner euro pr foretak, og løpende kostnader til 0,2–0,3 millioner euro pr år.³ For små kapitalforvaltere er derimot både engangskostnader og løpende kostnader beregnet til under 1000 euro pr foretak.

Verdipapirsektoren på EU-nivå og i Norge er ikke nødvendigvis direkte sammenlignbar. Utvalget mener likevel at anslagene fra den felleseuropeiske analysen kan gi relevant veiledning for den forventede kostnadsbyrden for norske aktører.

12.2.2 Endringer i regelverket for verdipapirforetak

Med MAR innføres det et nytt regime for markedssonderinger. Markedssonderinger er kommunikasjonen mellom en selger av finansielle instrumenter og én eller flere investorer forut for

offentliggjøring av transaksjonen. Formålet er å vurdere potensielle investorers interesse i en mulig transaksjon herunder kursfastsettelse og størrelse. Det er detaljerte prosesskrav med krav til dokumentasjon og fremgangsmåte. Det vil medføre plikter både for de som videreformidler informasjon (typisk verdipapirforetak) og de som mottar informasjon (investorer).

MAR styrker regimet omkring investeringsanbefalinger. Her kreves det at personer som produserer investeringsanbefalinger må sørge for at opplysninger presenteres objektivt og at det opplyses om eventuelle interessekonflikter som knytter seg til det finansielle instrumentet anbefalingen omfatter. Det stilles videre krav om at foretak må registrere alle investeringsanbefalinger som er gitt og gjøre de siste 12 måneders anbefalinger tilgjengelig når de produserer nye investeringsanbefalinger. Effektive rutiner for å avdekke eventuelle interessekonflikter vil måtte utvikles.

Verdipapirforetak m. fl. er pålagt å rapportere mistenkelige transaksjoner og ordre til Finanstilsynet. Nytt for Norges vedkommende er at plikten bl.a. vil utvides til å omfatte forvaltningsselskap for verdipapirfond og forvaltere av alternative investeringsfond såfremt de legger til rette for eller utfører transaksjoner. Videre er det krav om at foretakene etablerer overvåkningssystemer og interne rutiner, dog etter et forholdsmessighetsprinsipp, som tar opp i seg det utvidede anvendelsesområde til MAR, for å kunne avdekke og rapportere mistenkelige ordrer og transaksjoner.

Det nye regelverket skal styrke tilliten til et velfungerende verdipapirmarked med korrekt informasjonsflyt. Dette kan tiltrekke flere investorer, redusere risikopremie/avkastningskrav og derigjennom bidra til å senke finansieringskostnadene for utstederforetak.

På den annen side vil endringene bl.a. kreve at foretakene som omfattes, anskaffer IT-systemer, utarbeider nye rutiner og oppdaterer sin compliance-overvåkning for å påse at prosedyrene følges.

12.3 Administrative og økonomiske konsekvenser for øvrige markedsaktører, næringsliv og investorer

Ut over foretak under tilsyn vil MAR i hovedsak påvirke foretak som utsteder finansielle instrumenter som handles på MHF eller OHF, samt visse investorgrupper. ESMA beregner at store utstederforetak kan få engangskostnader med til-

³ Innenfor de ulike foretakstypene har analysen foretatt en videre inndeling i store, mellomstore og små foretak. Store foretak er gjerne etablert i hele Europa, mens regionale eller nasjonale foretak regnes som mellomstore. Svært få, om noen, norske foretak kan derfor regnes som store etter analysens definisjon, og kostnadene pr foretak må derfor forventes ligge betydelig lavere enn for denne gruppen.

pasning til MAR på 0,1–0,2 millioner euro og løpende årlige kostander på 0,1 millioner euro. Små utstedere ventes å få svært begrensede utgifter, med omstillingskostnader under 5000 euro og løpende utgifter under 1500 euro.

Under beskrives de viktigste endringene som vil påvirke næringsliv og investorer.

12.3.1 Endringer for utstedere

Når virkeområdet under MAR utvides til utstedere som handles på MHF eller OHF, gjelder dette også løpende informasjonsplikt til markedet. Det gjøres ikke generelle unntak for SMB-foretak.

Under MAR vil utstederforetakene få plikt til å offentliggjøre meldepliktige handler på vegne av innsidere. Videre vil kravet til føring av innsidelister endres. Alle utstederforetak som har finansielle instrumenter notert på regulert marked, MHF eller OHF, vil ha plikt til å holde en ajourført, konsolidert liste som omfatter alle ansatte hos utsteder selv og eksterne rådgivere som har tilgang til informasjonen. Informasjonen som skal inngå i listen er også omfattende. I tillegg skal det føres lister over primærinnsideres nærstående. Utstedere som kun har finansielle instrumenter notert på et SMB-marked, er på visse vilkår unntatt fra kravet om å føre innsidelister.

Endringene gjennomføres for å styrke tilliten til at kurssensitiv informasjon offentliggjøres, øke investorbeskyttelsen også på alternative handelsplasser, og gi et bedre informasjonsgrunnlag for et større antall investorer, noe som igjen kan bidra til å senke finansieringskostnadene.

Utstederforetak vil derimot få noe høyere kostnader knyttet til offentliggjøring av innsideinformasjon og meldepliktige handler, samt føring av lister over personer med innsideinformasjon fordi kravene til listen er mer omfattende. Engangskostnader for utvikling av systemer for dette kan påløpe. Foretak som kun har vært handlet på MHF, vil få noe økte kostnader til offentliggjøring av informasjon på en måte som gir rask, korrekt og fullstendig tilgang for markedet.

12.3.2 Endringer for investorer

Forbudet mot handel på innsideinformasjon styrkes gjennom MAR. Ved siden av gjennomførte transaksjoner, vil regelverket dekke forsøk på kjøp og salg, endring eller sletting av ordre etter at man mottok innsideinformasjon, eller forsøk på slik sletting eller endring.

Videre gis primærinnsidere eksplisitt forbud mot å handle i foretakets instrumenter både for egen og fremmed regning i en periode på 30 dager før halvårs- og helårstallene legges frem. I tillegg vil flere nye grupper av investorer pålegges en selvstendig plikt til å offentliggjøre egne handler innen tre dager, blant annet fordi nærstående-begrepet utvides betydelig. I og med at det generelle virkeområdet til regelverket utvides til nye typer finansielle instrumenter og andre typer transaksjoner, vil dette også gjelde disse gruppene.

Det nye regelverket rundt markedssonderinger medfører plikter både for den som gjennomfører markedssonderingen og personer som deltar i markedssonderingen. Informasjonsforpliktelsene for tilbyder i forbindelse med markedssonderinger fritar ikke mottaker av informasjonen fra plikten til å gjøre en egen vurdering av om mottatt informasjon utgjør innsideinformasjon og når denne eventuelt opphører å være innsideinformasjon.

Forpliktelsene til å offentliggjøre innsideinformasjon vil utvides til å omfatte enkelte av deltakerne på markedet for utslippskvoter. For å bli omfattet må deltakernes mulighet for utslipp overstige fastsatte minimumsterskelverdier på konsernnivå. Nytt er det også at utstedere og relevante deltakere i utslippskvotemarkedet skal gi Finanstilsynet opplysninger om at offentliggjøringen av innsideinformasjon har blitt utsatt – og hvis den enkelte EØS-stat ikke gir unntak – skal denne være ledsaget av en skriftlig redegjørelse som viser at vilkårene for utsatt offentliggjøring var til stede. Dette skal skje i umiddelbar tilknytning til at informasjonen blir offentliggjort.

Disse endringene vil bidra til å skape et mer helhetlig system for å fange opp utilbørlig markedsatferd f.eks. gjennom nærstående, eller ved bruk av instrumenter som tidligere ikke har vært omfattet av regelverket. Endringene vil øke den generelle tilliten til at kryssmissbruk av informasjon eller annen regelverksomgåelse fanges opp.

De nye reglene vil medføre at primærinnsidere og nærstående må bruke noe mer ressurser knyttet til offentliggjøring av handler. Videre kan nye foretak som omfattes av MAR, f.eks. investorer i utslippskvoter, få noe økte kostnader knyttet til interne rutiner og retningslinjer for å ivareta foretakets forpliktelser, compliancekostnader og utgifter knyttet til IT-løsninger.

12.4 Administrative og økonomiske konsekvenser for myndighetene

Virksomhetsområdet som omfattes av MAR, faller inn under Finanstilsynets ansvarsområde. Finanstilsynet vil ha ansvaret for forvaltningen av regelverket, tilsyn med foretakene og markedene som omfattes av forordningen, og være sanksjonsmyndighet i tilfeller av regelbrudd.

Fordi MAR er ment å forhindre markedsmissbruk på tvers av ulike instrumenter og markeder i hele EØS-området, vil oppfølgingen av regelverket kreve utvidet samarbeid med andre tilsynsorganer. I første rekke vil dette gjelde tilsynsmyndigheter i andre EØS-land. I tillegg vil overvåkingen av spotmarkedet for råvarer forestås av andre tilsynsorgan, og Finanstilsynet må formalisere et tettere samarbeid med disse.

Sterkere oppfølging av finansmarkedene vil føre til redusert sannsynlighet for markedsmissbruk og styrke 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 overvåker allerede i dag finansmarkedene og følger opp mistanker om markedsmissbruk, men på grunn av utvidelser i regelverket vil alle tiltak nevnt i underkapitlene 12.2 og 12.3 også ha konsekvenser for Finanstilsynets arbeid. Finanstilsynet får løpende utgifter til tilsynsmes-

sig 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. Finanstilsynet pålegges også å etablere prosedyrer og sikre kommunikasjonskanaler for å muliggjøre varsling av markedsmissbruk eller andre brudd på bestemmelser under MAR.

MAR 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 på tvers av hele EØS-området. Utvalget foreslår å gi Finanstilsynet kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr for en lang rekke overtredelser av regelverket. Løsningen bidrar til å effektivisere sanksjoneringen og gir et mer fleksibelt sanksjonssystem. Økt bruk av administrative gebyrer vil imidlertid medføre et merarbeid for Finanstilsynet. Sakenes karakter stiller særlige krav til saksbehandlingen og til Finanstilsynets rutiner og organisering.

I en innføringsperiode vil endringene i regelverket i tillegg kreve økte ressurser fra Finanstilsynet til utforming av forskrifter, informasjonstiltak og behandling av henvendelser 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.

Kapittel 13

Merknader til de enkelte bestemmelser**13.1 Merknader til lovbestemmelsene**

Til § 3-1 Gjennomføring av europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014

I bestemmelsens *første ledd* inkorporeres MAR i EØS-tilpasset form. Gjeldende kapittel 3 (med unntak av §§ 3-9 og 3-14) og §§ 4-2, 4-4 første ledd og §§ 5-1 til 5-3 i verdipapirhandelloven oppheves og erstattes av MAR. De fleste av de opphevede bestemmelsene erstattes av lignende regelsett gjennom inkorporasjonen av MAR, men med noen variasjoner sammenlignet med gjeldende rett. Av reglene som oppheves og ikke videreføres gjennom eksplisitte bestemmelser i MAR, nevnes særlig plikten til tilbørlig informasjonshåndtering (verdipapirhandelloven § 3-4 annet ledd) og undersøkelsesplikt for primærinnsidere (verdipapirhandelloven § 3-6). Det vises til utredningens kapittel 2 til 8 for en nærmere redegjørelse om reglene som oppheves og de som inntas ved inkorporasjon av MAR.

Etter bestemmelsens *annet ledd* gjelder MAR artikkel 5 nr. 1 til nr. 3 og artikkel 19 tilsvarende for egenkapitalbevis så langt det passer. Bestemmelsen er inntatt fordi nevnte artikler benytter begrepet aksjer og ikke finansielle instrumenter. Når det gjelder MAR artikkel 5 nr. 4, som omhandler unntak ved kursstabilisering, benyttes begrepet finansielle instrumenter. Det er således ikke nødvendig med en tilsvarende tilleggsregel for at egenkapitalbevis skal omfattes av regelsettet.

I bestemmelsens *tredje ledd* er det gitt forskriftshjemmel til Finanstilsynet til å gi nærmere regler om beløpstærskler for meldeplikt for primærinnsidere, jf. MAR artikkel 19 nr. 9.

I bestemmelsens *fjerde ledd* er det gitt forskriftshjemmel til departementet til å fastsette nærmere regler om meldinger som skal sendes til tilsynsmyndigheten etter offentliggjøring av innsideinformasjon som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring etter MAR artikkel 17. Artikkel 17 nr. 4 tredje ledd åpner for nasjonale tilpasninger

der det kan fastsettes at begrunnelsen for utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon kun skal sendes til tilsynsmyndigheten på forespørsel, i stedet for samtidig med offentliggjøringen av innsideinformasjonen som er normalordningen etter MAR. Utvalget har foreslått at slike begrunnelser kun skal sendes på forespørsel fra tilsynsmyndigheten, se forslag til ny § 3-2 i verdipapirforskriften. Det vises til utredningens kapittel 6.2 for nærmere redegjørelse om adgangen til utsatt offentliggjøring.

Det følger ingen eksplisitt plikt for utstedere etter MAR til løpende å oversende oppdaterte lister over utsteders primærinnsidere og deres nærstående til tilsynsmyndigheten. I § 3-1 *femte ledd* gis departementet hjemmel til å fastsette nærmere regler om dette i forskrift. Utvalget har foreslått forskriftsbestemmelse om slik løpende oversendelse til tilsynsmyndigheten, se forslag til ny § 3-3 i verdipapirforskriften.

Bestemmelsens *sjetste ledd* viderefører Finanstilsynets eller den Finanstilsynet utpeker, sin rett til å sammenstille og offentliggjøre oversikter over primærinnsidere. Ved at henvisningen kun inkluderer MAR artikkel 3 nr. 1 punkt 25, vil ikke bestemmelsen omfatte oversikter over primærinnsideres nærstående.

I *syvende ledd* gis det en forskriftshjemmel for departementet til å fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen.

Bestemmelsens *siste ledd* gir departementet hjemmel til å gjøre endringer i, herunder fastsette unntak fra, bestemmelsene gjennomført i første ledd til gjennomføring av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.

Til § 3-2 Forbud mot urimelige forretningsmetoder

Bestemmelsen viderefører tidligere § 3-9 uten endringer. Som følge av at MAR vil være lex specialis, forventes § 3-9 i hovedsak å regulere handel og atferd knyttet til finansielle instrumenter som ikke omfattes av virkeområdet for MAR.

Til § 3-3 Salg av finansielle instrumenter kunden ikke eier

Bestemmelsen viderefører tidligere § 3-14 uten materielle endringer.

Til § 19-1 Tilsyn med verdipapirmarkedet

Bestemmelsens første ledd viderefører § 15-1 annet ledd om Finanstilsynets tilsyn og delegasjon av tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring til operatør av regulert marked. Det tas ikke sikte på å gjøre umiddelbare endringer i forhold til gjeldende rett. Som følge av utvidelsen av anvendelsesområdet for utsteders informasjonsplikt, omfatter adgangen til delegasjon også MHF og OHF som tilbyr handel i finansielle instrumenter som utelukkende handles på slike handelsplasser. Videre utvider bestemmelsen departementets adgang til å delegerer også andre tilsynsoppgaver til andre offentlige myndigheter eller markedsaktører. Dette kan være andre tilsynsmyndigheter, markedsplasser, auksjonsplattformer eller andre aktører som er tillagt særlig ansvar for deler av markedet. Formålet er å legge til rette for effektiv og funksjonell kontroll.

Til § 19-3 Opplysningsplikt for enhver ved mistanke om brudd på verdipapirhandelloven

I bestemmelsens første ledd gis det et tillegg som gjennomfører MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav c). Bestemmelsen fastsetter at opplysningsplikten i forbindelse med råvarederivater innebærer at tilsynsmyndigheten skal kunne innhente informasjon fra markedsdeltakere på relaterte spotmarkeder på standardiserte formater, innhente transaksjonsrapporter og få direkte tilgang til meglernes handelssystemer.

Til § 19-5 første ledd

I bestemmelsens første ledd gis det et tillegg med en henvisning til MAR. Ettersom MAR uansett vil være en del av kapittel 3 i loven, er endringen neppe strengt nødvendig, men gir veiledning om bestemmelsens anvendelsesområde.

Til §§ 19-7 Pålegg mv.

I bestemmelsens sjette ledd gis et tillegg som gjennomfører MAR artikkel 23 nr. 1 bokstav m) som blant annet fastsetter at tilsynsmyndigheten skal kunne pålegge utsteder, eller en annen person som har spredt villedende informasjon, å kor-

rigere informasjonen. Ettersom MAR ikke er begrenset til å fjerne eller trekke den aktuelle informasjonen, men også omhandler adgang til å gi pålegg om aktivt å gi korrigerende opplysninger, kan det reises spørsmål om MAR går noe ut over utkastet § 19-7 nr. 6, hvor pålegg kan ilegges for å «bringe handlingen til opphør». Utvalget foreslår derfor at bestemmelsen gis et tillegg hvor det presiseres at det kan gis pålegg om å korrigere falske eller villedende opplysninger.

Bestemmelsen gis et nytt niende ledd som viderefører verdipapirhandelloven § 15-7 syvende ledd.

Til § 19-8 Forbud mot å inneha ledelsesfunksjon

Verdipapirlovutvalget fremmet i NOU 2017: 1 forslag til gjennomføring av MiFID II artikkel 70 nr. 6 bokstav d) ved utkast til bestemmelse om forbud mot å inneha ledelsesfunksjon for personer som har overtrådt regler som gjennomfører direktivet og MiFIR. MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav e) og f) inneholder tilnærmet tilsvarende regel. Bestemmelsene innebærer at det må innføres regler om at tilsynsmyndigheten skal kunne ilegge fysiske personer forbud mot å inneha ledelsesfunksjoner i verdipapirforetak ved overtredelse av nærmere angitte bestemmelser i MAR. Det fremgår ikke om en slik regel skal utformes som en adgang til å treffe forvaltningstiltak eller som en sanksjonsbestemmelse. Artikkel 30 inneholder begge typer regler. Det er dermed opp til nasjonale myndigheter å velge hvordan bestemmelsen skal utformes.

Utvalget foreslår at bestemmelsen skal utformes slik at det gis adgang til å treffe et administrativt tiltak, hvor bestemmelsen kommer til anvendelse dersom vedkommende det er tale om er uskikket til å inneha denne typen ledelsesfunksjon. Kravene som settes til foretakenes styre og ledelse er 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. Utvalget har i denne utredningen justert ordlyden noe, slik at den bedre omfatter situasjonene MAR regulerer og foretatt noen språklige forenklinger. Det vises til nærmere omtale i utredningens kapittel 11.4.6.

Til § 21-1 Dagmulkt mv.

Bestemmelsen viderefører § 17-1 uten endringer.

Til § 21-2 Midlertidig forbud mot å foreta egenhandel i finansielle instrumenter

Bestemmelsen er ny og gjennomfører MAR artikkel 20 nr. 2 bokstav g). Bestemmelsen fastsetter at Finanstilsynet midlertidig kan forby ansatte i verdipapirforetak å handle i konkrete finansielle instrumenter eller på nærmere angitte handelsplasser. Forutsetningen er at vedkommende har overtrådt bestemmelsene som er omtalt i MAR artikkel 30 nr. 1. Et forbud mot egenhandel kan settes for en periode på inntil to år. Det vises til kapittel 11.4.7 i utredningen.

Til § 21-3 Vinningsavståelse

Bestemmelsen viderefører § 17-4 med oppdaterte henvisninger til relevante bestemmelser i MAR.

Til § 21-4 Overtredelsesgebyr ved overtredelse av markedsmissbruksforordningen mv.

Bestemmelsen gjennomfører reglene om overtredelsesgebyr i MAR artikkel 30 nr. 2 bokstav h) til j), likevel slik at det ikke foreslås adgang til å ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på reglene om innsidehandel og markedsmanipulasjon.

I første ledd fastsettes det at Finanstilsynet kan ilegge fysiske personer som forsettlig eller uaktsomt overtrer nærmere angitte bestemmelser i MAR, samt § 3-2, overtredelsesgebyr.

Annet ledd gir regler om overtredelsesgebyr overfor foretak. Overtredelsesgebyr rettet mot foretak kan ilegges selv om ingen enkeltperson har utvist skyld.

I bestemmelsens tredje til femte ledd gis det regler om maksimumsgebyr ved overtredelse av bestemmelsene i forordningen. Beløpene svarer til maksimumsbeløpene i MAR artikkel 30.

Det vises for øvrig til den nærmere omtalen av bestemmelsen i utredningen kapittel 11.4.8.1 til 11.4.8.4

I sjette ledd videreføres bestemmelsen i § 17-4 tredje ledd som fastsetter at markedsoperatøren kan ilegge overtredelsesgebyr for overtredelse av reglene om løpende informasjonsplikt dersom tilsynet med bestemmelsen er delegert til markedsoperatør. Det gis også mulighet for å delegere gebyrkompetansen i andre tilfeller hvor delegasjon er foretatt. Det vises til utredningen kapittel 6.2.3.2.

Til § 21-5 Overtredelsesgebyr ved overtredelse av shortsalgforordningen

Bestemmelsen viderefører reglene om overtredelsesgebyr ved overtredelse av shortsalgforordningen i verdipapirhandelloven § 17-4. Bestemmelsen endres imidlertid slik at det også skal kunne reageres med overtredelsesgebyr ved overtredelse av reglene om udekket shortsalg. I tillegg justeres ordlyden slik at det tas høyde for rettsutviklingen etter at bestemmelsen ble gjennomført. Bestemmelsens første ledd fastsetter at Finanstilsynet kan ilegge fysiske personer som forsettlig eller uaktsomt overtrer bestemmelser gitt i eller i medhold av shortsalgforordningen artiklene 5 til 15 som gjennomført i § 3-3 i loven, overtredelsesgebyr.

Bestemmelsens annet ledd gir bestemmelser om overtredelsesgebyr for foretak. Overtredelsesgebyr overfor foretak kan ilegges selv om ingen enkeltperson har utvist skyld.

Bestemmelsens tredje ledd gir regler om overtredelsesgebyrets størrelse. En nærmere redegjørelse for bestemmelsen er gitt i utredningens kapittel 11.4.8.5.

Til § 21-6 Overtredelsesgebyr ved overtredelse av reglene om flaggeplikt og periodisk rapportering

Forslaget til gjennomføring av rapporteringsdirektivets bestemmelser om overtredelsesgebyr ble fremmet i NOU 2016: 2, altså før Prop. 62. L. (2015–2016). Utvalget foreslår enkelte justeringer i det opprinnelige forslaget, slik at også denne bestemmelsen utformes som anbefalt i proposisjonen. Endringene innebærer for det første at bestemmelsen deles opp i flere ledd hvor det skilles mellom fysiske og juridiske personer. For personer foreslås overtredelsesgebyr ved forsettlig og uaktsom overtredelse, mens det for foretak ikke skal være skyldkrav. I tillegg foreslår utvalget at reglene om hva det skal legges vekt på ved valg av sanksjoner samles i en felles bestemmelse i utkastet § 21-11. Det vises til kommentarene i kapittel 11.4.8.2.

Til § 21-7 Overtredelsesgebyr ved overtredelse av prospektreglene

Bestemmelsen viderefører reglene om overtredelsesgebyr ved overtredelse av reglene i kapittel 7 uendret. Ny prospektforordning innebærer at reglene om prospekter vil endres i løpet av kort tid, slik at nye bestemmelser om overtredelsesgebyr uansett må utarbeides i medhold av dette

regelverket. En midlertidig endring av reglene anses ikke hensiktsmessig.

Til § 21-8 Overtredelsesgebyr ved overtredelse av reglene i kapittel 8 flg. (gjennomføring av MiFID II og MiFIR)

Bestemmelsen gjennomfører reglene om overtredelsesgebyr i MiFID II og MiFIR. Utvalget viser til NOU 2017: 1 kapittel 10.4.7.

Til § 21-9 Overtredelsesgebyr ved overtredelse av reglene i EMIR

Bestemmelsen viderefører regler om overtredelsesgebyr ved overtredelse av EMIR men utvalget foreslår enkelte justeringer, slik at også denne bestemmelsen utformes som anbefalt i i Prop. 62 L (2015–2016). Endringene innebærer for det første at bestemmelsen deles opp i flere ledd hvor det skilles mellom fysiske og juridiske personer. For personer foreslås overtredelsesgebyr ved forsettlig og uaktsom overtredelse, mens det for foretak ikke skal være skyldkrav. For det annet foreslår utvalget en regel om maksimum overtredelsesgebyr.

Til § 21-10 Forsinket betaling og foreldelse

Bestemmelsen samler reglene om forsinkelsesrenter og om foreldelse ved illeggelse av overtredelsesgebyr. En nærmere redegjørelse er gitt i utredningen kapittel 11.4.8.6.

Til § 21-11 Momenter ved avgjørelse om administrative tiltak skal treffes, om sanksjoner skal ilegges og ved utmåling av overtredelsesgebyr

Bestemmelsen gjennomfører blant annet MAR artikkel 31 som svarer i store trekk til MiFID II artikkel 72 nr. 2 og rapporteringsdirektivet artikkel 28 c). Bestemmelsen angir momenter som skal vektlegges ved vurderingen av ulike tiltak og sanksjoner. Oppramsingen er ikke uttømmende. Tilsynsmyndighetene kan ta hensyn til flere faktorer enn dem som er omhandlet, når de bestemmer typen av og nivået på administrative tiltak og sanksjoner. Momentene som nevnes skal imidlertid vektlegges både ved valg av reaksjon og ved utmåling av administrative overtredelsesgebyrer. Det vises til kapittel 11.4.8.8 for en nærmere redegjørelse for bestemmelsen.

Til § 21-12 Straff

Bestemmelsen viderefører med to tilføyelser dagens straffebestemmelse i § 17-3, men med oppdaterte paragrafhenvisninger. Bortsett fra for reglene om innsidehandel og markedsmanipulasjon, som har en strafferamme på 6 års fengsel, har utvalget foreslått at det også skal kunne reageres med overtredelsesgebyr for mindre alvorlige overtredelser. I tråd med anbefalingene i Prop. 62 L (2015–2016) foreslår utvalget å fjerne abstrakte vesentlighetsterskler som «grove og gjentatte overtredelser» fra ordlyden i straffebestemmelsen. Forslaget medfører at straffebestemmelsens anvendelsesområde vil avgrenses gjennom instruks og påtalemyndighetens praksis.

Utvalget har foreslått å skjerpe strafferammen for ulovlig spredning av innsideinformasjon fra ett til fire års fengsel. Begrunnelsen for forslaget er at de groveste tilfellene av ulovlig spredning av innsideinformasjon har omtrent samme skadepotensiale som innsidehandel og markedsmanipulasjon.

Etter dagens regler kan overtredelse av flaggereglene i kapittel 4 straffes med bøter. Utvalget har foreslått å skjerpe strafferammen til fengsel i ett år. Mindre overtredelser av bestemmelsene sanksjoneres allerede etter dagens regler ved administrativt overtredelsesgebyr. Ved mer alvorlige overtredelser er det imidlertid hjemmel for bøtestraff. Slike overtredelser har skadepotensiale både for tilliten til verdipapirmarkedet og i den enkelte sak. Ved alvorlige overtredelser bør det derfor kunne reageres med fengselsstraff.

Straffebestemmelsene i børsloven § 48 første og annet ledd er innarbeidet i bestemmelsens tredje ledd nr. 6 og nr. 7, med enkelte justeringer.

En nærmere omtale av bestemmelsen finnes i utredningens kapittel 11.4.8.9 og 11.4.8. 10.

13.2 Merknader til verdipapirforskriften

Merknader til forskrift 29. juni nr. 876 2007 Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften).

Til § 3-1 Utfyllende regler til markedsmissbruksforordningen

Bestemmelsen gjennomfører kommisjonsforordningene til MAR. Kommisjonsforordningene er løpende omtalt i utredningens kapittel 2 til 8.

Til § 3-2 Begrunnelse for utsettelse av offentliggjøring av innsideinformasjon

Bestemmelsen fastsetter at begrunnelser for utsettelse av offentliggjøring av innsideinformasjon først skal sendes til tilsynsmyndigheten på forespørsel, og ikke samtidig med offentliggjøringen av innsideinformasjonen som har vært gjenstand for utsatt offentliggjøring. Det vises til utredningens kapittel 6.2 for nærmere redegjørelse om adgangen til utsatt offentliggjøring og meldinger om begrunnelse for utsettelse av innsideinformasjon. Bestemmelsen påvirker imidlertid ikke plikten til å notisere tilsynsmyndigheten om at offentliggjøring av innsideinformasjon har vært utsatt, jf. MAR artikkel 17 nr. 4 tredje ledd. Det er kun oversendelse av begrunnelsen for slik utsettelse som kan avvente forespørsel.

Til § 3-3 Oversendelse av primærinnsidelister

Bestemmelsen pålegger utsteder en plikt til å oversende oppdaterte lister over utstедers primærinnsidere og deres nærstående, og viderefører i det vesentligste plikten som følger av gjeldende verdipapirhandellov § 3-7 tredje ledd.

Til § 13-1 Tilsyn med den løpende informasjonsplikten mv.

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 13-1, men med henvisninger til reglene om løpende informasjonsplikt i MAR og slik at tilsynet med den løpende informasjonsplikten på MHF som opereres av markedsoperatør for regulert marked utføres av denne markedsoperatøren, slik tilfellet er etter dagens praksis.

Kapittel 14

Forslag til lov- og forskriftsendringer

Forslag til lov om endringer i verdipapir-handelloven:

Gjeldende kapittel 3 oppheves.

Nytt kapittel 3 skal lyde:

Kapittel 3. Generelle atferdsbestemmelser, løpende informasjonsplikt, mv.

§ 3-1 Gjennomføring av europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014

(1) EØS-avtalen vedlegg IX..... (forordning (EU) nr. 596/2014) om markedsmissbruk (markedsmissbruksforordningen) som endret ved forordning (EU) nr. 1011/2016, forordning (EU) nr. 1033/2016 og corrigendum 21. oktober 2016, gjelder som lov med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(2) Markedsmissbruksforordningen artikkel 5 nr. 1 til nr. 3 og artikkel 19 som gjennomført i første ledd, gjelder tilsvarende for egenkapitalbevis så langt det passer.

(3) Finanstilsynet kan i forskrift øke beløpster skelen for meldeplikt etter markedsmissbruksforordningen artikkel 19, som gjennomført i første ledd, innenfor rammene av markedsmissbruksforordningen artikkel 19 nr. 9.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler for meldinger som skal sendes til tilsynsmyndigheten i forbindelse med offentliggjøring av innsideinformasjon etter markedsmissbruksforordningen artikkel 17 nr. 4 tredje ledd som gjennomført i første ledd.

(5) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om plikt til å oversende lister utarbeidet i henhold til markedsmissbruksforordningen artikkel 19 nr. 5 som gjennomført i første ledd, til Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker.

(6) Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker kan utarbeide og offentliggjøre oversikter som inneholder navn, samt type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling på personer som angitt i markedsmissbruks-

forordningen artikkel 3 nr. 1 punkt 25 som gjennomført i første ledd.

(7) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

(8) Departementet kan i forskrift gjøre endringer i, herunder fastsette unntak fra, bestemmelsene gjennomført i første ledd til gjennomføring av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.

§ 3-2 Forbud mot urimelige forretningsmetoder

(1) Ingen må benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter.

(2) God forretningsskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.

§ 3-3 Salg av finansielle instrumenter som selgeren ikke eier mv.

(1) EØS-avtalen vedlegg IX nr. 29f (forordning (EU) nr. 236/2012) om shortsalg og visse sider ved kredittbytteavtaler (shortsalgforordningen) gjelder som lov med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler til utfylling av bestemmelsene i første ledd, herunder regler om:

1. rapporterings- og offentliggjøringskrav,
2. hvilke finansielle instrumenter som er omfattet av reglene i første ledd,
3. krav til dekning, og
4. definisjoner.

(3) Denne bestemmelsens regler om aksjer gjelder tilsvarende for egenkapitalbevis.

(4) Departementet kan i forskrift gjøre endringer i, herunder fastsette unntak fra, bestemmelsene gjennomført i første ledd til gjennomføring av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.

I gjeldende kapittel 4 forslås følgende endringer:

Kapittel 4 endrer navn til «Flaggeplikt».

Gjeldende §§ 4-2 og 4-4 første ledd oppheves.

Gjeldende § 4-4 annet, tredje og fjerde ledd blir bestemmelsens første, annet og tredje ledd.

Gjeldende §§ 4-3 og 4-4 blir §§ 4-2 og 4-3.

I kapittel 5 foreslås følgende endringer:

Kapittel 5 endrer navn til «Periodisk informasjonsplikt, offentliggjøring mv.».

Gjeldende kapittel 5 del I. Løpende informasjonsplikt oppheves.

Gjeldende kapittel II blir nytt kapittel I.

Gjeldende kapittel III blir nytt kapittel II.

Gjeldende kapittel IV blir nytt kapittel III.

Gjeldende §§ 5-4 til 5-14 blir nye §§ 5-1 til 5-11.

I utkast til nytt kapittel 19 fremlagt i NOU 2017: 1 om gjennomføring av MiFID II og MiFIR, foreslås følgende endringer:

Nytt § 19-1 første ledd skal lyde:

(1) Tilsyn med verdipapirforetaks og sentrale motparters virksomhet, samt med overholdelse av denne lovs bestemmelser, skal føres av Finanstilsynet. Departementet kan delegere Finanstilsynets tilsyn med overholdelsen av markedsmissbruksforordningen artikkel 17 nr. 1, nr. 4 og nr. 7 til 9 som gjennomført i § 3-1, samt forskrifter gitt for å utfylle disse bestemmelsene, til operatør av regulert marked, MHF eller OHF. Departementet kan også delegere andre oppgaver knyttet til tilsyn med overholdelse av bestemmelsene i markedsmissbruksforordningen som gjennomført i § 3-1, og utfyllende forskrifter, til offentlig myndighet eller markedsaktør.

Nytt § 19-3 første ledd skal lyde:

(1) Dersom Finanstilsynet har mistanke om overtredelse av lovens kapittel 3, 4, 5, markedsmissbruksforordningen som gjennomført i § 3-1, MiFIR som gjennomført i § 8-1, lovens kapittel 9 til 15, eller forskrifter gitt for å utfylle disse bestemmelsene, kan enhver pålegges å gi de opplysninger Finanstilsynet krever, herunder fremlegge doku-

menter, teknisk lagret informasjon og utskrift fra lagringsmedium. Ved mistanke om overtredelse av markedsmissbruksforordningen som gjennomført i § 3-1, i forbindelse med varederivater, kan Finanstilsynet kreve opplysninger i standardisert format, samt transaksjonsrapportering fra markedsdeltakerne på de handelsplasser der de underliggende varene handles. Finanstilsynet kan kreve direkte tilgang til meglernes handelssystemer.

Nytt § 19-5 første ledd skal lyde:

(1) For å søke etter bevis kan Finanstilsynet, når det er rimelig grunn til å anta at bestemmelsene i lovens kapittel 3, markedsmissbruksforordningen som gjennomført i § 3-1, eller § 9-35 og kapittel 15 i loven, samt forskrifter gitt til utfylling av disse 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.

I § 19-7 gjøres følgende endringer:

Sjette ledd skal lyde:

(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, herunder å korrigere falske eller villedende opplysninger.

Niende ledd skal lyde:

(9) Finanstilsynet kan gi pålegg om at handel i bestemte finansielle instrumenter skal stoppes midlertidig eller permanent dersom særlige grunner tilsier det.

Ny § 19-8 skal lyde:

§ 19-8 Forbud mot å ha ledelsesfunksjon

(1) Dersom noen som har ledelsesfunksjon i foretak med konsesjon til å drive virksomhet som

omfattes av denne lov, har overtrådt bestemmelser som er gitt i eller i medhold av loven, kan Finanstilsynet fatte vedtak om at vedkommende ikke kan ha ledelsesfunksjon hvis overtredelsen medfører at vedkommende må anses uskikket til å inneha ledelsesfunksjon. Det samme gjelder for andre ansatte i foretaket som kan holdes ansvarlig for overtredelsen.

Nytt kapittel 21 skal lyde:

§ 21-1 *Dagmulkt 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 § 13-1 første ledd eller forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene, en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

§ 21-2 *Midlertidig forbud mot å foreta egenhandel i finansielle instrumenter*

(1) Dersom ansatte i verdipapirforetak forsettlig eller uaktsomt overtrer markedsmissbruksforordningen artikkel 14, 15, artikkel 16 nr. 1 og 2, artikkel 17 nr. 1, 2 4, 5 og 8, artikkel 18 nr. 1 til nr. 6, artikkel 19 nr. 1, 2, 3, 5, 6, 7 og 11 og artikkel 20 nr. 1 som gjennomført i § 3-1 i loven, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, kan Finanstilsynet fatte vedtak om at vedkommende i en periode på inntil to år ikke skal kunne utføre handel for egen regning i nærmere angitte finansielle instrumenter, eller på nærmere angitte markeder.

(2) Finanstilsynet kan etter søknad gjøre unntak fra forbudet for nærmere bestemte handler.

§ 21-3 *Vinningsavståelse*

(1) Dersom det er oppnådd vinning ved uaktsom eller forsettlig overtredelse av markedsmissbruksforordningen artikkel 14, 15, artikkel 16 nr. 1 og 2, artikkel 17 nr. 1, 2 4, 5 og 8, artikkel 18 nr. 1 til nr. 6, artikkel 19 nr. 1, 2, 3, 5, 6, 7 og 11 og

artikkel 20 nr. 1 som gjennomført i § 3-1 i loven, samt §§ 3-2, 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 § 3-3 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.

§ 21-4 *Overtredelsesgebyr ved overtredelse av markedsmissbruksforordningen mv.*

(1) Finanstilsynet kan ilegge fysiske personer som forsettlig eller uaktsomt overtrer bestemmelser gitt i markedsmissbruksforordningen artikkel 14 bokstav c), 16 nr. 1 og 2, artikkel 17 nr. 1, 2 4, 5 og 8, artikkel 18 nr. 1 til nr. 6, artikkel 19 nr. 1, 2,

3, 5, 6, 7 og 11 og artikkel 20 nr. 1 som gjennomført i § 3-1, § 3-2 i loven, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, overtredelsesgebyr.

(2) Finanstilsynet kan ilegge foretak overtredelsesgebyr dersom foretaket, eller noen som har handlet på vegne av foretaket, overtrer markedsmissbruksforordningen artikkel 14 bokstav c), artikkel 16 nr. 1 og 2, artikkel 17 nr. 1, 2 4, 5 og 8, artikkel 18 nr. 1 til nr. 6, artikkel 19 nr. 1, 2, 3, 5, 6, 7 og 11 og artikkel 20 nr. 1 som gjennomført i § 3-1, § 3-2 i loven, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, overtredelsesgebyr. Overtredelsesgebyr kan ilegges selv om ingen enkeltperson har utvist skyld.

(3) For fysiske personer kan det fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 42 millioner kroner for overtredelse av artikkel 14 bokstav c), inntil 8,4 millioner kroner for overtredelse av artikkel 16 og 17, og inntil 4,2 millioner kroner for overtredelse av artikkel 18, 19 og 20.

(4) For juridiske personer kan det fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 126 millioner kroner, eller opp til 15 prosent av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap ved overtredelse av artikkel 14 bokstav c), og inntil 21 millioner kroner, eller opptil 2 prosent av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap ved overtredelse av artikkel 16 og 17. 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. Ved overtredelse av artikkel 18, 19 og 20 kan det fastsettes et overtredelsesgebyr på 8,4 millioner kroner.

(5) Overtredelsesgebyret kan fastsettes til inntil tre ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, selv om dette gir høyere gebyr enn utmålingen etter tredje og fjerde ledd.

(6) Dersom Finanstilsynets myndighet til å føre tilsyn med overholdelsen av markedsmissbruksforordningen artikkel 17 nr. 1, nr. 4 og nr. 7 til 9 som gjennomført i § 3-1, er delegert til operatør av handelsplass etter § 19-1 første ledd, kan operatøren også ilegge overtredelsesgebyr, med mindre annet er bestemt. Klage over vedtak av regulert marked følger reglene i § 12-11. § 21-10 gjelder tilsvarende.

(7) I andre tilfeller der delegasjon er foretatt i medhold av § 19-1 første ledd kan departementet

bestemme at adgangen til å gi overtredelsesgebyr skal følge med. Klage over vedtak følger reglene i § 12-11, med mindre annet er bestemt. § 21-10 gjelder tilsvarende.

§ 21-5 Overtredelsesgebyr ved overtredelse av shortsalgforordningen

(1) Finanstilsynet kan ilegge fysiske personer som forsettlig eller uaktsomt overtrer shortsalgforordningen artiklene 5 til 15 som gjennomført i § 3-3, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, overtredelsesgebyr.

(2) Finanstilsynet kan ilegge foretak overtredelsesgebyr dersom foretaket, eller noen som har handlet på vegne av foretaket, overtrer shortsalgforordningen artiklene 5 til 15 som gjennomført i § 3-3, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene. Overtredelsesgebyr kan ilegges selv om ingen enkeltperson har utvist skyld.

(3) Det kan fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 5 millioner kroner eller inntil tre ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, selv om dette gir høyere gebyr.

§ 21-6 Overtredelsesgebyr ved overtredelse av reglene om flaggeplikt og periodisk rapportering

(1) Finanstilsynet kan ilegge fysiske personer som forsettlig eller uaktsomt overtrer §§ 4-3 til 4-5, § 4-7, § 4-9 og § 5-8 første og tredje ledd, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, overtredelsesgebyr.

(2) Finanstilsynet kan ilegge foretak overtredelsesgebyr, dersom foretaket, eller noen som har handlet på vegne av foretaket, overtrer §§ 4-3 til 4-5, § 4-7, § 4-9 og § 5-8 første og tredje ledd, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene. Overtredelsesgebyr kan ilegges selv om ingen enkeltperson har utvist skyld.

(3) Finanstilsynet kan ilegge foretak som nevnt i § 19-1 annet ledd overtredelsesgebyr dersom foretakets finansielle rapportering ikke er i samsvar med lov eller forskrift. Klage over slikt vedtak følger reglene i § 19-10.

(4) Når overtredelsesgebyr kan ilegges foretak etter annet og tredje ledd, kan overtredelsesgebyr i tillegg ilegges personer som tilhører ledelsesorganet som er ansvarlig for forholdet som medførte at overtredelsesgebyr ble ilagt, dersom vedkommende har utvist forsett eller grov uaktsomhet.

(5) For juridiske personer kan det fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 82 millioner kroner, eller opptil 5 prosent av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap. For et morselskap eller et datterselskap av et morsel-

skap som skal utarbeide konsernregnskap etter direktiv 2013/34 EU, skal den samlede omsetningen være den totale årsumsetningen, eller tilvarende inntekt etter relevante regnskapsdirektiver, etter siste tilgjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsen i det overordnede morforetaket.

(6) Alternativt kan overtredelsesgebyret fastsettes til inntil to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, dersom dette gir høyere gebyr enn utmålingen etter foregående ledd.

(7) For fysiske personer kan det fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 16 millioner kroner, eller opptil to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen dersom overtredelsesgebyret ved denne beregningen blir høyere.

§ 21-7 Overtredelsesgebyr ved overtredelse av reglene om prospekt

(1) Ved overtredelse av plikter etter kapittel 7 eller forskrifter fastsatt i medhold av kapittel 7, kan prospektmyndigheten ilegge overtredelsesgebyr. Overtredelsesgebyr tilfaller statskassen.

(2) Endelig vedtak om overtredelsesgebyr er tvangsgrunnlag for utlegg.

(3) 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.

(4) 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 pantretten 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 tvangsfullbyrdsloven § 7-9 første ledd.

§ 21-8 Overtredelsesgebyr ved overtredelse av reglene i kapittel 8 flg. (MiFID II og MiFIR)

(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 der-

som foretaket, eller noen som har handlet på vegne av foretaket, overtrer MiFIR som gjennomført i § 8-1 og kapittel 9 til 15 i loven eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene. 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 posisjongrenser 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 posisjongrenser 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 årsumsetningen 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 årsumsetningen, eller tilvarende inntekt etter relevante regnskaps-

direktiver, 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 inntil to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, selv om dette gir høyere gebyr enn utmålingen etter tredje og fjerde ledd.

§ 21-9 Overtredelsesgebyr ved overtredelse av EMIR

(1) Finanstilsynet kan ilegge fysiske personer som forsettlig eller uaktsomt overtrer EMIR artiklene 4 til 13 og artiklene 26 til 54 som gjennomført i § 13-1 første ledd, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, overtredelsesgebyr.

(2) Finanstilsynet kan ilegge foretak overtredelsesgebyr dersom foretaket, eller noen som har handlet på vegne av foretaket, overtrer EMIR artiklene 4 til 13 og artiklene 26 til 54 som gjennomført i § 13-1 første ledd, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene. Overtredelsesgebyr kan ilegges selv om ingen enkeltperson har utvist skyld.

(3) Det kan fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 10 millioner kroner eller to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, selv om dette gir høyere gebyr.

§ 21-10 Forsinket betaling og foreldelse

(1) Ved forsinket betaling av overtredelsesgebyr skal det betales renter etter lov 17. desember 1976 nr. 100 om renter ved forsinket betaling m.m.

(2) 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.

§ 21-11 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, dersom det er relevant i saken, 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,
8. overtrederes tiltak for å hindre gjentakelse.

(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.

§ 21-12 Straff

(1) Med bøter eller fengsel inntil seks år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer markedsmissbruksforordningen artikkel 14 bokstav a) og bokstav b) og artikkel 15 som gjennomført i § 3-1, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene.

(2) Med bøter eller fengsel inntil fire år straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer markedsmissbruksforordningen artikkel 14 bokstav c) som gjennomført i § 3-1, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene.

(3) Med bøter eller fengsel inntil 1 år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer:

1. markedsmissbruksforordningen artikkel 16 nr. 1 og 2, artikkel 17 nr. 1, 2, 4, 5 og 8, artikkel 18 nr. 1 til nr. 6, artikkel 19 nr. 1, 2, 3, 5, 6, 7 og 11 og artikkel 20 første ledd som gjennomført i § 3-1, samt § 3-2, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene,
2. shortsalgforordningen artiklene 5 til 15 som gjennomført i § 3-3 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene,
3. §§ 4-3 til 4-9, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene,
4. §§ 7-2, 7-3, 7-7, 7-10, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene,
5. gir villedende eller uriktige opplysninger i prospekt, annonser mv. som nevnt i § 7-13 og § 7-15, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene,
6. §§ 9-1, 9-16 første ledd nr. 8, 9-17, 9-18 første og annet ledd og 9-35, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene,
7. §§ 10-3 til 10-5, og §§ 10-9 til 10-17, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene,
8. §§ 11-1 og 13-1 første ledd, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene
9. § 12-2 syvende ledd og § 12-4 åttende ledd, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene,
10. EMIR artiklene 4 til 13 og artiklene 26 til 54 som gjennomført i § 13-1 første ledd, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene.

(4) Med bøter eller fengsel inntil 1 år, straffes den som unnlater å etterkomme krav og pålegg etter §§ 15-4, 19-2, 19-3, 19-5 eller 19-7.

Forslag til endringer i forskrift 29. juni nr. 876 2007 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften):

Gjeldende Kapittel 2 oppheves.

Gjeldende kapittel 3 del I og II oppheves.

Nytt kapittel 3 del I skal lyde:

I. Generelle atferdsbestemmelser, løpende informasjonsplikt, mv.

§ 3-1 Gjennomføring av utfyllende EØS-regler til markedsmissbruksforordningen

(1) EØS-avtalen vedlegg IX..... (kommisjonsforordning EU 2016/909 som utfyller markedsmissbruksforordningen med hensyn til regulatoriske tekniske standarder for innholdet av meldinger som skal sendes til tilsynsmyndigheter og utarbeiding, publisering og vedlikehold av listen over meldinger) gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(2) EØS-avtalen vedlegg IX..... (kommisjonsforordning EU 2016/378 om tidspunkt, format og maler for innlevering av meldinger til tilsynsmyndigheter i henhold til markedsmissbruksforordningen) gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(3) EØS-avtalen vedlegg IX..... (kommisjonsforordning EU 2016/1052 som utfyller markedsmissbruksforordningen med hensyn til regulatoriske tekniske standarder for vilkårene for tilbakekjøpsprogrammer og stabiliseringstiltak) gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(4) EØS-avtalen vedlegg IX..... (kommisjonsforordning EU 2016/522 som utfyller markedsmissbruksforordningen med hensyn til et unntak for enkelte tredjelands offentlige organer og sentralbanker, indikatorer for markedsmanipulasjon, offentliggjøringsterskler, tilsynsmyndighet for utsettelse, tillatelser til å handle i perioder med handelsforbud og typer meldepliktige transaksjoner for primærinnsidere) gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(5) EØS-avtalen vedlegg IX..... (kommisjonsforordning EU 2016/960 som utfyller markedsmissbruksforordningen med hensyn til regulatoriske tekniske standarder for innholdet av meldinger som skal sendes til tilsynsmyndigheter og utarbeiding, publisering og vedlikehold av listen over meldinger) gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

sbruksforordningen med hensyn til regulatoriske tekniske standarder for hensiktsmessige ordninger, systemer og prosedyrer for markedsdeltakere som gir informasjon gjennom markedssonderinger) gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(6) EØS-avtalen vedlegg IX..... (kommisjonsforordning EU 2016/959 som fastsetter tekniske standarder for markedssonderinger med hensyn til system- og meldingsmaler som skal benyttes av markedsdeltakere som gir informasjon og formatet for protokoller i henhold til markedsmissbruksforordningen) gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(7) EØS-avtalen vedlegg IX..... (kommisjonsforordning EU 2016/908 som utfyller markedsmissbruksforordningen og fastsetter regulatoriske tekniske standarder for kriterier, prosedyrer og vilkår for å etablere en akseptert markedspraksis og vilkårene for å vedlikeholde denne, terminere denne eller endre vilkårene for dennes aksept) gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(8) EØS-avtalen vedlegg IX..... (kommisjonsforordning EU 2016/957 som utfyller markedsmissbruksforordningen med hensyn til regulatoriske tekniske standarder for hensiktsmessige ordninger, systemer og prosedyrer samt meldingsmaler som skal benyttes for å forhindre, oppdage og rapportere markedsmissbruk eller mistenkelige ordre eller transaksjoner) gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(9) EØS-avtalen vedlegg IX..... (kommisjonsforordning EU 2016/1055 som fastsetter tekniske standarder med hensyn til tekniske virkemidler for hensiktsmessig offentliggjøring av innsideinformasjon og for utsettelse av offentliggjøring av innsideinformasjon i henhold til markedsmissbruksforordningen) gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(10) EØS-avtalen vedlegg IX..... (kommisjonsforordning EU 2016/347 som fastsetter tekniske standarder med hensyn til det presise formatet for innsidelister og for oppdatering av innsidelister i henhold til markedsmissbruksforordningen) gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(11) EØS-avtalen vedlegg IX..... (kommisjonsforordning EU 2016/523 som fastsetter tekniske

standarder med hensyn til format og maler for melding og offentliggjøring av primærinnsidertransaksjoner i henhold til markedsmissbruksforordningen) gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(12) EØS-avtalen vedlegg IX..... (kommisjonsforordning EU 2016/958 som utfyller markedsmissbruksforordningen med hensyn til regulatoriske tekniske standarder for de tekniske tiltak for objektiv presentasjon av investeringsanbefalinger eller annen informasjon som anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi og for offentliggjøring av særinteresser eller indikasjoner på interessekonflikter) gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

§ 3-2 Begrunnelse for utsettelse av offentliggjøring av innsideinformasjon

Meldinger med begrunnelse for utsettelse av offentliggjøring av innsideinformasjon som skal sendes til tilsynsmyndigheten etter markedsmissbruksforordningen artikkel 17 nr. 4 tredje ledd, skal sendes til tilsynsmyndigheten så snart som mulig på forespørsel fra tilsynsmyndigheten.

§ 3-3 Oversendelse av primærinnsidelister

Utsteder skal løpende oversende til Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker oppdaterte lister over utstедers primærinnsidere og deres nærstående etter markedsmissbruksforordningen

artikkel 19 nr. 5 som gjennomført i verdipapirhandelloven § 3-1.

Gjeldende kapittel 3 del III blir nye del II.

Gjeldende §§ 3-16 til 3-20 blir nye §§ 3-4 til 3-8.

Gjeldende kapittel 5 del I oppheves.

Gjeldende kapittel 5 del II blir nytt kapittel 5 uten ytterligere inndeling.

Gjeldende kapittel 5 endrer tittel til «Periodisk informasjonsplikt».

Gjeldende §§ 5-2 til 5-11 blir nye §§ 5-1 til 5-10.

§ 13-1 skal lyde:

§ 13-1 Tilsyn med den løpende informasjonsplikten m.v.

Operatør av regulert marked skal være tilsynsmyndighet etter markedsmissbruksforordningen artikkel 17 nr. 1, nr. 4, nr. 7, nr. 8 og 9 herunder tilsynsmyndighet for mottak av informasjon etter artikkel 17 nr. 4 tredje ledd jf. § 3-2 fra utsteder som har utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Det samme gjelder for MHF-er der operatøren av MHF-en er et regulert marked.

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: 27 Ny lovgivning om tiltak 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 Organisering og styring av
spesialisthelsetjenesten

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
NOU 2016: 26 Et fremtidsrettet kvotesystem

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 – 06/2017