

NOU

Norges offentlige utredninger **2021:1**

Endringer i verdipapirhandelloven

Regler om tilsynsmyndighet, sanksjonskompetanse
og klageordning

Norges offentlige utredninger 2021

Seriens redaksjon:
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Teknisk redaksjon

1. Endringer i verdipapirhandelloven
Finansdepartementet

NOU

Norges offentlige utredninger **2021: 1**

Endringer i verdipapirhandelloven

Regler om tilsynsmyndighet, sanksjonskompetanse og klageordning

Utredning fra et utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 22. mai 2015
Avgitt til Finansdepartementet 20. januar 2021

ISSN 0333-2306
ISBN 978-82-583-1469-8

DepMedia

Til Finansdepartementet

Verdipapirlovutvalget ble oppnevnt ved kongelig resolusjon 22. mai 2015. Utvalget har i henhold til opprinnelig mandat og to tilleggsmandater av 31. mai 2017 og 24. oktober 2019 fremmet forslag til gjennomføring av EUs reviderte verdipapirregelverk i norsk rett. Verdipapirlovutvalget legger med dette frem sin syvende utredning og slutfører dermed arbeidet med å revidere verdipapirhandelloven. Utvalget fremmer forslag om å overføre oppgaven som tilbudsmyndighet fra Oslo Børs til Finanstilsynet og om at delegasjonen av tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring skal trekkes tilbake. Utvalget foreslår at forvaltningslovens regler ikke lenger skal gjelde for markedsoperatørens egne beslutninger og at markedsoperatøren ikke lenger skal ha lovhjemlet adgang til å ilegge overtredelsesgebyr eller dagmulkt. Forslaget innebærer at markedsoperatøren ikke lenger vil treffe enkeltvedtak eller utøve annen form for offentlig myndighet. Utvalget foreslår at Børsklagenemnden skal legges ned og at det skal opprettes en klagenemnd for Finanstilsynets vedtak på verdipapirmarkedsområdet. Det er to dissenser i utredningen. Begge er knyttet til finansiering av ordningene som foreslås. Ellers er forslagene enstemmige.

Oslo, 20. januar 2021

Filip Truyen
Leder

Marianne Irgens

Kristin Lund

Eirik Solem

Morten Grandal

Kjell Vidjeland

Christina Stray

Halvor E. Sigurdson

Angela Nygaard

Kristin Lund

Innhold

1	Innledning	7	3.3	Reglene om markedsplassens adgang til å treffe tiltak og ilegge sanksjoner	26
1.1	Utvalgets mandat og sammensetning	7		Innledning	26
1.2	Sammendrag	9	3.3.1	Rett til å kreve opplysninger, taushetsplikt og habilitet	26
1.3	Bakgrunnen for utvalgets forslag – historikk og regelverksutvikling i EØS	10	3.3.2	Tvangsmulkt	28
1.3.1	Kort om tilsynet med verdipapirmarkedet	10	3.3.3	Overtredelsesgebyr	29
1.3.2	Hovedtrekk i endringene i EØS-regelverket på verdipapirirområdet	11	3.3.4		
1.3.3	Konsekvenser av endringene	12	4	Forslag om å legge ned Børsklagenemnden	31
1.3.4	Videre fremstilling	14	4.1	Børsklagenemnden – gjeldende rett	31
2	Bør markedsoperatøren ha myndighetsoppgaver i fremtiden?	15	4.2	EØS-rett	32
2.1	Innledning	15	4.3	Utvalgets vurderinger	32
2.2	Tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring	15	5	Klager på vedtak fra Finanstilsynet	34
2.2.1	Gjeldende rett	15	5.1	Kort om mandat og videre fremstilling	34
2.2.2	EØS-rett	16	5.2	Klageordning – Gjeldende rett	34
2.2.3	Utvalgets vurderinger	17	5.3	Kort om betydningen av EØS-rett	35
2.3	Oppgaven som tilbudsmyndighet	18	5.4	Kort om utviklingen av klageordninger i norsk sentralforvaltning	35
2.3.1	Gjeldende rett	18	5.5	Andre lands klageordninger	36
2.3.2	EØS-rett	18	5.6	Utvalgets vurderinger	36
2.3.3	Tilbudsmyndigheten i enkelte sammenlignbare land	19	5.6.1	Utgangspunkter	36
2.3.4	Utvalgets vurderinger	19	5.6.2	Bør det opprettes en klagenemnd for Finanstilsynets vedtak på verdipapirirområdet?	37
2.4	Andre behov for regelverksendringer ved overføring av myndighetsoppgavene – justering av bestemmelsene om tilsyn	20	5.6.3	Avgrensning av klagenemndas kompetanse	38
2.4.1	Gjeldende rett	20	5.6.4	Vedtak som vil høre under klagenemnda	39
2.4.2	Utvalgets vurderinger	20	5.6.5	Klage på vedtak som gjelder flere forhold	40
2.5	Særskilt om finansiering	21	5.6.6	Klage på vedtak om bruk av tilsynsvirkemidler og administrative tiltak	40
2.5.1	Gjeldende rett	21	5.6.7	Klagenemndas plassering i forvaltningshierarkiet	42
2.5.2	Utvalgets vurderinger	21	5.7	Finansiering av klagenemndas virksomhet	43
3	Markedsoperatørens egne vedtak	23	5.7.1	Gjeldende rett	43
3.1	Innledning	23	5.7.2	Utvalgets vurderinger	43
3.2	Saksbehandlingsregler – bør forvaltningsloven fortsatt gjelde for markedsoperatørens beslutninger?	23	6	Forslag til nærmere regler for klagenemnda	46
3.2.1	Gjeldende rett	23	6.1	Innledning	46
3.2.2	Utvalgets vurderinger	24	6.2	Oppnevning og sammensetning av nemnda	46

6.2.1	Gjeldende rett	46	7.2	Administrative og økonomiske konsekvenser av forslaget om å overføre oppgaver til Finanstilsynet	56
6.2.2	Utvalgets vurderinger	47			
6.3	Sekretariatsfunksjon	49	7.2.1	Kort om oppgavens innhold og omfang	56
6.3.1	Gjeldende rett	49	7.2.2	Administrative og økonomiske konsekvenser av forslaget	58
6.3.2	Utvalgets vurderinger	49	7.3	Administrative og økonomiske konsekvenser av å opprette en klagenemnd på verdipapir-markedsområdet	61
6.4	Saksbehandlingsregler	49	7.3.1	Administrative og økonomiske konsekvenser for utstedere, investorer og foretak under tilsyn	61
6.4.1	Gjeldende rett	49	7.3.2	Administrative og økonomiske konsekvenser for forvaltningen ...	62
6.4.2	Utvalgets vurderinger	50			
6.5	Saksomkostninger	52	8	Merknader til de enkelte bestemmelsene	64
6.5.1	Gjeldende rett	52	9	Forslag til lov- og forskrifts- endringer	68
6.5.2	Utvalgets vurderinger	52			
7	Administrative og økonomiske konsekvenser	54			
7.1	Generelt om forslaget konsekvenser – innledende betraktninger i henhold til utredningsinstruksen	54			
7.1.1	Kort om bakgrunnen for forslagene	54			
7.1.2	Forslag som gjelder markeds- plassen og dennes myndighets- oppgaver	54			
7.1.3	Forslaget om å opprette en klagenemnd på markeds- området	56			

Kapittel 1 Innledning

1.1 Utvalgets mandat og sammensetning

Den 22. mai 2015 oppnevnte Regjeringen et lovutvalg for å komme med forslag til gjennomføring av EUs reviderte regelverk på verdipapirområdet i norsk rett.

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

II

9. Gjennomføring av EØS-regler som nevnt antas å ville kreve endringer i oppsettet av den norske verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften, blant annet fordi EØS-regler som svarer til forordninger må gjen-

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

III

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

IV

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

V

12. Utvalget skal følge retningslinjene i utredningsinstruksen, herunder utrede økonomiske og administrative konsekvenser av de forslag som fremmes. Det skal utarbeides lov- og forskriftsutkast som reflekterer

utvalgets vurderinger. Utvalgets forslag til nye lovregler skal utarbeides i tråd med retningslinjene i heftet Lovteknikk. Utredningen skal trykkes i NOU-serien (Norges offentlige utredninger).

13. Dersom det anses hensiktsmessig, kan utvalget nedsette egne underutvalg til å utrede bestemte deler av mandatet. Utvalget avgjør selv om og på hvilken måte 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.»

Det nye regelverket for verdipapirmarkedet er svært omfattende. Det har derfor vært nødvendig å dele opp utredningsarbeidet i større grad enn mandatet i utgangspunktet la opp til. Utvalget har også mottatt to tilleggsmandater.

Den 31.mai 2017 fikk Verdipapirlovutvalget følgende tilleggsmandat:

«Utvalget skal utrede og utarbeide utkast til nødvendige endringer i lov og forskrift som kan gjennomføre kommende EØS-regler svarende til Europaparlaments- og rådsforordning om prospekt (prospektforordningen) som erstatter henholdsvis prospektdirektivet (2003/71/EF) og kommisjonsforordning (EU) nr. 809/2004). Utvalget skal videre vurdere prospektgrense for nasjonale prospekt, og behov for og utkast til lov- og forskriftsbestemmelser om nasjonale prospekt. I den grad utfyllende rettsakter til prospektforordningen 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. Utredningen avgis til Finansdepartementet som en egen NOU eller felles med andre av utvalgets utredninger innen 22. juni 2018.»

Den 24. oktober 2019 fikk utvalget følgende tilleggsmandat:

«Utvalget skal vurdere om behandlingen av klager over avgjørelser truffet av Finanstilsynet som et ledd i markedstilsynet bør legges til en klagenemnd. Dette vil blant annet omfatte saker om melde- og flaggeplikt, shortsalgregelverket, prospektkontroll og periodisk informasjonsplikt.

På bakgrunn av at spørsmålet om klageordninger for markedstilsynsaker skal utredes på bred basis, bes utvalget også om å foreta en vurdering av om den regulatoriske og markedsmessige utviklingen tilsier at delegasjonen av tilsynet med den løpende informasjonsplikten til operatør av regulert marked bør oppheves, og hvem som i tilfelle bør være tilbudsmyndighet. Klageordningen for vedtak om løpende informasjonsplikt og tilbudsplikt må vurderes i lys av dette og eventuelle forslag om klagenemnd for vedtak truffet som ledd i markedstilsynet for øvrig.

Utvalget skal også foreta en vurdering av behovet for regulering av beslutninger som kan treffes av henholdsvis operatør for regulert marked og multilateral handelsfasilitet i egenskap av operatør for slike handelsplasser, herunder behovet for saksbehandlingsregler, tiltak- og sanksjoner, og vurdering av om, og i tilfellet hvilke av, slike beslutninger som skal kunne påklages og klageordning(er) for disse.

Utvalget skal foreslå nødvendige lov- og forskriftsendringer, herunder regler for innretning av klageordning(er), eventuelle regler om organisering, oppnevning av medlemmer, saksbehandling, saksomkostninger, finansiering, erstatningsansvar og departementets instruksjonsmyndighet.

Utvalget gis frist til å slutføre arbeidet til 1. desember 2020.»

Fristen er senere forlenget til 1. februar 2021.

Disse utredningene er til nå levert fra utvalget:

- NOU 2019: 1 Overtakelsestilbud (frivillig og pliktig tilbud)
- NOU 2018: 10 Nye prospektregler – Gjennomføring av prospektforordningen og fastsettelse av regler for nasjonale prospekter

- NOU 2018: 1 Markeder for finansielle instrumenter – Gjennomføring av utfyllende rettsakter til MiFID II og MiFIR
- NOU 2017: 14 Nye regler om markedsmissbruk – sanksjoner og straff. Gjennomføring av markedsmissbruksforordningen og gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff
- NOU 2017: 1 Markeder for finansielle instrumenter – Gjennomføring av MiFID II og MiFIR
- NOU 2016: 2 Endringer i verdipapirhandelloven – flagging og periodisk rapportering

Denne utredningen utgjør delutredning nummer syv fra utvalget. I utredningen behandler utvalget punkt IV i hovedmandatet samt tilleggsmandatet av 24. oktober 2019.

Utvalget har i denne utredningen tatt utgangspunkt i tilleggsmandatet og fremmer forslag til endringer i tråd med dette. Vurderinger og forslag knyttet til spørsmålene i hovedmandatet er tilpasset de forslag som fremmes i henhold til tilleggsmandatet, blant annet er spørsmålene om hvem som bør være parter og bære kostnader ved behandling av saker for klagenemnd, behandlet i samsvar med de forslag som fremmes i henhold til tilleggsmandatet.

Følgende personer har for denne utredningen vært medlemmer i Verdipapirlovutvalget:

- advokat/professor II dr. juris Filip Truyen, leder (Bergen)
- avdelingsdirektør Marianne Irgens (Bærum)
- senior tilsynsrådgiver Kristin Lund (Oslo)
- advokat Eirik Solem (Oslo)
- advokat Morten Grandal (Oslo)
- juridisk direktør Kjell Vidjeland (Bærum)
- fagleder/advokat Halvor E. Sigurdson (Oslo)
- sjefsjurist Christina Stray (Oslo)
- juridisk direktør Angela Nygaard (Nordre Follo)

Senior tilsynsrådgiver Geir Holen har i tillegg bidratt som ekspert i utvalget. Fagdirektør Elisabeth Bjerkestrand var utvalgsmedlem frem til mai 2020 da hun ble erstattet av Marianne Irgens. Kristin Lund har i tillegg til rollen som utvalgsmedlem, vært utvalgets sekretær.

1.2 Sammendrag

I denne utredningen foreslår utvalget at tilsynet med overholdelsen av reglene om løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring overføres fra markedsoperatøren til Finanstilsynet og at

Finanstilsynet skal være tilbudsmyndighet. Forslaget innebærer at markedsoperatøren ikke lenger vil utføre myndighetsoppgaver. Som en følge av forslaget, foreslår utvalget at Børsklagenemnden legges ned. Utvalget foreslår videre at forvaltningsloven ikke skal gjelde for beslutninger markedsoperatøren treffer som et ledd i virksomheten. Utvalget foreslår at det opprettes en klagenemnd under Finansdepartementet som skal behandle klager på Finanstilsynets vedtak på markedsområdet. Formålet med klagenemnda er å avlaste departementet for klagesaksbehandling.

I utredningens kapittel 1 peker utvalget på de overordnede formålene med tilsynet med verdipapirmarkedet. Utvalget viser til at et verdipapirmarked hvor markedsovervåking, tilsyn og kontroll er velfungerende, vil ha bedre forutsetninger for å dekke politiske mål om stabil og kostnadseffektiv finansiering av privat og offentlig virksomhet. Utvalget gjennomgår også hovedtrekkene i endringene i EØS-regelverket på finansområdet. Utvalget redegjør for de markedsmessige konsekvensene av utviklingen og viser til at utviklingen har medført at kontroll- og tilsynsoppgaver som tidligere var ivarettatt av børs og selvregulerende organisasjoner, gradvis er flyttet til offentlige tilsynsmyndigheter.

I kapittel 2 drøfter utvalget om markedsoperatøren fortsatt bør utføre enkelte myndighetsoppgaver. Utvalget fremholder at både regulatoriske og markedsmessige endringer innebærer at denne løsningen kan bli mer utfordrende i fremtiden. Utvalget foreslår derfor at delegasjonen av tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring trekkes tilbake og at oppgaven som tilbudsmyndighet overføres til Finanstilsynet.

I kapittel 3 foreslår utvalget endringer i regelverket knyttet til markedsoperatørens egne avgjørelser. Utvalget foreslår at forvaltningslovens regler ikke lenger skal gjelde for markedsoperatørens avgjørelser. Utvalget viser til at gjennomføring av MiFID II innebærer at markedsoperatørens virksomhet er gjenstand for et omfattende regelverk. Utvalget fremholder at det ikke samtidig er behov for at markedsoperatøren skal være underlagt et omfattende regelverk beregnet på offentlig myndighetsutøvelse. Utvalget foreslår å videreføre regler om markedsoperatørens rett til å kreve opplysninger fra utstedere og medlemmer på regulerte markeder, samt regler om taushetsplikt. Utvalget foreslår også tilsvarende regler for multilaterale handelsfasiliteter og organiserte handelsfasiliteter som omfattes av markedsmissbruksforordningen. Utvalget foreslår å opp-

heve reglene om markedsoperatørens adgang til å ilegge tvangsmulkt og overtredelsesgebyr.

I kapittel 4 foreslår utvalget å legge ned Børsklagenemnden. Børsklagenemnden ble i sin tid opprettet for å ivareta behovet for en klageordning når markedsoperatøren traff enkeltvedtak. Hvis markedsoperatøren ikke lenger skal utføre denne typen oppgaver, mener utvalget at markedsoperatøren ikke bør ha en lovfestet plikt til å opprette en klageordning.

I kapittel 5 foreslår utvalget at det opprettes en klagenemnd for Finanstilsynets vedtak på markedsområdet. Utvalget viser til at overføring av oppgaver fra markedsoperatøren til Finanstilsynet samt nye regler om administrative sanksjoner, forventes å gi økt antall klager, noe som kan sette departementets ressurser under press. Utvalget understreker imidlertid at formålet med å opprette en klagenemnd ikke er å unnta klagebehandlingen fra departementets kontroll.

I kapittel 6 foreslår utvalget nærmere regler for klagenemnda. Utvalget foreslår at nemnda skal ha fem medlemmer og fem varamedlemmer som skal ha høy, relevant og verdipapirfaglig kompetanse. Utvalget foreslår videre regler om sekretariatfunksjonen, saksbehandling og saksomkostninger.

Kapittel 7 omhandler administrative og økonomiske konsekvenser av utvalgets forslag.

1.3 Bakgrunnen for utvalgets forslag – historikk og regelverksutvikling i EØS

1.3.1 Kort om tilsynet med verdipapirmarkedet

Det overordnede formålet med verdipapirmarkedet er å sikre trygg, sikker og effektiv handel med finansielle instrumenter slik at verdipapirmarkedet kan fungere som kapitalkilde for næringslivet, herunder kommuner og offentlige foretak, og som grunnlag for investeringsvirksomhet og sparing. En avgjørende forutsetning for at noen vil delta i et verdipapirmarked, er at aktørene har tillit til markedet. En grunnleggende forutsetning for å oppnå tillit til et verdipapirmarked er at aktørene vurderer alminnelig markedsatferd som betryggende, i det minste på nivå med det konkurrerende markeder representerer. Norges forpliktelser etter EØS-avtalen har medført at legalt rammeverk i form av felleseuropeisk regelverk i stor grad er på plass. Lover og forskrifter revideres løpende i takt med endringer i EU-regelverket. Samtidig styrkes det felleseuropeiske tilsynet

med verdipapirmarkedet suksessiv. Aktivt tilsyn med atferden i markedet og effektiv håndheving av regelverket er viktig for Norges evne til å tiltrekke seg utstedere og investorer. Et verdipapirmarked hvor markedsovervåking, tilsyn og kontroll er velfungerende vil ha bedre forutsetninger for å dekke politiske mål om stabil og kostnads-effektiv finansiering av privat og offentlig virksomhet. Det er dermed av stor samfunnsmessig betydning at tilsynet med verdipapirmarkedet fungerer på en effektiv og betryggende måte. De senere år har det legale rammeverket på verdipapiriområdet gjennomgått omfattende endringer av betydning for tilsynsarbeidet.

1.3.2 Hovedtrekk i endringene i EØS-regelverket på verdipapiriområdet

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

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

myndigheter med ansvar for å følge opp at bestemmelsene som gjennomfører direktivene etterleves, likevel slik at det på enkelte områder ble gitt en viss adgang til å delegere myndighet til andre. Et felles trekk ved direktivene er imidlertid at organet som utpekes må være uavhengig av private økonomiske interesser. Etter overtakelsesdirektivet artikkel 4 må medlemslandene for eksempel påse at tilbudsmyndigheten utøver sin myndighet uavhengig og uten noen form for bindinger til partene i et overtakelsestilbud, selv om tilbudsmyndigheten kan være et privat organ. Siktemålet er å unngå interessekonflikter og skape tillit.

Finanskrisen 2008–2009 var katalysator for en ny reguleringsbølge som omfatter hele finanssektoren i EU. I realiteten er alle de vesentlige direktivene på finansområdet erstattet eller omarbeidet. Det nye regelverket er mer omfattende, og omtales som en «single rulebook» hvor hovedtyngden av regelverket gis i form av detaljerte forordninger og fullharmoniserte direktiver med liten grad av valgmulighet for det enkelte medlemsland.

På verdipapiriområdet gir MiFID II¹ og MiFIR² endrede regler for verdipapirforetak og handelsplasser, MAR³ gir nye regler om atferden i verdipapirmarkedet, ny prospektforordning⁴ gir endrede prospektregler og endringer i rapporteringsdirektivet⁵ gir nye regler om blant annet flagging og periodisk rapportering.

Et sentralt utviklingstrekk er at det gis regler for hele finanssektoren som skal gi samme grad av investorbeskyttelse på tvers av investeringsprodukt- og konsesjonstype. For eksempel gir PRIIPS forordningen⁶ regler om nøkkelinformasjonsdokumenter for sammensatte og forsikrings-

¹ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments

² Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments

³ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse

⁴ Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market

⁵ Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 amending Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market

⁶ Forordning (EU) nr. 1286/2014 om nøkkelinformasjonsdokumenter om sammensatte og forsikringsbaserte investeringsprodukter

baserte investeringsprodukter. Forordningen er foreslått gjennomført i en egen lov. Forsikringsdistribusjonsdirektivet (IDD)⁷ gir foruten virksomhetsregler for forsikringsformidlere, regler om formidling og salg av forsikringsprodukter. Sistnevnte regler gjelder både for forsikringsformidlere og for forsikringsforetak. Det primære formålet er i begge tilfeller å innføre like rammer for formidling og salg uavhengig av investeringsprodukt og salgskanal, slik at investorene gis samme beskyttelsesnivå på tross av forskjeller mellom distributørene. Reglene er utformet slik at de skal harmonere med MiFID II.

På flere nye områder gis det direktiver og forordninger som gjelder på tvers av bransjer og konsesjonstyper. Lov om tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering fra 2018 gjennomfører hvitvaskingsdirektivet⁸ i norsk rett, og gir regler som blant annet gjelder for hele finanssektoren. Referanserenteforordningen⁹ er gjennomført i referanserenteloven ved endringer i 2019. Forordningen gir regler om indekser som brukes som referanseverdier for finansielle instrumenter og finansielle kontrakter eller for å måle investeringsfonds resultater. Forordningen stiller en rekke krav til dem som fastsetter referanseverdier og hvordan de skal organisere virksomheten, samt krav til selve fastsettelsen av referanseverdier mv.

Et viktig fellestrekk ved alle de nye EØS-reglene er at det stilles konkrete krav til bestemmelser om håndheving av regelverket. Mens eldre EØS-rettsakter hovedsakelig fastsatte overordnede krav om at EØS-statene skulle ha forvaltningstiltak og sanksjoner som var effektive, proporsjonale og avskrekkende, krever de reviderte rettsaktene at EØS-statene skal sørge for regler om konkret angitte tilsynsvirkemidler, administrative tiltak og administrative sanksjoner, for å motvirke overtredelse av regelverket. Formålet er å oppnå en mer enhetlig og effektiv oppfølging av regelverket og sanksjonering av overtredelser på tvers av landegrensene.

Enkelte av EØS-rettsaktene har overordnede regler om at det skal være mulig å klage på vedtak som tilsynsmyndigheten treffer i henhold til

regelverket, uten at det gis nærmere regler om saksbehandling og hvem som kan være klageinstans, se for eksempel MiFID II artikkel 74. Markedsmisbruksforordningen har til sammenligning ingen slike regler. Utover enkelte helt overordnede regler, er det imidlertid ikke regler om nasjonale tilsynsmyndigheters saksbehandling, klageordninger mv. i EØS-rettsaktene på verdipapiriområdet. Den alminnelige forvaltningsretten er ikke samordnet i EØS. Spørsmålet om utforming av reglene om saksbehandling og klage på vedtak fattet av nasjonal tilsynsmyndighet, er således bare i mindre grad styrt av EØS-reglene.

Et viktig resultat av finanskrisen er at tilsynsstrukturen for finansmarkedene i EU ble styrket. 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 (European Systemic Risk Board (ESRB)), og tre felleseuropeiske tilsyn for henholdsvis bank (European Banking Authority (EBA)), forsikring og pensjon (European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)) og verdipapirmarkedet (European Securities and Markets Authority (ESMA)). De tre sistnevnte erstattet tilsynskomiteene på sine respektive områder og er tillagt en rekke oppgaver i finansmarkedene.

Alle nye direktiver og forordninger på verdipapiriområdet viderefører regler om at EØS-statene skal peke ut en eller flere nasjonale tilsynsmyndigheter som har ansvar for å føre tilsyn med at det aktuelle regelverket blir fulgt. De nye regelverkene gir imidlertid også detaljerte bestemmelser om samarbeid mellom nasjonale tilsynsmyndigheter og mellom nasjonale tilsynsmyndigheter og de europeiske tilsynsmyndighetene. Det stilles detaljerte krav om utveksling av informasjon mellom myndighetene i EØS-området. Det legges opp til et tettere samarbeid mellom tilsynsmyndighetene på tvers av landegrensene og større grad av samordning også når det kommer til oppfølging og sanksjonering av overtredelser.

For en mer detaljert gjennomgang av utviklingen av EØS-retten på verdipapiriområdet viser utvalget til NOU 2017: 1 Markeder for finansielle instrumenter.

1.3.3 Konsekvenser av endringene

Utviklingen i Europa har medført at kontroll- og tilsynsoppgaver som i mange land tidligere var

⁷ Directive (EU) 2016/97 of the European Parliament and of the Council of 20 January 2016 on insurance distribution

⁸ Europaparlaments og Rådsdirektiv (EU) 2015/849 av 20. mai 2015 om forebyggende tiltak mot bruk av det finansielle systemet i forbindelse med hvitvasking av penger eller finansiering av terrorisme

⁹ Europaparlaments- og rådsforordning 2016/1011 av 8. juni 2016 om indekser som brukes som referanseverdier i finansielle instrumenter og finansielle kontrakter eller for å måle verdipapirfonds økonomiske resultater

ivaretatt av børser og selvregulerende organisasjoner, er flyttet til offentlige tilsynsmyndigheter. I tillegg til ovennevnte regulatoriske endringer, har dette sammenheng med at den tidligere strukturen med en dominerende børs i hvert land eller geografisk område, har endret seg. Eksisterende børser i Europa har gått fra å være selveiende stiftelser og medlemsstyrte institusjoner til private selskap med fritt omsettelige aksjer. Oslo Børs ble privatisert i 2001. Det kan sies at børsene har gått fra å være halvoffentlige organer med myndighetsoppgaver, kontroll og overvåkning som sentrale arbeidsområder til private foretak som drives etter bedriftsøkonomiske prinsipper.

En åpen aksjonærstruktur har gitt muligheter for oppkjøp og sammenslutninger og har dermed vært en viktig premiss for restrukturering av en del børser i Europa. Dels har det skjedd en konsolidering på eiersiden og dels er det inngått forpliktende samarbeid mellom eksisterende markedsplasser. Dette har også vært et markert utviklingstrekk i Norden. I februar 2008 fusjonerte den nordiske OMX-gruppen med den amerikanske børsen NASDAQ. Alle nordiske og baltiske børser unntatt den norske, inngår nå i NASDAQ-konsernet. I 2010 overtok NASDAQ også den norske kraftderivatbørsen Nord Pool ASA. I dag heter den NASDAQ OMX Oslo ASA.

Oslo Børs har som eneste nordiske børs vært frittstående frem til 2019. I 2019 ble imidlertid også Oslo Børs kjøpt opp, men da av franske Euronext. Samme år inngikk Euronext en avtale om å kjøpe 66 prosent av aksjene i Nord Pool AS, som er handelsplass for fysiske kraftkontrakter i Europa med hovedsete i Oslo og kontorer i Helsinki, Stockholm, Tallinn, Berlin og London.

Fjerning av børsmonopolet ved introduksjonen av MiFID I banet vei for nye handelsplasser for omsetning av finansielle instrumenter. Etter at monopolet ble opphevet er det etablert konkurrerende handelsplasser i form av multilaterale handelsfasiliteter (MHF) og – ved gjennomføring av MiFID II – organiserte handelsfasiliteter (OHF). Dette er et multilaterale systemer som legger til rette for kobling av flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter som utgjør et alternativ til tradisjonelle børser og regulerte markeder. De tradisjonelle børsene, som tar opp finansielle instrumenter til notering, har dermed fått konkurranse fra markedsplasser som forestår annenhåndsomsetning av de samme finansielle instrumentene, eller som tar opp finansielle instrumenter til handel uten at de er tatt opp til handel på et regulert marked. Drift av slike handelsplasser er konsesjonspliktige tjenester

etter verdipapirhandelloven og kan utøves av en markedsoperatør eller et verdipapirforetak.

Det er i dag en rekke handelsplasser i det norske markedet. Oslo Børs ASA er markedsoperatør for flere av dem:

- Oslo Børs (regulert marked med tillatelse som børs)
- Euronext Expand (regulert marked for aksjer, tegningsretter og ETF, i hovedsak små og mellomstore selskaper)
- Euronext Growth (MHF som tar opp aksjer ETFer og tegningsretter til handel, i hovedsak små og mellomstore selskaper)

Oslo Børs ASA eier også Fish Pool ASA som er et regulert marked for derivater på kontrakter i fiskerinæringen.

I tillegg finnes følgende handelsplasser i det norske markedet:

- NASDAQ OMX Oslo har konsesjon som børs for varederivater, herunder kraftderivater, grønne sertifikater og klimakvoter.
- NOREXECO er et regulert marked som omsetter derivatkontrakter i cellulosemarkedet.

Finansielle instrumenter som er notert på norsk regulert marked kan også handles på handelsplasser utenfor Norge. I dag handles aksjer notert på norsk regulert marked på mange handelsplasser, blant annet CBOE Europe, TP iCAP UK MTF og Turquoise (London). Flere foretak som har hovedkontor i Norge har dessuten finansielle instrumenter notert på handelsplasser både i og utenfor Europa. For eksempel er Equinor ASA notert både på Oslo Børs og på New York Stock Exchange.

Den gradvise overføringen av tilsyns- og kontrolloppgaver til offentlige tilsynsmyndigheter må ses i sammenheng med de generelle utviklingstrekkene som er nevnt. Omstruktureringen i markedet reiser stadig nye spørsmål knyttet til interessekonflikter. Det reises regelmessig spørsmål om håndheving av bestemmelser som er sentrale for tilliten til markedet bør ivaretas av private institusjoner som har et kundeforhold til selskapene som er tatt opp til notering. Flere børser er for eksempel selv blitt børsnotert, med de interessekonfliktene dette kan åpne for.

I Norge har det vært tradisjon for at en del tilsynsoppgaver på verdipapirirområdet har vært utført av Oslo Børs. Dette gjelder for eksempel regnskapskontrollen, prospektkontrollen, kontroll med overtakelsestilbud og tilsynet med overholdelsen av reglene om løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring. Utviklingen med at

tilsynsoppgaver overføres til tilsynsmyndigheten har imidlertid også gradvis skjedd i Norge. Kontrollen med den periodiske informasjonsplikten ble overført til Finanstilsynet (den gangen Kredittilsynet) i 2004 og prospektkontrollen ble overført i 2010.

I denne utredningen skal utvalget vurdere om delegasjonen av tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring skal trekkes tilbake, og hvilket organ som i fremtiden bør være tilbudsmyndighet.

1.3.4 Videre fremstilling

I utredningens kapittel to drøfter utvalget om delegasjonen av tilsynet med den løpende informasjonsplikten til markedsoperatøren for regulert marked bør oppheves, og hvem som bør være tilbudsmyndighet. Utvalget drøfter om en overføring av oppgavene innebærer behov for nye saksbehandlingsregler eller andre regelendringer for Finanstilsynet. I kapittel tre drøfter utvalget behovet for regulering av beslutninger som treffes av henholdsvis operatør for regulert marked og multilateral handelsfasilitet i egenskap av operatør for slike handelsplasser, herunder behovet for saksbehandlingsregler og regler om tiltak- og

sanksjoner. I kapittel fire foreslår utvalget at Børsklagenemnden legges ned. I kapittel fem drøfter utvalget om det bør opprettes en klagenemnd for behandling av Finanstilsynets vedtak på markedsområdet. I kapittel seks foreslår utvalget regler for en slik klageordning. I kapittel syv drøftes økonomiske og administrative konsekvenser av utvalgets forslag.

I Prop. 96 LS (2018–2019) foreslo Finansdepartementet endringer i verdipapirhandellovens regler om prospekt, markedsmissbruk, tiltak og sanksjoner. Reglene er vedtatt av Stortinget, men ennå ikke satt i kraft. I denne utredningen fremmer Verdipapirlovutvalget forslag basert på de vedtatte reglene. Reglene trer i kraft 1. mars 2021. Når utvalget viser til regler i verdipapirhandelloven, er det til de vedtatte reglene. Det samme gjelder for verdipapirforskriften som ble endret 5. oktober 2020. I NOU 2019: 1 foreslo utvalget endringer i reglene om overtakelsestilbud, men foreslo ikke skifte av tilbudsmyndighet. Utvalgets forslag er under behandling, men nye regler er ikke vedtatt. Utvalget viser i denne utredningen til gjeldende regler, men viser også til tidligere forslag fra utvalget der det er naturlig ut fra sammenhengen.

Kapittel 2

Bør markedsoperatøren ha myndighetsoppgaver i fremtiden?

2.1 Innledning

Regulerte markeders kjernevirksomhet er å ta opp finansielle instrumenter til handel og å organisere handelen i instrumentene. Markedsoperatøren skal være organisert som et allmennaksjeselskap med mindre det er gitt særskilt tillatelse til noe annet. I Norge er markedsoperatøren også tillagt enkelte myndighetsoppgaver. Dette gjelder oppgaven som tilbudsmyndighet, jf. verdipapirhandelloven § 6-4 første ledd og tilsynet med den løpende informasjonsplikten, jf. verdipapirhandelloven § 19-1 tredje ledd og verdipapirforskriften § 17-1. Etter endringer i verdipapirforskriften den 5. oktober 2020 er også tilsynet med tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering mv. etter MAR artikkel 5 delegert til markedsoperatøren etter verdipapirforskriften § 17-1.

Etter tilleggsmandatet skal utvalget foreta en vurdering av om den regulatoriske og markedsmessige utviklingen tilsier at delegasjonen av tilsynet med den løpende informasjonsplikten til operatør av regulert marked bør oppheves, og hvem som bør være tilbudsmyndighet. I dette kapittelet drøfter utvalget om nevnte oppgaver bør overføres til Finanstilsynet. Utvalget drøfter også om en overføring av oppgavene medfører behov for andre regelendringer. Utvalget drøfter ikke endringene som ble foretatt i verdipapirforskriften den 5. oktober 2020, men utvalgets forslag vil nødvendigvis ha betydning også for delegasjonen som foretas ved denne endringen.

2.2 Tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring

2.2.1 Gjeldende rett

Finanstilsynet fører tilsyn med verdipapirforetak, regulerte markeder og andre nærmere angitte 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 og verdipapirhandelloven § 19-1 første ledd.

Etter verdipapirhandelloven § 19-1 tredje ledd kan departementet delegere tilsynet med overholdelsen av nærmere angitte bestemmelser i markedsmisbruksforordningen, jf. § 3-1, fra Finanstilsynet til en annen offentlig myndighet eller til operatør av en handelsplass eller en annen markedsaktør.

Uavhengig av eventuelle delegasjoner vil Finanstilsynet være ansvarlig tilsynsmyndighet etter forordningen og kontaktpunkt for andre tilsynsmyndigheter og ESMA i saker som har forgreninger til flere land og for rapportering og annet samarbeid med andre myndigheter.

MAR artikkel 17 nr. 1 første ledd fastslår at en utsteder så raskt som mulig skal offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder. Etter annet ledd skal utsteder sørge for at informasjonen offentliggjøres på en måte som muliggjør at offentligheten raskt kan få tilgang til den og foreta en fullstendig, korrekt og rettidig bedømmelse av informasjonen. Forordningen åpner for utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon dersom særskilte vilkår er oppfylt. Adgangen til utsatt offentliggjøring etter markedsmisbruksforordningen reguleres av artikkel 17 nr. 4 til 7. I verdipapirforskriften § 17-1 delegeres tilsynet med utsteders informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring (unntatt reglene om utsatt offentliggjøring for å bevare finansiell stabilitet) til markedsoperatøren for regulert marked. Delegasjonen innebærer også at operatøren av det regulert markedet er rette mottaker av meldinger om utsatt offentliggjøring etter markedsmisbruksforordningen og kan kreve eventuell begrunnelse tilsendt (unntatt for reglene om utsatt offentliggjøring for å bevare finansiell stabilitet).

Markedsmisbruksforordningen utvider virkeområdet for reglene om utsteders informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring. Etter MAR artikkel 17 nr. 1 tredje ledd, skal reglene om informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring – i tillegg til å

gjelde for utstedere som har fått sine finansielle instrumenter notert på regulerte markeder – gjelde for utstedere som har godkjent handel av finansielle instrumenter på en multilateral handelsfasilitet (MHF) eller en organisert handelsfasilitet (OHF), eller har søkt om opptak til handel av de finansielle instrumentene på en slik handelsfasilitet, det vil si MHF'er og OHF'er hvor det tilbys handel i instrumenter etter forutgående søknad eller godkjennelse fra utsteder. Der operatøren av en slik MHF eller OHF også er markedsoperatør for regulert marked, vil markedsoperatøren også føre tilsyn med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring på disse handelsplassene. Det er etablert én slik MHF i Norge, Euronext Growth som drives av Oslo Børs. Med dagens markedssituasjon vil det si at Oslo Børs ASA opererer alle handelsplasser som omfattes av delegasjonen, det vil si de regulerte markedene Oslo Børs og Euronext Expand og den multilaterale handelsfasiliteten Euronext Growth.

I den grad det opprettes nye MHF'er eller OHF'er hvor bestemmelsene om løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring kommer til anvendelse, og som ikke opereres av en markedsoperatør for et regulert marked, vil utgangspunktet være at Finanstilsynet fører tilsyn med overholdelsen av bestemmelsene, med mindre det etter en konkret vurdering foretas ytterligere delegasjon, se omtale i Prop. 96 LS (2018–2019) kapittel 7.3.5.

Når markedsoperatøren utøver offentlig tilsynsmyndighet, følger en del relevante pålegg- og sanksjonshjemler med, se verdipapirhandelloven § 19-1 fjerde ledd og § 21-1 femte ledd. Dette innebærer at Finanstilsynets kompetanse til å kreve opplysninger fra utstedere og medlemmer, vedta pålegg om retting mv. og ilegge tvangsmulkt etter kapittel 19, samt til å ilegge overtredelsesgebyr etter kapittel 21, også skal anses delegert når tilsynet er delegert etter § 19-1 tredje ledd, med mindre annet er bestemt av departementet i forskrift. Det samme gjelder dersom tilsynet med utsteders informasjonsplikt eller andre plikter etter markedsmisbruksforordningen delegeres til andre aktører.

Vedtaket fattet av markedsoperatøren etter delegert offentlig myndighet, er å anse som enkeltvedtak. Forvaltningslovens regler kommer dermed til anvendelse, herunder kapittel VI om klage og omgjøring og kapittel IX og X om administrative sanksjoner og tvangsmulkt. Dette er presisert i verdipapirhandelloven § 12-10 annet ledd.

2.2.2 EØS-rett

Markedsmisbruksforordningen artikkel 22 angir at alle EØS-stater skal peke ut én enkelt nasjonal tilsynsmyndighet som skal føre tilsyn med overholdelsen av forordningen, og er en videreføring av markedsmisbruksdirektivet fra 2003. I fortalen til markedsmisbruksforordningen omtales adgangen til å delegere myndighet til andre. I punkt 63 i fortalen heter det:

«Markedsaktører og alle økonomiske aktører bør også bidra til markedets integritet. I denne forbindelse bør ikke utpeking av én enkelt vedkommende myndighet for markedsmisbruk utelukke samarbeid med eller delegering under vedkommende myndighets ansvar til markedsaktører, for å sikre et effektivt tilsyn med overholdelsen av bestemmelsene i denne forordning».

Etter forordningen er det dermed adgang til å delegere oppgaver til andre myndigheter og til «markedsaktører», men den utpekte tilsynsmyndigheten er ansvarlig for gjennomføringen og for å ivareta forpliktelsen til samarbeid med andre tilsynsmyndigheter.

MAR kapittel fire gir detaljerte regler om samarbeid mellom tilsynsmyndighetene som innebærer store endringer. Mens MAD I ga generelle regler som fastslo at tilsynsmyndighetene skulle gi hverandre bistand, gir MAR detaljerte regler om hvordan samarbeidet skal foregå og hvordan bistand skal ytes, herunder regler om plikt til utveksling av opplysninger innen fastsatte frister og plikt til å samarbeide om undersøkelser. Nasjonale tilsynsmyndigheter kan, etter nærmere angitte prosedyrer, anmode hverandre om å utføre tilsynshandlinger. Nasjonale tilsynsmyndigheter skal også varsle hverandre om markedsmisbruk over landegrensene og skal samarbeide for å unngå doble sanksjoner. 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. Nasjonale tilsynsmyndigheter skal videre samarbeide med ESMA og yte bistand som setter ESMA i stand til å utføre sine oppgaver etter reguleringen. Blant annet skal ESMA motta og offentliggjøre opplysninger om sanksjoner for brudd på markedsmisbruksreglene fra nasjonale myndigheter. ESMA skal videre tilrettelegge for og koordinere samarbeidet mellom nasjonale tilsynsmyndigheter. En detaljert beskrivelse av reglene

om tilsynssamarbeid i MAR er gitt i NOU 2017: 14 kapittel 10.5.

2.2.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at ordningen med delegasjon av tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring er historisk betinget. Det kan imidlertid reises spørsmål om delegasjonen bør og kan opprettholdes frem i tid. Utvalget bemerker at både markedssituasjonen og regelverket er i sterk endring. Med fri konkurranse mellom handelsplasser og fri rett til etablering innen EØS, kan nye handelsplasser komme til på kort varsel, mens eksisterende handelsplasser kan re-lokaliseres. Finansielle instrumenter er ofte tatt opp til handel på flere ulike handelsplasser lokalisert både i og utenfor EØS-området.

Det er ikke uvanlig at saker om markedsmissbruk har forgreninger til flere markeder og flere land. Dette stiller nye krav til samarbeidet mellom tilsynsmyndighetene. Gjennomføring av MAR innebærer at samarbeidet på tvers av landegrensene er betydelig styrket, med økt samhandling mellom tilsynsmyndighetene og mellom tilsynsmyndighetene og ESMA, både på generelt grunnlag og i forbindelse med undersøkelse av enkelt saker. Det kan i enkelte situasjoner by på utfordringer at viktige tilsynsoppgaver etter MAR er delegert til en markedsdeltaker, blant annet fordi MAR forutsetter utstrakt informasjonsdeling mellom tilsynsmyndighetene. Finanstilsynet har, gjennom deltakelse i ESMA, bedre muligheter til å undersøke saker på tvers av landegrensene enn markedsoperatøren. Finanstilsynet fører allerede tilsyn med overholdelsen av reglene om innsidehandel. Saker som omhandler innsidehandel, har i mange tilfeller også sider mot regelverket knyttet til den løpende informasjonsplikten. Ved en overføring av tilsynet med den løpende informasjonsplikten, vil Finanstilsynet kunne undersøke slike saker ut fra begge synsvinkler både nasjonalt og internasjonalt. Finanstilsynet har også tilsynshjemler som markedsoperatøren ikke har, for eksempel mulighet for å pålegge opplysningsplikt overfor enhver ved mistanke om overtredelse av visse deler av verdipapirhandelloven, se verdipapirhandelloven § 19-3. Finanstilsynet har dermed et bedre legislativt grunnlag for å foreta nødvendige undersøkelser.

Som utvalget omtalte i NOU 2017: 14 har ordning med delegasjonen av Finanstilsynets myndighet til å føre tilsyn med overholdelsen av

reglene om løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring fungert godt. Oslo Børs har bygget opp kapasitet og tekniske løsninger for å føre tilsyn med utstedernes løpende informasjonsplikt og har den erfaring og kompetanse som kreves for å utføre oppgaven. Dagens situasjon gir imidlertid ingen garanti for at markedsoperatøren også i fremtiden vil opprettholde og utvikle kapasitet innrettet på å ivareta myndighetsoppgaver. Det kan heller ikke forutsettes at eventuelle nye handelsplasser har kompetansen som skal til for å påta seg tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring. Endret legalt rammeverk, endringer i markedssituasjon, endringer i konkurransesituasjonen og omstrukturering i markedet er alt sammen forhold som kan føre til at delegasjonen bør trekkes tilbake på kort varsel.

Etter en samlet vurdering mener utvalget at både den faktiske og regulatoriske situasjonen nå tilsier at tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring overføres til Finanstilsynet. Utvalget legger til grunn at Finanstilsynet har nødvendige organisasjonsmessige forutsetninger og raskt vil kunne bygge kompetanse som innebærer at de er rustet til å overta oppgaven. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at delegasjonen i verdipapirforskriften § 17-1 trekkes tilbake og at bestemmelsen oppheves. Utvalget understreker at regulerte markeder og andre handelsplasser fortsatt vil ha omfattende lovpålagte plikter med hensyn til organisering av virksomheten, krav til overvåking av handel på markedsplassen og rapportering av brudd på lovverket til tilsynsmyndigheten. Uavhengig av om delegasjonen trekkes tilbake vil den markedsovervåking som utføres av handelsplassene også i fremtiden ha stor betydning for den samlede overvåkingen av verdipapirmarkedet.

Utvalget nevner for ordens skyld at verdipapirforskriften § 17-1 ble endret 5. oktober 2020, slik at tilsynet med tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering mv. etter MAR artikkel 5 omfattes av delegasjonen. Disse endringene er ikke behandlet i utredningen her. Når utvalget foreslår å oppheve verdipapirforskriften § 17-1 i sin helhet, beror det på at utvalget legger opp til at markedsoperatøren ikke lenger skal være tillagt myndighetsoppgaver. Utvalget kan vanskelig se at det vil være mulig å opprettholde regler om delegasjon av tilsynet med tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering mv. i sin nærværende form hvis utvalgets forslag i denne utredningen tas til følge og øvrige delegasjoner trekkes tilbake.

2.3 Oppgaven som tilbudsmyndighet

2.3.1 Gjeldende rett

Tilbudsmyndigheten er det regulerte marked hvor aksjene i selskapet som er gjenstand for overtakelsestilbudet er notert, se verdipapirhandelloven § 6-4 første ledd første punktum. Departementet kan i forskrift bestemme at hele eller deler av tilbudsmyndighetens kompetanse skal utøves av Finanstilsynet, se verdipapirhandelloven § 6-4 første ledd annet punktum. Hjemmelen er hittil ikke benyttet. I dag fungerer Oslo Børs som tilbudsmyndighet for overtakelsestilbud på aksjer i selskaper notert på Oslo Børs og Euro-next Expand, som er de relevante regulerte markedene i Norge.

Dersom et overtakelsestilbud har tilknytning til flere stater, kan tilbudsmyndigheten være delt mellom flere jurisdiksjoner, se verdipapirhandelloven § 6-23 og verdipapirforskriften kapittel 6 del III. Dette gjelder tilfeller der målselskapet har forretningskontor i én EØS-stat, men har sine aksjer notert i en annen EØS-stat. I slike tilfeller behandles spørsmål knyttet til tilbudsprosessen i den staten hvor det regulerte markedet befinner seg, og overvåkes av tilbudsmyndigheten i denne staten. Spørsmål knyttet til informasjon til ansatte i selskapet og selskapsrettslige spørsmål, herunder spørsmål om grensen for når tilbudsplikt utløses, eventuelle fritak fra plikten til å fremsette et tilbud og unntak fra tilbudsplikten, behandles av tilbudsmyndighet i den staten hvor målselskapet har sitt forretningskontor. Ettersom det i praksis bare er én norsk tilbudsmyndighet, har Oslo Børs også fungert som tilbudsmyndighet for selskap med forretningskontor i Norge som har sine aksjer notert på regulert marked i annen stat i EØS.

Tilbudsmyndigheten er pålagt en rekke oppgaver og tillagt kompetanse til å avgjøre en rekke spørsmål, i tilknytning til tilbudsreglene. Tilbudsmyndigheten har blant annet kompetanse til å pålegge tilbudsplikt ved enkelte erverv som i utgangspunktet er unntatt etter verdipapirhandelloven § 6-2 andre ledd, å gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-2 tredje ledd, å avgjøre spørsmål om konsolidering etter § 6-5 andre ledd, å treffe vedtak dersom tilbudsplikt bestrides etter § 6-8 tredje ledd, å godkjenne tilbud og tilbudsdokument etter § 6-14 og å gjennomføre tvangsalg av aksjer etter § 6-21. Tilbudsmyndigheten kan også gi forskrift om garantier etter § 6-10 syvende ledd. Etter verdipapirhandelloven § 19-10 annet ledd kan tilbudsmyndigheten fastsette en

tvangsmulkt ved manglende oppfyllelse av opplysningsplikten etter § 19-4 og pålegg om retting etter § 19-7 tiende ledd. I NOU 2019: 1 kapittel 10.5.3 har utvalget foreslått at det innføres hjemmel for å gi overtredelsesgebyr ved overtredelse av reglene om overtakelsestilbud. Forslaget er som nevnt i kapittel 1.3.4 til behandling i departementet.

Ifølge verdipapirhandelloven § 6-4 annet ledd skal tilbudsmyndigheten samarbeide og utveksle informasjon med tilsvarende utenlandske myndigheter i spørsmål som omfattes av kapittel 6.

2.3.2 EØS-rett

Direktivet om overtakelsestilbud er rettet mot selskaper som har forretningskontor i og er notert på et regulert marked i EØS. Direktivets artikkel 4 nr. 1 stiller krav om at EØS-statene utpeker en eller flere tilsynsmyndigheter som skal føre tilsyn med at nasjonale regler som gjennomfører direktivet, overholdes. Tilbudsmyndigheten kan være en offentlig myndighet, en organisasjon eller et privat organ som er utpekt i henhold til nasjonal lov. EØS-statene skal sikre at tilbudsmyndigheten ved utøvelse av oppgaven er uavhengig og upartisk. EØS-statene er forpliktet til å informere Kommisjonen (EFTAs overvåkningsorgan for EØS/EFTA-statene) om hvem som er tilbudsmyndighet.

Artikkel 4 nr. 2 gir bestemmelser om hvilken stats tilbudsmyndighet som skal føre tilsyn dersom målskapet har tilknytning til flere EØS-stater, og hvilke staters regler som kommer til anvendelse for grensekryssende tilfeller. Utgangspunktet er at tilbudsmyndigheten i EØS-staten der selskapet har forretningskontor (engelsk: «registered office») skal føre tilsyn med tilbudet dersom selskapet er notert på et regulert marked i denne EØS-staten. Direktivet omfatter imidlertid både tilfeller der selskapets forretningskontor og det regulerte markedet befinner seg i samme EØS-stat, og tilfeller der selskapets forretningskontor og det regulerte markedet befinner seg i ulike EØS-stater. Dersom selskapet ikke er notert i staten der selskapet har forretningskontor, føres tilsyn med tilbudet av tilbudsmyndigheten i noteringsstaten. Dersom selskapet er notert på regulerte markeder i mer enn en EØS-stat, fører tilbudsmyndigheten i den staten der selskapet først ble notert tilsyn med tilbudet. Artikkel 4 nr. 2 oppstiller videre et skille mellom børs- og verdipapirrettslige regler og selskaps- og arbeidsrettslige regler. Spørsmål knyttet til vederlag for tilbud, herunder tilbudspris, prosedyrer for tilbudet, opp-

lysninger om melding om tilbud, tilbudsdocumentets innhold og kunngjøringen av tilbudet, behandles etter reglene i noteringsstaten. Spørsmål knyttet til informasjon til ansatte i selskapet og selskapsrettslige spørsmål, herunder hvilken prosentandel av stemmene som gir kontroll og eventuelle unntak fra reglene om overtakelsestilbud, samt vilkårene for at selskapets ledelse kan treffe forsvarstiltak, avgjøres etter reglene i forretningskontorstaten.

Direktivets artikkel 4 nr. 4 stiller krav til samarbeid og utveksling av opplysninger mellom tilsynsmyndigheter som fører tilsyn med overtakelsestilbud og kapitalmarkedet, herunder prospekt, markedsmissbruk, opptak til notering og markeder i finansielle instrumenter, samt bestemmelser om taushetsplikt ved samarbeid og utveksling av informasjon og hva samarbeidet skal omfatte, jf. direktivet art. 4 nr. 4.

Ifølge direktivet art. 4 nr. 5 skal tilbudsmyndigheten ha alle fullmakter som er nødvendige for å utføre sine oppgaver, herunder plikt til å påse at partene i et tilbud overholder de regler som er vedtatt eller innført i henhold til dette direktiv.

2.3.3 Tilbudsmyndigheten i enkelte sammenlignbare land

Som omtalt i kapittel 2.3.2 gir EØS-retten mulighet for å velge ulik tilnærming til hvem som skal være tilbudsmyndighet og både private og offentlige organer kan pekes ut. Valgmuligheten har gitt stor variasjon mellom EØS-statene. I de fleste statene er oppgaven som tilbudsmyndighet lagt til tilsynsmyndigheten for verdipapirmarkedet. Dette gjelder for eksempel Frankrike, Tyskland, Finland, Danmark og Sverige. Etter svensk rett håndhever Finansinspektionen reglene i loven om offentlige oppkjøpstilbud, men Aktiemarknadsnämnden har en sentral rolle i tolkning og standardisering av reglene om overtakelse. I UK er det opprettet et takeover-panel som avgjør saker om overtakelsestilbud.

2.3.4 Utvalgets vurderinger

Som omtalt i 2.3.3 er oppgaven som tilbudsmyndighet i de fleste europeiske land lagt til tilsynsmyndigheten for verdipapirmarkedet, blant annet er dette tilfelle i de øvrige nordiske landene samt Frankrike og Tyskland. I Norge er myndighetsoppgaver som tidligere ble utført av Oslo Børs, allerede overført til Finanstilsynet. Dette gjelder prospektkontrollen og kontrollen med foretakenes periodiske informasjonsplikt. Oppgaven som

tilbudsmyndighet er den siste myndighetsoppgaven som er tillagt markedsoperatøren direkte i loven.

Slik utvalget ser det, kan det reises spørsmål om ordningen hvor markedsoperatøren utfører offentligrettslige kontrolloppgaver står seg i et fremtidsperspektiv. Både regelverket og markeds-situasjonen er som nevnt i kapittel 2.2.3 sterkt endret siden løsningen ble valgt. Med fri konkurranse mellom handelsplasser og fri rett til etablering innen EØS, kan nye regulerte markeder komme til på kort varsel, mens eksisterende handelsplasser kan re-lokaliseres. På samme måte som for tilsynet med den løpende informasjonsplikten, kan det ikke uten videre forutsettes at eventuelle nye regulerte markeder ønsker eller kan påta oppgaven som tilbudsmyndighet. Det kan heller ikke uten videre forutsettes at Oslo Børs ønsker å påta seg rollen som tilbudsmyndighet i fremtiden. Å pålegge en markedsoperatør å utføre myndighetsoppgaver som markedsoperatøren ikke ønsker, er neppe en aktuell løsning. Utvalget viser i så måte til drøftelsen i kapittel 2.2.3.

Etter gjeldende rett er det åpnet for at det kan eksistere flere tilbudsmyndigheter. I NOU 2019: 1 kapittel 8.5 uttrykte imidlertid utvalget tvil om det er hensiktsmessig med en løsning hvor flere tilbudsmyndigheter skal praktisere samme regelverk. Dette vil imidlertid måtte vurderes dersom det etableres flere regulerte markeder med Norge som hjemstat. Som utvalget bemerket i NOU 2019: 1 fremstår det i utgangspunktet lite hensiktsmessig at Oslo Børs skal være tilbudsmyndighet for selskaper notert på andre regulerte markeder enn de som administreres av Oslo Børs. Utvalget viser til at det vil kunne oppstå spørsmål blant annet av konkurransemessig art, ved en ordning der Oslo Børs skal være tilbudsmyndighet for selskaper notert på en konkurrerende markeds plass. Samtidig er det med grunnlag i direktivforpliktelsene nødvendig å utpeke en tilbudsmyndighet for norske selskaper som er notert på regulert marked i en eller flere andre EØS-stater enn Norge. Etter gjeldende rett fungerer derfor Oslo Børs som tilbudsmyndighet for Norske selskaper som er notert på annet regulert marked i EØS. I en situasjon hvor finansmarkedene i Europa blir stadig mer integrert, må det forutsettes at konkurransen mellom de regulerte markedene øker og at flere selskaper kan velge å notere seg i en annen EØS-stat enn de har sitt hovedkontor. I et slikt scenario kan interessekonfliktene knyttet til at Oslo Børs er tilbudsmyndighet øke.

Selv om en løsning der Oslo Børs er tilbudsmyndighet har fungert godt så langt, bemerker utvalget at ordningen innebærer iboende interessekonflikter. Det er ikke uvanlig at det oppstår konflikter ved frivillige og pliktige tilbud, for eksempel knyttet til spørsmålet om tilbudsplikt har inntrådt og prisingen i tilbudet. I mange tilfeller innebærer dette at børsen må treffe vedtak som får negative konsekvenser for en eller flere av børsens større kunder. Håndheving av regelverket innebærer således at børsen må treffe vedtak av negativ karakter overfor egne kunder. Dette aspektet vil forsterkes ytterligere dersom tilbudsmyndigheten gis mulighet for å ilegge overtredelsegebyr ved overtredelse av reglene om overtakelsestilbud. Saker om overtakelsestilbud kan også omfatte store verdier.

For å legge til rette for at tilbudsmyndigheten kan legges til et annet organ enn operatøren for det regulerte markedet, og for at det skal kunne utpekes flere tilbudsmyndigheter, foreslo utvalget i NOU 2019: 1 kapittel 8.5.2 at kompetansen til å utpeke tilbudsmyndighet legges til departementet, slik at departementet bestemmer hvem som skal være tilbudsmyndigheten i forskrift. Utvalget mener imidlertid at både den faktiske og regulatoriske situasjonen nå tilsier at oppgaven som tilbudsmyndighet overføres til Finanstilsynet. Slik utvalget ser det, vil en overføring av oppgaven legge til rette for forventet markedsutvikling, redusere interessekonflikter og sikre at det også i fremtiden vil være kun én tilbudsmyndighet for det norske markedet. Både oppgaven som prospektmyndighet og tilsynet med den periodiske rapporteringen utføres allerede av Finanstilsynet. Utvalget legger til grunn at Finanstilsynet har organisasjonsmessige forutsetninger og raskt vil kunne bygge kompetanse som gjør at de er rustet til å overta oppgaven.

Hvis oppgaven overføres til Finanstilsynet, er det ikke sannsynlig at det vil utpekes en annen tilbudsmyndighet i overskuelig fremtid. På denne bakgrunn mener utvalget at tilbudsmyndigheten bør utpekes direkte i loven. Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 6-4 endres slik at det fremgår at Finanstilsynet er tilbudsmyndighet. Utvalget foreslår samtidig å oppheve bestemmelsens annet ledd. Utvalget bemerker at presiseringen er overflødig når oppgaven overføres til Finanstilsynet. Det er gjennomgående lagt til grunn at plikter som påhviler nasjonale myndigheter etter EØS-regelverket ikke trenger noen særskilt gjennomføring i loven, men vil følge av at de relevante direktiver og forordninger tas inn i EØS-avtalen.

2.4 Andre behov for regelverksendringer ved overføring av myndighetsoppgavene – justering av bestemmelsene om tilsyn

2.4.1 Gjeldende rett

De materielle reglene om løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring er gitt i MAR med tilhørende forordninger. De materielle reglene om overtakelsestilbud er gitt i verdipapirhandelloven kapittel 6. Her gis det også regler om tilbudsmyndighetens oppgaver og finansiering. Utfyllende regler er gitt i verdipapirforskriften kapittel 6.

Verdipapirhandelloven § 12-10 fastsetter at forvaltningslovens saksbehandlingsregler gjelder for vedtak markedsoperatøren treffer som ledd i tilsynet med den løpende informasjonsplikten og som tilbudsmyndighet. Det er også gitt en egen bestemmelse om opplysningsplikt overfor tilbudsmyndigheten i § 19-4, samt en særskilt regel om pålegg om retting i § 19-7 tiende ledd og om tvangsmulkt i § 19-10 annet ledd. Verdipapirhandelloven § 21-7 fastsetter at tilbudsmyndigheten kan gi overtredelsegebyr til den som ikke etterkommer pålegg fra tilbudsmyndigheten.

2.4.2 Utvalgets vurderinger

2.4.2.1 Utgangspunkt

I dette kapitlet vurderer utvalget om det er behov for andre lov- og forskriftsendringer som følge av utvalgets forslag om å overføre tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring samt oppgaven som tilbudsmyndighet til Finanstilsynet. Dersom oppgavene overføres fra markedsoperatøren til Finanstilsynet, vil forvaltningslovens saksbehandlingsregler gjelde, med mindre annet er sagt. Ettersom forvaltningslovens saksbehandlingsregler også gjelder når markedsoperatøren utfører myndighetsoppgaver, innebærer ikke overføringen noen endring i kravene til saksbehandling. Utvalget kan ikke se at det er behov for å foreslå ytterligere saksbehandlingsregler, eller unntak fra reglene i forvaltningsloven. Forså vidt gjelder klagebehandling, viser imidlertid utvalget til utredningens kapittel 5 og 6.

De materielle reglene i markedsmissbruksforordningen og verdipapirhandelloven kapittel 6 med tilhørende forskrifter, gjelder uavhengig av hvem som er myndighet. Lov- og forskriftsendringer er dermed i utgangspunktet ikke nødvendig. Når det gjelder bestemmelsen om gebyr i

§ 6-4, viser utvalget til særskilt omtale i kapittel 2.5.

2.4.2.2 Justeringer i kapitlene om tilsyn og sanksjoner

Hensynet til konsistens tilsier at reglene om tilsyn og sanksjoner utformes på samme måte uavhengig av hvilken del av loven de refererer seg til. I kapittel 19 og 21 er enkelte av bestemmelsene om tilsynsvirkemidler utformet med tanke på at tilbudsmyndigheten er en annen enn Finanstilsynet. Ved skifte av tilbudsmyndighet faller behovet for tilpassede bestemmelser bort. Utvalget foreslår derfor at det gjøres enkelte retts tekniske endringer i bestemmelsene om tilsyn og sanksjoner. Forslagene har ingen materielle konsekvenser.

Verdipapirhandelloven § 19-4 gir en egen bestemmelse om opplysningsplikt overfor tilbudsmyndigheten. Foretaks og personers plikt til å gi opplysninger som er nødvendige for at Finanstilsynet skal kunne utføre sine oppgaver etter verdipapirhandelloven er ellers gitt i en felles bestemmelse i lovens § 19-2. Regler om opplysningsplikt for enhver ved visse overtredelser av loven, er gitt i § 19-3. Utvalget foreslår å oppheve § 19-4 og innarbeide bestemmelsen om opplysningsplikt overfor tilbudsmyndigheten i verdipapirhandelloven § 19-2, sammen med de andre reglene om foretaks og personers plikt til å gi opplysninger som er nødvendige for at Finanstilsynet skal kunne utføre sine oppgaver etter verdipapirhandelloven. Utvalget foreslår at bestemmelsen innarbeides som et nytt tiende ledd i bestemmelsen.

Utvalget foreslår videre å oppheve § 19-7 tiende ledd om tilbudsmyndighetens adgang til å gi pålegg om retting. Det fremgår av første ledd at Finanstilsynet kan gi pålegg om retting hvis de har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av loven. Når Finanstilsynet er tilbudsmyndighet, er tiende ledd overflødig.

Utvalget foreslår også å oppheve § 19-10 annet ledd, hvor det gis en særskilt bestemmelse om adgang til å ilegge tvangsmulkt for tilbudsmyndigheten. Etter overføring av oppgaven, dekker første ledd også tvangsmulkt som omtalt i annet ledd.

Endelig foreslår utvalget å oppheve regelen om overtredelsesgebyr i § 21-7. Ved overføring av oppgaven som tilbudsmyndighet til Finanstilsynet vil overtredelse av reglene om opplysningsplikt og pålegg i forbindelse med regelverket om overtakelsestilbud dekkes av bestemmelsen i

§ 21-8. Bestemmelsene som § 21-7 refererer seg til oppheves som nevnt også fordi de dekkes av andre bestemmelser.

2.5 Særskilt om finansiering

2.5.1 Gjeldende rett

Finanstilsynets tilsyn med verdipapirmarkedet finansieres ved at utgiftene utliknes på foretak under tilsyn og utstedere etter nærmere regler fastsatt i Finanstilsynsloven med tilhørende forskrifter. Utgangspunktet er at utgiftene ved tilsynet skal utliknes på institusjonene som er under tilsyn etter omfanget av tilsynsarbeidet, se finanstilsynsloven § 9 første ledd. Finanstilsynsloven § 9 tredje ledd fastsetter at tilsynet med overholdelsen av de alminnelige bestemmelsene om verdipapirhandel utliknes på institusjoner under tilsyn og på utstederne. Tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring omfattes av ordlyden i denne bestemmelsen. Ettersom tilsynet med overholdelsen av disse bestemmelsene er delegert til Oslo Børs, har kostnadene i praksis vært dekket av markedsoperatøren.

Tilbudsmyndigheten kan kreve gebyr til dekning av utgifter den har til godkjenning og offentliggjøring av tilbud, se verdipapirhandelloven § 6-15. Tilbudsmyndigheten har imidlertid også en rekke oppgaver som ikke kan knyttes direkte til de gebyrbelagte tjenestene, for eksempel generelt tilsyn med at reglene om overtakelsestilbud overholdes og samarbeid med utenlandske tilsynsmyndigheter. Disse utgiftene dekkes i dag av Oslo Børs som er tilbudsmyndighet.

2.5.2 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at en overføring av tilsynet med overholdelsen av reglene om løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring og oppgaven som tilbudsmyndighet fra Oslo Børs til Finanstilsynet innebærer behov for enkelte endringer i reglene om finansiering av tilsynsoppgavene.

Som nevnt i kapittel 2.4.3.1 fastsetter finanstilsynsloven § 9 tredje ledd at utgiftene ved tilsynet med overholdelsen av de alminnelige bestemmelsene om verdipapirhandel utliknes på institusjoner som nevnt i første ledd samt på utstederne som nevnt i femte ledd. Tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring omfattes av ordlyden i denne bestemmelsen. Det er følgelig ikke behov for lovendringer som følge av at delegasjonen trekkes tilbake.

For så vidt gjelder oppgaven som tilbudsmyndighet, uttalte utvalget i NOU 2019: 1 kapittel 8.5.3 at tilbudsmyndigheten bør være selvfinansierende. Utvalget foreslo å videreføre ordningen med innkreving av gebyr som finansieringsgrunnlag for tilbudsmyndighetens virksomhet. Utvalget foreslo også adgang til å kreve gebyr fra tilbyder/søker for flere nye oppgaver. Etter forslaget vil tilbudsmyndigheten kunne kreve gebyr i saker som gjelder kontroll og godkjenning av tilbud og tilbudsdokument, endring av tilbud og vilkår for tvungen overføring, behandling av søknad om unntak fra reglene om overtakelsestilbud, søknad om unntak fra reglenes virkeområde og søknad om nedskrivning av garantibeløp. Som utvalget påpekte i NOU 2019: 1 vil imidlertid tilbudsmyndigheten også ha oppgaver som ikke kan knyttes direkte til de gebyrbelagte tjenestene, for eksempel generelt tilsyn med at reglene om overtakelsestilbud overholdes, samarbeid med utenlandske tilsynsmyndigheter og vurderinger knyttet til konsolidering. Et samlet utvalg forutsatte i NOU 2019: 1 kapittel 8.5.3 at tilbudsmyndigheten skal kreve inn noe høyere gebyr for de mest sentrale oppgavene, slik at dette også vil dekke noen av utgiftene knyttet til øvrige oppgaver. Utvalget foreslo at det utarbeides en forskriftsbestemmelse, slik at det kan fastsettes nærmere regler om størrelsen på gebyrer mv. i forskrift. Forslaget om skifte av tilbudsmyndighet innebærer ikke at spørsmålet om gebyrfinansiering kommer i en annen stilling. Utvalgets forslag til endringer av reglene om overtakelsestilbud er til behandling i departementet og skal ikke behandles om igjen i denne utredningen.

Oslo Børs har i kraft av sin rolle som tilbudsmyndighet dekket kostnader til den delen av oppgaven som ikke har vært dekket av gebyrer. Selv om det nye regelverket legger opp til at Finanstilsynets utgifter til oppgaven som tilbudsmyndighet så langt regelverket tillater skal dekkes ved gebyrer, må finanstilsynslovens bestemmelser om utligning justeres slik at det gis hjemmel til å foreta utligning av eventuelle utgifter som ikke dekkes fullt ut av gebyrene. Utvalgets flertall fore-

slår at finanstilsynsloven § 9 sjette ledd utvides til å omfatte utgifter til oppgaven som tilbudsmyndighet. Flertallet bemerker at reglene om overtakelsestilbud gjelder de noterte foretakene og deres aksjer. Flertallet mener således at denne løsningen er best i tråd med de med prinsippene som ligger til grunn for utligning i tilsynsloven 9 første ledd og som er lagt til grunn på øvrige utligningsområder.

Et mindretall bestående av medlemmet Sigurdson viser til at gjeldende bestemmelser om statlig gebyr- og avgiftsfinansiering¹ vil gjelde for utformingen av en gebyrordning med Finanstilsynet som tilbudsmyndighet. Gebyrordninger bør dekke en klart definert tjeneste og ikke noe annet eller mer. Kostnadene skal ikke overstige kostnadene ved å produsere og levere tjenesten. Utvalget legger til grunn at tilsynsmyndigheten vil ha oppgaver som går utover det som er knyttet direkte til de gebyrbelagte tjenestene. Dette medlem antar derfor at en ordning med forhøyede gebyrer ikke uten videre er i tråd med bestemmelsene, hvis gebyrene skal dekke kostnader ved oppgaver som ikke gjelder den aktuelle tjenesten. Gebyrene som kan innkreves, vil i så fall kunne bli lavere enn det utvalgsflertallet har lagt til grunn.

Dette medlem viser også til at tilsynsmyndighetens arbeidsmengde vil kunne variere mye fra et år til et annet. Tilsynsmyndighetens oppgaver i et år kan være omfattende, selv om gebyrinntektene kan være små. I dag dekkes eventuelle overskytende kostnader av tilbudsmyndigheten (Oslo Børs). En utligning etter systemet i finanstilsynsloven vil derfor være en ny del av sektoravgiften.

Saker om overtakelsestilbud er mer knyttet til tilbydere og aksjeeiere, enn til utstedernes virksomhet slik det er for kontrollen med prospekter og finansiell rapportering. Dette medlemmer mener derfor at utstederne ikke skal dekke eventuelle restutgifter på samme måte som for de to andre kontrollformene, jf. også Prop. 84 L (2009–2010) kapittel 5.

¹ Finansdepartementets rundskrift 112/15 Bestemmelser om statlig gebyr- og avgiftsfinansiering

Kapittel 3

Markedsoperatørens egne vedtak

3.1 Innledning

Reglene som behandles i dette kapitlet er nasjonale og utgjør ikke gjennomføring av EØS-rett. Dette innebærer at reglene i utgangspunktet kan endres eller oppheves uten at det oppstår konflikt med EØS-retten.

Selv om utvalget foreslår at tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring og oppgaven som tilbudsmyndighet overføres fra Oslo Børs til Finanstilsynet, vil operatøren av regulerte markeder fortsatt treffe avgjørelser som er av stor betydning for markedsdeltakerne. Herunder treffer markedssoperatøren beslutninger om tilgang til markedsplassen. Markedsoperatøren har videre ansvar for at reglene som gjelder for handelsplassen blir fulgt og kan kreve nødvendige opplysninger fra relevante markedsdeltakere, samt sanksjonere overtredelse av enkelte brudd på regelverket.

Etter mandatet skal utvalget foreta en vurdering av behovet for fremtidig regulering av beslutninger som treffes av henholdsvis operatør av regulert marked og multilateral handelsfasilitet, herunder behovet for saksbehandlingsregler og regler om tiltak- og sanksjoner. Utvalget skal også vurdere om, og i tilfellet hvilke av operatørens beslutninger som skal kunne påklages og klageordning(er) for disse.

Nedenfor foretar utvalget en drøftelse av behovet for regulering av nevnte forhold. I kapittel 3.2 drøfter utvalget om forvaltningslovens saksbehandlingsregler fortsatt bør gjøres gjeldende for markedsplassens avgjørelser. I kapittel 3.3 drøfter utvalget reglene om opplysningsplikt og sanksjoner. Kapittel 3.4 omhandler behovet for klageordninger.

3.2 Saksbehandlingsregler – bør forvaltningsloven fortsatt gjelde for markedssoperatørens beslutninger?

3.2.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandellden § 12-10 første ledd gjelder forvaltningsloven kapittel III som gir alminnelige regler om saksbehandling, kapittel IV om saksforberedelse ved enkeltvedtak, kapittel V om vedtaket og kapittel VIII om virkningen av feil og utsatt iverksetting for nærmere angitte beslutninger truffet av en markedssoperatør. Dette gjelder når markedssoperatøren beslutter om et finansielt instrument skal tas opp til handel etter verdipapirhandellden § 12-2 eller § 13-2, om instrumentet skal strykes eller suspenderes etter § 12-3 og om noen kan være medlem på markedet etter § 12-4. I tillegg omfattes beslutninger om ileggelse av tvangsmulkt etter verdipapirhandellden § 12-8 og overtredelsesgebyr etter § 12-9 (beslutninger om tvangsmulkt og gebyr behandles særskilt i kapittel 3.3).

Samtidig gir verdipapirhandellden regler som gjelder markedssoperatørens beslutninger. Verdipapirhandellden § 12-2 fastsetter at regulerte markeder skal ha klare og oversiktlige regler om opptak av finansielle instrumenter til handel. Reglene skal sørge for at finansielle instrumenter kan handles på en rettferdig, velordnet og effektiv måte.

Bestemmelser om suspensjon og strykning fra regulert marked er gitt i verdipapirhandellden § 12-3 som fastsetter at markedssoperatøren kan suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel hvis det ikke lenger tilfredsstillende det regulerte markedets vilkår. Markedsoperatøren kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis dette kan medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon. Den som suspenderer eller stryker et finansielt instrument fra handel på et regulert marked, skal umiddelbart offentlig-

gjøre beslutningen og informere Finanstilsynet om dette. Finanstilsynet skal kreve at andre handelsplasser og systematiske internaliserere¹ som handler det aktuelle finansielle instrumentet, suspenderer eller stryker instrumentet fra handel dersom beslutningen om suspensjon eller strykning er begrunnet i overtakelsestilbud, mistanke om markedsmissbruk eller manglende offentliggjøring av innsidainformasjon om utstederen eller det finansielle instrumentet, med mindre dette kan medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets funksjon. Finanstilsynet skal umiddelbart offentliggjøre beslutningen og gi ESMA og relevante tilsynsmyndigheter i andre EØS-stater, opplysninger om dette.

Det er også gitt regler i verdipapirforskriften. Verdipapirforskriften § 12-1 gir nærmere regler om opptak til handel. Her fremgår det at markedsoperatøren skal stille vilkår for opptak av finansielle instrumentene til handel på regulert marked. Etter samme bestemmelse kan markedsoperatøren fastsette nærmere regler om utsteders rettigheter og plikter som følge av opptak til handel på det regulerte markedet. I § 12-2 innarbeides tre forordninger som gir regler om henholdsvis opptak av finansielle instrumenter til handel på regulerte markeder, strykning og suspensjon av handel med finansielle instrumenter og formatet og tidspunktene for meddelelser om og offentliggjøring av strykning og suspensjon av handel med finansielle instrumenter.²

Verdipapirhandelloven § 12-4 fastsetter at et regulert marked skal ha oversiktlige og ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier om medlemskap på- og tilgang til markedet, og gir nærmere regler om hva reglene skal inneholde.

Regler om opptak til handel, strykning og suspensjon på MHF og OHF er gitt i verdipapirhandelloven §§ 9-26 følgende. Reglene er i stor grad sammenfallende med dem som gjelder for

regulerte markeder, blant annet er kommisjonsforordningene som er nevnt over, også gjort gjeldende for disse handelsplassene. Forvaltningslovens regler er imidlertid ikke gjort gjeldende for avgjørelser truffet av MHF eller OHF, men verdipapirhandelloven § 9-30a fastsetter at departementet kan gi forskrifter om at § 12-10 helt eller delvis skal gjelde for operatør av multilateral handelsfasilitet og organisert handelsfasilitet. Departementet kan fastsette bestemmelser om saksbehandlingen for beslutninger fattet av operatør av multilaterale handelsfasiliteter og organiserte handelsfasiliteter og bestemmelser om klage, omgjøring og klageordning for slike beslutninger, herunder at § 12-11 om klagenemnd skal gjelde tilsvarende. Forskrifter er ikke gitt.

3.2.2 Utvalgets vurderinger

Regulerte markeders kjernevirksomhet er å ta opp finansielle instrumenter til handel og å organisere handelen i instrumentene. Markedsoperatøren skal være organisert som et allmennaksjeselskap med mindre det er gitt særskilt tillatelse til noe annet.

Utvalget bemerker at markedsoperatøren treffer en rekke beslutninger av stor betydning både for markedet som sådant og for markedsdeltakerne som et ledd i sin virksomhetsutøvelse. Historisk har beslutningenes rettslige status endret seg i takt med at de regulatoriske og faktiske forutsetningene for virksomheten har gjennomgått store forandringer. Dagens regulering må ses i lys av denne utviklingen.

Opprinnelig ble børsens avgjørelser med betydning for markedsdeltakerne betraktet som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Bildet ble imidlertid endret ved privatiseringen av Oslo Børs og endrede regulatoriske og konkurransemessige rammebetingelser for drift av regulerte markeder i Europa. I dag er etableringshindre bygget ned og de regulerte markedene drives i fri konkurranse.

Spørsmålet om børsens avgjørelser skal regnes som forvaltningsvedtak er drøftet flere ganger i lys av rettsutviklingen, blant annet i Ot.prp. nr. 73 (1999–2000) kapittel 8.1.2. Justisdepartementets høringsuttalelse til utredningen som lå til grunn for proposisjonen, er gjengitt i proposisjonen. Justisdepartementet fremholdt at spørsmålet om børsens vedtak skulle regnes som forvaltningsvedtak var tvilsomt. De pekte blant annet på at et moment i vurderingen ville være om børsen var et faktisk monopol, slik at vurderingen ville kunne stille seg annerledes dersom det «opprettes flere børser i

¹ Med systematisk internaliserer menes et verdipapirforetak som på organisert, regelmessig og systematisk måte og i et betydelig omfang, handler for egen regning ved utførelse av kundeordre utenfor handelsplass uten å drive et multilateralt system, se verdipapirhandelloven § 2-7 tiende ledd.

² Forordning (EU) 2017/568 om utfylling av verdipapirmarkedsdirektivet med hensyn til tekniske reguleringsstandarder for opptak av finansielle instrumenter til handel på regulerte markeder, Forordning (EU) 2017/569 om utfylling av verdipapirmarkedsdirektivet med hensyn til tekniske reguleringsstandarder for strykning og suspensjon av handel med finansielle instrumenter og Forordning (EU) 2017/1005 om fastsettelse av tekniske gjennomføringsstandarder for formatet og tidspunktene for meddelelser om og offentliggjøring av strykning og suspensjon av handel med finansielle instrumenter i henhold til verdipapirmarkedsdirektivet.

Norge, eller det blir vanligere å omsette norske aksjer på utenlandske børser». Justisdepartementet fremholdt videre at kriteriet «utøvelse av offentlig myndighet» tok sikte på å avgrense vedtaksbegrepet mot offentlige organers disposisjoner av privatrettslig karakter. Justisdepartementet mente at:

«Et kjernesporsmål blir etter dette om bestemmelsene i utkastet til lov utgjør selve grunnlaget for børsens ulike avgjørelsestyper, eller om grunnlaget er den private autonomi, slik at loven heller stiller opp begrensninger og en nærmere regulering av utøvingen av den private autonomien. Enkeltvedtak og forskrifter må avgrenses mot avgjørelser som har sitt grunnlag i blant annet forretningsvilkår, herunder standardvilkår, som ikke har et særskilt offentligrettslig kompetansegrunnlag.»

Med dagens faktiske og regulatoriske forutsetninger er det som nevnt ikke lenger naturlig å betrakte markedsoveratørens vedtak om opptak til handel, suspensjon, strykning og medlemskap etter lovens kapittel 11 til 13 som utøvelse av offentlig myndighet. Virksomheten som regulert marked drives ikke lenger i en monopolsituasjon hverken rettslig eller faktisk. Etter dagens regelverk er det etableringsfrihet og konkurranse mellom de regulerte markedene, ikke minst på tvers av landegrensene i EØS. Selv om virksomheten er strengt lovregulert, har markedsoveratørens avgjørelser sitt utgangspunkt i forretningsdriften og ikke i et offentligrettslig kompetansegrunnlag. Verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter setter begrensninger og stiller detaljerte krav til virksomheten, men det er forretningsvirksomheten som utgjør grunnlaget for virksomheten.

Når dette er sagt, understreker utvalget at regulerte markeder driver virksomhet av stor samfunnsmessig betydning. Det er dermed sentralt at rammeverket rundt markedsoveratørens avgjørelser, herunder krav til saksbehandling, bidrar til et velfungerende marked med høy tillit blant både utstedere og investorer. Dette er også bakgrunnen for at forvaltningsloven er gjort gjeldende for nærmere angitte beslutninger truffet av markedsoveratøren, i tillegg til at markedsoveratøren frem til nå har utført enkelte myndighetsoppgaver slik at deler av virksomheten uansett har vært omfattet av forvaltningslovens regler.

Etter utvalgets forslag vil ikke lenger markedsoveratøren utføre myndighetsoppgaver. Utvalget mener at både rettslig og faktisk utvikling tilsier at det ikke lenger er hensiktsmessig å lovfeste at

hovedtyngden av forvaltningslovens saksbehandlingsregler skal gjelde for beslutninger fattet som et ledd i markedsoveratørens forretningsmessige virksomhet. Utvalget viser til at de hensynene som ivaretas ved at forvaltningsloven gjøres gjeldende, i dag også ivaretas gjennom verdipapirhandelloven. Gjennomføring først av MiFID I og siden MiFID II med tilhørende forordninger, innebærer at tillatelse og drift av ulike handelsplasser for finansielle instrumenter er gjennomregulert i verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter. Her gis det omfattende regler for handelsplassenes virksomhetsutøvelse. De senere års rettsutvikling, hvor det gis detaljerte og fullharmoniserte regler for verdipapirhandelen i hele EØS-området, innebærer således at behovet for ytterligere regler er kraftig redusert. Handelsplassene er i henhold til regelverket også forpliktet til å ha interne rutiner, handelsregler og forretningsvilkår som sikrer forsvarlig drift av virksomheten, i dette inngår at det treffes avgjørelser basert på en forsvarlig saksbehandling.

At markedsplassens beslutninger i tillegg til verdipapirhandellovens detaljerte regler er underlagt et omfattende regelverk beregnet på offentlig myndighetsutøvelse, kan etter utvalgets syn skape unødvendige utfordringer for norske markedsoveratører. Selv om enkelte av reglene i forvaltningsloven, for eksempel om krav til begrunnelse og kontradiksjon, kan egne seg for handelsplassens beslutninger i gitte situasjoner, er mange av reglene i forvaltningsloven lite treffende. Dette gjelder for eksempel en rekke av bestemmelsene i kapittel III. Mange av kravene som stilles i forvaltningsloven, for eksempel krav til likebehandling og transparens, vil uansett kunne utledes av reglene i verdipapirhandelloven. Verdipapirhandelloven har også omfattende regler om håndtering av interessekonflikter. Utvalget legger dermed til grunn at regulerte markeder vil ivareta kravene til forsvarlig saksbehandling og innta saksbehandlingsregler som er tilpasset virksomheten i egne regler og forretningsvilkår.

Utvalget bemerker videre at handelsplassene er underlagt Finanstilsynets tilsyn. Det må legges til grunn at Finanstilsynet følger nøye med på at avgjørelser av stor betydning for markedsdeltakerne treffes på grunnlag av forsvarlig saksbehandling hos markedsplassen og i samsvar med verdipapirhandellovens regler. Når det gjelder avgjørelser om strykning og suspensjon skal Finanstilsynet varsles umiddelbart. Det vil være en del av Finanstilsynets løpende dialog med markedsplassen å innhente nærmere opplysninger om disse beslutningene. Finanstilsynet skal også

offentliggjøre avgjørelsene og varsle ESMA. Dersom Finanstilsynet mener at operatørens vedtak er i strid med verdipapirhandelloven, vil Finanstilsynet kunne pålegge operatøren å rette forholdet og eventuelt sanksjonere overtredelsen.

Utvalget mener på denne bakgrunn at det ikke lenger bør lovfestes at forvaltningslovens saksbehandlingsregler skal gjelde for regulerte markeds beslutninger. Utvalget foreslår dermed at verdipapirhandelloven § 12-10 oppheves. Utvalget mener at det isteden bør gis en forskriftsbestemmelse som gir mulighet for å gi regler om saksbehandling, dersom det skulle vise seg at det er behov for mer avgrensede saksbehandlingsregler som ivaretar konkrete formål, enten ved å lage egne regler i verdipapirforskriften eller ved å gi enkelte, konkrete bestemmelser i forvaltningsloven tilsvarende anvendelse. Utvalget foreslår at det utarbeides en forskriftsbestemmelse i ny § 12-8. En forskriftshjemmel som gir mulighet for å gi saksbehandlingsregler er allerede utarbeidet for MHF og OHF i verdipapirhandelloven § 9-30a. Utvalget foreslår at § 9-30a omarbeides i tråd med forslagene her.

3.3 Reglene om markedsplassens adgang til å treffe tiltak og ilegge sanksjoner

3.3.1 Innledning

Som utvalget fremholder i kapittel 3.2.2 er drift av regulerte markeder konsesjonspliktig virksomhet med stor samfunnsmessige betydning. Etter verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter påhviler det derfor markedsoperatøren en rekke plikter, for eksempel til å drive effektiv markeds- overvåking og å sørge for at markedets regler blir fulgt av aktørene. For å ivareta disse pliktene, må markedsoperatøren ha tilstrekkelige virkemidler til rådighet. MiFID II med tilhørende direktiver og forordninger gir ingen regler om hvilke virkemidler markedsoperatøren skal ha til rådighet for å ivareta sine forpliktelser etter regelverket. Idet MiFID II ikke har regler, er det lagt til grunn at det kan gis nasjonale regler, se NOU 17: 1 kapittel 3.3.4.3 og Prop. 77 L (2017–2018) hvor det henvises til NOU 2017: 1 i merknaden til verdipapirhandelloven § 12-2. Verdipapirhandelloven kapittel 12 gir nasjonale regler som gir markedsoperatøren rett til å kreve opplysninger, samt adgang til i visse tilfeller å ilegge løpende mulkt og overtredelsesgebyr. Utvalget vurderer nedenfor behovet for endringer i regelverket med utgangspunkt i gjeldende regler.

3.3.2 Rett til å kreve opplysninger, taushetsplikt og habilitet

3.3.2.1 Gjeldende rett

Som ledd i virksomhetsutøvelsen har markedsoperatøren plikt til å påse at reglene som gjelder på markedet overholdes. Herunder skal markedsoperatøren påse at utstederne oppfyller sine informasjonsplikter og plikten til å utarbeide prospekt, se verdipapirhandelloven § 12-2 tredje ledd. Regulerte markeder skal videre overvåke innsendte ordrer, kanselleringer av ordrer og transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, herunder reglene om markedsmissbruk, markedets egne regler og andre rettsstridige handelsforhold, samt forstyrrelser i handelssystemet knyttet til et finansielt instrument, se verdipapirhandelloven § 12-5. På denne bakgrunn er det gitt nasjonale regler som fastsetter at markedsoperatøren uten hinder av taushetsplikt har rett til å kreve opplysninger som er nødvendige for at markedsoperatøren skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter fra en utsteder av finansielle instrumenter som er eller søkes tatt opp til handel på det regulerte markedet, og utstederens tillitsvalgte og ansatte, se verdipapirhandelloven § 12-2 syvende ledd. Regler om opplysningsplikt for medlemmer på det regulerte markedet er gitt i § 12-4 åttende ledd. For verdipapirsentral og sentral motpart er opplysningsplikten fastsatt i § 12-5 tredje ledd. Regler om taushetsplikt er gitt i verdipapirhandelloven § 11-13. Det er gitt en habilitetsbestemmelse i § 11-14 og markedsoperatørens, ansattes og deres nærstående egenhandel reguleres av § 11-15.

Det er ikke gitt regler om plikt til å gi opplysninger til MHF og OHF, men verdipapirhandelloven § 9-30a fastsetter at reglene om opplysningsplikt i § 12-2 syvende ledd og § 12-4 åttende kan gjøres gjeldende ved forskrift. Regler om taushetsplikt for verdipapirforetak er gitt i § 10-5.

3.3.2.2 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at en grunnleggende forutsetning for å drive effektiv markeds- overvåking er at markedsoperatøren har nødvendige midler til å avklare faktum. Markedsoperatørens adgang til å innhente opplysninger uten hinder av taushetsplikt er derfor en forutsetning for at markedsoperatøren skal kunne utføre sine plikter etter loven. Uten en lovbestemmelse om markedsplassens rett til å kreve opplysninger uavhengig av taushetsplikt, vil den som skal gi opplysningene ikke kunne utlevere taushetsbelagte opplysninger uten

å komme i ansvar, uavhengig av om taushetsplikten hviler på lov eller et avtaleforhold. Å presisere at opplysninger *kan kreves* av markedsoperatøren og *gis uavhengig av taushetsplikt* av markedsdeltakeren, er dermed viktig og nødvendig både av hensyn til markedsoperatøren som trenger opplysningene for å utføre sine lovpålagte oppgaver, og for den som skal utlevere opplysningene og som trenger trygget for at opplysningene kan utleveres uten at vedkommende kommer i ansvar. En plikt til å utlevere opplysninger med grunnlag i markedsoperatørens egne regler og forretningsvilkår vil ikke løse behovet for å kunne gi taushetsbelagt informasjon på samme måte. Utvalget mener på denne bakgrunn at det er viktig at bestemmelsene som presiserer at markedsoperatøren kan kreve opplysninger uavhengig av taushetsplikt opprettholdes i loven.

Det er ikke fastsatt regler om opplysningsplikt overfor MHF og OHF, men det er gitt en forskriftshjemmel som fastsetter at reglene i § 12-2 syvende ledd og § 12-4 åttende ledd kan gjøres gjeldende i tilpasset form. Det er således lagt til rette for at reglene om rett til å kreve opplysninger kan gis anvendelse for MHF og OHF om det skulle vise seg å være behov for dette. Utvalget bemerker at markedsmissbruksforordningen utvider virkeområdet 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 multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet, eller har søkt om opptak til handel av de finansielle instrumentene på en multilateral handelsfasilitet. Operatøren av denne typen handelsplasser har også plikter i forbindelse med markedsovervåking og skal påse at utstedere og deltakere overholder regelverket som gjelder på handelsplassen. Utvalget mener på denne bakgrunn at operatøren av slike handelsplasser har et tilsvarende behov for å kunne innhente opplysninger som en markedsoperatør av et regulert marked. Utvalget foreslår at det utarbeides en forskriftsbestemmelse om opplysningsplikt overfor for MHF og OHF. Det vises til utkast til verdipapirforskrift § 9-38a.

Utvalget bemerker videre at bestemmelser som gir adgang til å innhente og gi taushetsbelagte opplysninger nødvendigvis må følges opp med bestemmelser om taushetsplikt, slik at informasjonen ikke kommer uvedkommende i hende. Verdipapirhandelloven § 11-13 gir regler om taushetsplikt som dekker behovet. Bestemmelsen er imidlertid videreført gjennom flere lovendringer kun med enkelte justeringer og tilføyelser, sist

ved gjennomføring av MiFID II. Utvalget bemerker at bestemmelsen er utformet med tanke på at markedsoperatøren også har vært tillagt enkelte myndighetsoppgaver. Når disse oppgavene overføres til Finanstilsynet, er det naturlig å vurdere bestemmelsens ordlyd på nytt. Utvalget mener bestemmelsen kan forenkles. Utvalget mener for det første at henvisningen til forvaltningsloven §§13a til 13 e ikke bør videreføres. Utvalget kan ikke se at det er behov for at bestemmelsene skal gjelde etter at myndighetsoppgavene er overført til Finanstilsynet. Bestemmelsen gir også forskriftshjemmel både i fjerde og sjette ledd. En forskriftshjemmel er imidlertid tilstrekkelig. Tredje ledd dekkes av bestemmelsene i kapittel 19 og fjerde ledd vil ikke lenger ha noen praktisk anvendelse dersom myndighetsoppgavene faller bort. Utvalget bemerker at det er gitt en bestemmelse om taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte i § 10-5. Utvalget viser til at denne bestemmelsen er nyere og mer innrettet på taushetsplikt om forhold som noen får kjennskap til gjennom konsesjonspliktig virksomhetsutøvelse. Utvalget foreslår at § 11-13 gis ny utforming etter mønster av § 10-5. Utvalget viser til at det i seg selv er et poeng at regelverket er konsistent og at ubegrunnede forskjeller i ordlyd elimineres. Likelydende regler om taushetsplikt vil etter forslaget finnes i § 11-13 for markedsoperatører for regulerte markeder og i § 10-5 for verdipapirforetak.

Utvalget foreslår å oppheve de nasjonale reglene om habilitetskrav for tillitsvalgte og ansatte hos en markedsoperatør i verdipapirhandelloven § 11-14 og verdipapirforskriften § 11-4. Utvalget bemerker at kravene til habilitet er videreført fra tidligere børslov og skal ivareta behov knyttet til at markedsoperatøren har vært tillagt enkelte myndighetsoppgaver. I denne utredningen foreslår utvalget å overføre de siste myndighetsoppgavene til Finanstilsynet. Utvalget kan ikke se at det er behov for lovfestede habilitetsregler for ansatte og tillitsvalgte for å ivareta den forretningsmessige delen av virksomheten ved siden av verdipapirhandellovens regler om interessekonflikter og habilitetsregelen i allmennaksjeloven § 6-27. Utvalget bemerker i tillegg at markedsoperatøren selv har en sterk interesse i å lage interne regler som hindrer interessekonflikter mellom de ansatte og tillitsvalgte, markedsoperatøren selv og markedsoperatørens kunder.

Endelig viser utvalget til de nasjonale bestemmelsene om egenhandel for ansatte i en markedsoperatør og deres nærstående som følger av verdi-

papirhandelloven § 11-15 annet og tredje ledd, samt verdipapirforskriften §§ 11-5, 11-6 og 11-7. Utvalget påpeker at også disse bestemmelsene er begrunnet i at markedsoperatøren er tillagt enkelte myndighetsoppgaver, se NOU 2018: 1 pkt. 8.2.3.9. Idet markedsoperatøren etter forslaget ikke lenger vil utføre noen oppgaver som innebærer offentlig myndighetsutøvelse, foreslår utvalget at også verdipapirhandelloven § 11-15 annet og tredje ledd samt verdipapirforskriften §§ 11-5, 11-6 og 11-7 skal oppheves. Verdipapirhandelloven § 11-8 annet ledd (som gjennomfører MiFID II artikkel 45) setter krav til at markedsoperatøren skal organiseres på en måte som bla. forhindrer interessekonflikter og som fremmer markedets integritet. Dette kravet vil kunne være relevant for de interne retningslinjer den enkelte markedsoperatør anvender for egenhandel og rapportering av investeringer.

3.3.3 Tvangsmulkt

3.3.3.1 Gjeldende rett

Ved pålegg etter verdipapirhandelloven § 12-2 syvende ledd og § 12-4 åttende ledd om opplysningsplikt, kan markedsoperatøren fastsette en tvangsmulkt som løper for hver dag som går etter utløpet av den fristen som er satt for oppfyllelse av pålegget, inntil pålegget er oppfylt. Dette fremgår av verdipapirhandelloven § 12-8 første ledd. Krav om opplysninger fra verdipapirsentral og sentral motpart kan imidlertid ikke følges opp med tvangsmulkt. Etter § 12-8 annet ledd kan det gis nærmere forskrifter om tvangsmulkt. Slike regler er gitt i verdipapirforskriften §§ 12-9 og 12-11. Verdipapirforskriften § 12-9 gir nærmere regler om tvangsmulktenes størrelse og fastsetter at klage på tvangsmulkt ikke gir oppsettende virkning. Verdipapirforskriften § 12-11 gir felles regler for tvangsmulkt og overtredelsesgebyr som ilegges etter reglene om markedsoperatørens egne vedtak i kapittel 12 og tvangsmulkt og overtredelsesgebyr som markedsoperatøren ilegges som ledd i delegert eller lovpålagt myndighetsutøvelse. Bestemmelsen fastsetter at markedsoperatørens vedtak om tvangsmulkt er tvangsgrunnlag for utlegg og at det skal svares forsinkelsesrente etter lov om renter ved forsinket betaling m.m. Tvangsmulkten tilfaller etter bestemmelsens tredje ledd statskassen, men markedsoperatøren kan helt eller delvis ettergi tvangsmulkt i medhold av fjerde ledd dersom særlige grunner tilsier det. Femte ledd gir regler om innkreving og forfall.

3.3.3.2 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at reglene om tvangsmulkt er videreført med kun språklige endringer gjennom flere revisjoner av lovverket, uten at behovet er drøftet nærmere. Bestemmelsene kommer til anvendelse der utsteder eller medlem på markedet ikke etterkommer markedsoperatørens pålegg om å gi opplysninger. Det skilles ikke mellom tilfeller der retten til å kreve opplysninger springer ut av et offentligrettslig kompetansegrunnlag (delegert tilsyn med løpende informasjonsplikt og rollen som tilbudsmyndighet) og tilfeller der hjemmelen for å kreve opplysninger har grunnlag i virksomhetsreglene i lovens kapittel 12. I begge tilfeller tilfaller tvangsmulkten staten.

I denne utredningen foreslår utvalget at alle oppgaver med offentligrettslig kompetansegrunnlag overføres fra markedsoperatøren til Finanstilsynet. Det vil dermed ikke lenger være aktuelt for markedsoperatøren å ilegge tvangsmulkt som et ledd i delegert eller lovpålagt myndighetsutøvelse. Spørsmålet som gjenstår, er dermed om markedsoperatøren bør ha en *lovhjemlet* rett til å ilegge tvangsmulkt dersom utsteder eller medlem på regulert marked unnlater å gi opplysninger som markedsoperatøren krever med grunnlag i virksomhetsreglene i kapittel 12.

Som omtalt i kapittel 3.3.2 er retten til å kreve opplysninger fra utstedere og medlemmer på markedet en grunnleggende forutsetning for at markedsoperatøren skal kunne ivareta sin forpliktelse til å drive effektiv markedsovervåkning. At markedsplassen har tilstrekkelig effektive midler til å overvåke at både lovregler og markedets egne regler og forretningsvilkår overholdes, er viktig både for å ivareta de viktige samfunnsmessige hensyn markedet skal ivareta, for det regulerte markedet selv og for deltakerne i markedet. Utvalget bemerker imidlertid at det ikke er noen forutsetning for at en regel om opplysningsplikt skal være tilstrekkelig effektiv, at den er fulgt opp med en lovbestemmelse om tvangsmulkt ved manglende oppfyllelse av opplysningsplikten. Bestemmelsene i verdipapirhandelloven § 12-2 syvende ledd og § 12-4 åttende ledd om at markedsoperatøren kan kreve opplysninger fra utstedere og medlemmer på markedet uten hinder av lovbestemt taushetsplikt, vil i de aller fleste tilfeller være tilstrekkelig til at opplysninger faktisk gis. Ikke minst gjelder dette fordi bestemmelsene skaper klarhet om at markedsdeltakeren kan gi opplysninger uten å komme i konflikt med sine eventuelle taushetsplikter.

Utvalget bemerker at en lovhjemlet adgang til å ilegge tvangsmulkt for å fremtvinge opplysninger er et kraftfullt virkemiddel som normalt stilles til disposisjon for offentlige myndigheter. Utvalget mener at den arbeidsfordeling det nå legges opp til mellom Finanstilsynet og markedsplassen, tilsier at lovhjemlet adgang til å ilegge tvangsmulkt bør reserveres for Finanstilsynet. Utvalget bemerker at verdipapirhandelloven § 12-5 annet ledd fastsetter at markedsoperatøren for det regulerte markedet umiddelbart skal gi melding til Finanstilsynet ved mistanke om vesentlige brudd på relevante lover og forskrifter, markedets egne regler eller andre rettsstridige handelsforhold. Dersom utsteder eller medlem på markedsplassen ikke medvirker til at markedsoperatøren kan ivareta sine lovpålagte oppgaver ved å gi opplysninger til markedsoperatøren slik loven krever, er dette et forhold som markedsoperatøren kan være forpliktet til å informere tilsynsmyndigheten om. Dersom Finanstilsynet har mistanke om at verdipapirhandellovens regler er overtrådt, vil Finanstilsynet kunne innhente nødvendige opplysninger fra utsteder og medlem på markedet og treffe tiltak eller sanksjonere overtredelsen. Finanstilsynet kan ilegge tvangsmulkt etter § 19-10 dersom noen ikke følger pålegg om å gi opplysninger til tilsynsmyndigheten. Utvalget kan ikke se at det samtidig er hensiktsmessig at loven fastsetter at det regulerte markedet skal kunne treffe vedtak om tvangsmulkt, og mener dessuten det kan gi opphav til diskusjon om hvem som kan holdes ansvarlig for markedsoperatørens vedtak at tvangsmulkten tilfaller staten.

Markedsoperatøren har imidlertid et selvstendig behov for å sørge for at markedets egne regler og forretningsvilkår overholdes av utstedere og medlemmer. Opplysningsplikten ivaretar også dette forholdet. Ved undersøkelser av eventuelle brudd på markedets egne regler og forretningsvilkår vil markedsplassen kunne ha behov for å fremtvinge opplysninger. Slik utvalget ser det, kan imidlertid markedsoperatøren selv sørge for å ha forretningsvilkår som ivaretar behovet de har for å gripe inn overfor markedsdeltakerne; for eksempel ved å ta inn regler om tvangsmulkt eller gebyr ved forsinket oppfyllelse av plikten til å medvirke til markedsoperatørens undersøkelser i forretningsvilkårene.

Når utsteder eller medlem på et regulert marked ikke medvirker til å utlevere opplysninger som markedsoperatøren trenger til å utføre sine lovpålagte oppgaver, vil markedsoperatøren dessuten i kraft av sin plikt til å sørge for at utstedere og medlemmer til enhver tid oppfyller kravene til

å være tatt opp til handel eller medlem, måtte vurdere om utsteder skal strykes eller om medlemskapet skal opphøre.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 12-8 med tilhørende forskrifter oppheves.

3.3.4 Overtredelsesgebyr

3.3.4.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven § 12-9 kan markedsoperatøren gi overtredelsesgebyr for brudd på nærmere angitte bestemmelser som gjelder for virksomheten på markedsplassen. Markedsoperatøren kan etter bestemmelsen pålegge utstedere av finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på vedkommende regulerte marked eller medlemmer på vedkommende regulerte marked, å betale et overtredelsesgebyr ved brudd på § 11-20 om avtaler med prisstiller, § 11-21 om algoritmehandel, § 11-22 om direkte elektronisk tilgang, § 11-25 om synkronisering, samt overtredelse av virksomhetsreglene i lovens kapittel 12, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene. Etter bestemmelsen kan det også gis overtredelsesgebyr ved vesentlige brudd på et regulert markeds regler eller forretningsvilkår.

Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen. Slike regler er gitt i verdipapirforskriften § 12-10 som gir nærmere regler om overtredelsesgebyrenes størrelse. For utstedere beregnes overtredelsesgebyr ut fra noteringsavgiften og for medlemmer er det gitt regler om maksimumsbeløp. Det fastsettes videre at vedtak om overtredelsesgebyr samt begrunnelsen som hovedregel skal offentliggjøres og det gis regler om foreldelse.

Verdipapirforskriften § 12-11 første ledd fastsetter at vedtak om overtredelsesgebyr truffet av en markedsoperatør med hjemmel i verdipapirhandelloven § 12-9 ikke er tvangsgrunnlag for utlegg. Tredje ledd fastsetter at overtredelsesgebyr truffet av en markedsoperatør med hjemmel i verdipapirhandelloven § 12-9 tilfaller markedsoperatøren.

Det er ikke gitt regler om overtredelsesgebyr for MHF og OHF, men verdipapirhandelloven § 9-30a fastsetter at reglene i § 12-9 kan gjøres gjeldende for MHF og OHF ved forskrift. Forskriftshjemmelen er ikke benyttet.

3.3.4.2 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at gjennomføring av de nye direktivene og forordningene på verdipapirområdet

det har ført til store endringer i tilsyns- og sanksjonssystemet. Tilsynsmyndighetens rolle er styrket på flere viktige områder. Finanstilsynet er etter de nye bestemmelsene gitt kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på de aller fleste materielle bestemmelser i verdipapirhandelloven, herunder overtredelse av bestemmelsene i lovens kapittel 11 og 12. Det er gitt maksimumssetninger for overtredelsesgebyr som er felles i hele EØS og de nasjonale tilsynsmyndighetene samarbeider i økende grad om enhetlig praktisering av regelverket for å unngå regelverksarbitrasje.

Utvalget kan ikke se at det er hensiktsmessig å opprettholde lovbestemmelser om at også markedsoperatøren kan gi overtredelsesgebyr for brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser. Riktignok er markedsoperatøren forpliktet til å overvåke at utstedere og medlemmer på det regulerte markedet overholder lovverket som gjelder for markedsplassen, men utvalget mener at sanksjonering av overtredelser av verdipapirhandelloven bør forbeholdes Finanstilsynet som er den offentlige myndigheten med ansvar for å føre tilsyn med at verdipapirhandellovens regler overholdes. At verdipapirhandelloven gir både Finanstilsynet og markedsoperatøren hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på enkelte av bestemmelsene i loven, reiser spørsmål i flere ulike retninger. Selv om bestemmelsen i § 12-9 er endret, slik at gebyret nå tilfaller markedsplassen, kan det reises spørsmål om staten er ansvarlig for

vedtaket. Det vises til at Børsklagenemnden etter gjeldende rett behandler klage på vedtaket og at staten kan gå inn som partshjelper eller overta saken, der det reises søksmål mot Børsklagenemndens avgjørelser. Det kan videre oppstå spørsmål om dobbeltforfølgning dersom Finanstilsynet og markedsoperatøren ilegger gebyr for samme forhold. På det praktiske plan kan det by på problemer at markedsoperatørens utmålingspraksis vil kunne avvike fra tilsynsmyndighetens utmålingspraksis, ettersom forskjellige utmålingsprinsipper er lagt til grunn. Størrelsen på gebyret for en overtredelse vil dermed kunne avhenge av om det er tilsynsmyndigheten eller markedsoperatøren som utsteder gebyret.

Utvalget bemerker imidlertid at markedsoperatøren er forpliktet til å sørge for at utstedere og medlemmer på det regulerte markedet overholder markedets egne regler og forretningsvilkår. Markedsoperatøren kan ha et reelt behov for effektive sanksjoner mot brudd på disse. Slik utvalget ser det, bør imidlertid markedsoperatøren selv sørge for å ha forretningsvilkår som ivaretar behovet for å sanksjonere markedsdeltakerne for brudd på egne regler og forretningsvilkår; for eksempel ved å ta inn regler om overtredelsesgebyr i forretningsvilkårene, slik Oslo Børs ASA har gjort i reglene for MHFen Euronext Growth.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 12-9 med tilhørende forskrifter oppheves.

Kapittel 4

Forslag om å legge ned Børsklagenemnden

4.1 Børsklagenemnden – gjeldende rett

Børsklagenemnden er et uavhengig, offentlig oppnevnt klageorgan som behandler klager på nærmere angitte vedtak truffet av regulerte markeder, se verdipapirhandelloven § 12-11. Etter verdipapirforskriften § 12-3 første ledd er Børsklagenemnden klageinstans for vedtak fattet av operatøren av en handelsplass som er gjenstand for klage. Vedtakene som kan påklages, er de samme vedtakene som etter verdipapirhandelloven § 12-10 omfattes av forvaltningslovens regler. Børsklagenemnden behandler dermed saker som gjelder tre typer forhold. For det første behandler Børsklagenemnden klager på vedtak som markedsoperatøren treffer i saker som gjelder løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring etter MAR på grunnlag av delegasjon av offentlig myndighet, herunder vedtak om sanksjonering av brudd på reglene. For det andre behandler Børsklagenemnden klager i saker som gjelder overtakelsestilbud hvor Oslo Børs er utpekt som tilbudsmyndighet i loven. Børsklagenemnden behandler også klager på nærmere angitte avgjørelser som det regulerte markedet treffer i *egenskap av å være markedsoperatør* etter verdipapirhandelloven kapittel 11 til 13. Dette er vedtak om opptak til- og strykning fra notering på regulert marked, vedtak som gjelder medlemskap på markedet og vedtak om dagmulkt og gebyr (børsbøter) for brudd på verdipapirhandellovens regler for markedsdeltakerne eller vesentlige brudd på markedets egne regler eller forretningsvilkår, se verdipapirhandelloven §§ 12-8 og 12-9. Etter endringer i verdipapirforskriften den 20. oktober 2020, er Børsklagenemnden også klageinstans for enkeltvedtak truffet av en markedsoperatør for en MHF eller OHF.

Det er gitt nærmere regler om Børsklagenemndens virksomhet i verdipapirhandelloven kapittel 12, avsnitt II. Regler om kompetanse, sammensetning og saksbehandling er også gitt i verdipapirforskriften kapittel 12 avsnitt II. Forvaltningsloven kommer til anvendelse for klage-

nemndens virksomhet med mindre annet følger av verdipapirhandelloven eller forskrifter gitt i medhold av loven. Det er også lagt til grunn at offentleglova gjelder. I verdipapirforskriften § 12-5 er det gitt regler om frister og fremgangsmåter i klageprosessen, innholdet av klage, tilsvare og muntlig forhandling mv. I klagesaken kan Børsklagenemnden prøve alle sider av saken.

I tillegg til å behandle klager, kan Børsklagenemnden opptre som voldgiftsrett i tvister mellom private parter etter regler fastsatt av departementet.

Klagenemnden består av fem medlemmer og fem varamedlemmer som oppnevnes av departementet for en periode på inntil fire år. Børsklagenemnden skal ha en leder og en nestleder som begge skal oppfylle lovens krav til å være høyesterettsdommer.

Klagenemndens utgifter dekkes av regulerte markeder på bakgrunn av en fordeling fastsatt av departementet etter forslag fra klagenemnden. Departementet fastsetter medlemmenes godtgjørelse. Det kan kreves gebyr for behandling av klagen. Departementet kan gi nærmere regler om når gebyr skal kreves, om gebyrenes størrelse og om innkrevingen. Departementet kan også gi regler om når en part kan bli tilkjent saksomkostninger fra det offentlige, og om en parts rett til dekning av saksomkostninger fra andre parter. Slike regler er gitt i verdipapirforskriften § 12-8.

Søksmål mot vedtak som er truffet av markedsoperatøren, kan ikke reises før klageadgangen er utnyttet. Klagenemnden kan i særlige tilfeller fatte vedtak om at det likevel kan reises søksmål mot avgjørelsen. Frist for søksmål er seks måneder fra det tidspunktet klagen er avgjort, eller tillatelse til søksmål er gitt. Søksmål mot vedtak truffet av markedsoperatøren for regulert marked, reises mot vedkommende foretak. Staten kan på ethvert trinn tre inn i saken som partshjelper og kan etter avtale med markedsoperatøren og overta saken.

Det er ikke gitt regler om klagebehandling for vedtak truffet av MHF og OHF men etter verdi-

papirhandelloven § 9-30 a kan det fastsettes regler om klageordning i forskrift. Forskrifter er ikke gitt.

4.2 EØS-rett

Det er ingen EØS-regler om klage på markedsoperatørens vedtak. Reglene om klage i verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter er nasjonale regler.

4.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at Børsklagenemnden i sin tid ble opprettet for å ivareta behovet for en klagenemnd der børsen utførte myndighetsoppgaver og fattet enkeltvedtak etter forvaltningsloven¹. I utredningens kapittel to foreslår utvalget å overføre de resterende myndighetsoppgavene (tilsynet den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring samt oppgaven som tilbudsmyndighet) fra Oslo Børs til Finanstilsynet. Ved en overføring av myndighetsoppgavene til Finanstilsynet, vil klager på Finanstilsynets vedtak behandles av klageorganet som behandler klager på Finanstilsynets øvrige vedtak. Etter dagens regler innebærer det at Finansdepartementet vil være klageorgan. (I kapittel 5 flg. foreslår utvalget at det opprettes en klagenemnd for en større gruppe vedtak fattet av Finanstilsynet.) Utvalgets forslag innebærer at markedsoperatøren ikke lenger vil treffe enkeltvedtak. Det er dermed ikke behov for å opprettholde Børsklagenemnden for å ivareta klageretten etter forvaltningsloven.

I utredningens kapittel tre har utvalget foreslått at bestemmelsene om løpende mulkt i verdipapirhandelloven § 12-8 og overtredelsesgebyr i § 12-9 oppheves, og at det overlates til markedsoperatøren å innta eventuelle regler om privatrettslige sanksjoner i sine interne regler og forretningsvilkår. I den grad markedsoperatøren innarbeider slike regler i forretningsvilkårene, må markedsoperatøren selv vurdere om det er behov for å opprette en klageordning for avgjørelsene i egne regler og forretningsvilkår. For Euronext Growth er det opprettet en egen klagenemnd og tatt inn regler om klage på vedtak om løpende mulkt og overtredelsesgebyr i MHFens handelsregler.

Spørsmålet som gjenstår, er om det bør opprettholdes et lovpålagt krav om at markedsoperatøren skal ha en klagenemnd for avgjørelser om opptak til notering, strykning og medlemskap på regulert marked. Disse sakene behandles i dag i Børsklagenemnden. Utvalget bemerker at avgjørelser om tilgang til markedet er av stor betydning for både utstedere, investorer og medlemmer. Børsklagenemnden har jevnlig behandlet vedtak om strykning, hvor klagerne enten har vært utstedere som har fått strøket sine aksjer, eller investorer som klager på at usteder har fått tillatelse til å stryke sine aksjer fra notering. Dette tilsier at det kan være behov for en klageordning. Behandling i klagenemnd legger for eksempel til rette for raske og rimelige avgjørelser, hvilket kan være i alle markedsaktørs interesse, herunder markeds plassens. Så langt utvalget kjenner til, stiller imidlertid ikke andre EØS-land lovpålagt krav om at markedsoperatøren skal opprette en klagenemnd for egne beslutninger, men overlater til partene å avtale nærmere regler for tvisteløsning mellom markedsoperatøren og markedsdeltakerne i markeds plassens egne regler og forretningsvilkår. Å opprettholde et lovfestet krav om en klageordning innebærer at norske markedsoperatører får lovpålagte krav som andre ikke har, og som innebærer økte utgifter på markeds plassens. Siden reglene om klageordning ble opprettet har det også skjedd en markert rettsutvikling. MiFID II stiller strenge krav til avgjørelsene, som er innarbeidet i verdipapirhandelloven kapittel 12. Dersom markedsoperatøren ikke overholder vilkårene i verdipapirhandelloven om opptak til notering, strykning og medlemskap, vil Finanstilsynet i kraft av sin rolle som tilsynsmyndighet kunne gi pålegg om at markedsoperatøren innretter seg i samsvar med lovens regler. Finanstilsynet kan dessuten beslutte at markedsoperatøren skal suspendere eller stryke et finansielt instrument på et regulert marked hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for opptak til handel etter verdipapirhandelloven § 12-3.

Utvalget mener at rettsutviklingen tilsier at det ikke lenger er grunnlag for å opprettholde et *lovpålagt krav* om at markedsoperatøren skal ha en egen klagenemnd. Utvalget legger til grunn at markedsoperatøren selv vil sørge for hensiktsmessige tvisteløsningsmekanismer knyttet til avgjørelser på markeds plassens, herunder vurdere behov for en klageordning. Dersom markedsoperatøren ikke oppretter en klagenemnd, vil tvist om tilgang til markeds plassens og om eventuelle privatrettslige sanksjoner kunne bringes inn for domstolene.

¹ Se for eksempel omtale av Børsklagenemnden i Ot.prp. nr. 73 (1999–2000) kapittel 10.

På bakgrunn av ovenstående foreslår utvalget at Børsklagenemnden legges ned. Utvalget foreslo i kapittel 3.2 å oppheve verdipapirhandelloven § 12-10 om forvaltningslovens anvendelse. Når utvalget også foreslår å legge ned Børsklagenemnden innebærer det at hele kapittel 12 II om Forvaltningslovens anvendelse, klagenemnd mv. med tilhørende forskrifter, kan oppheves. Utvalget foreslo i kapittel 3.2 at det i ny § 12-8 fastsettes

at departementet kan gi bestemmelser i forskrift om saksbehandlingen for beslutninger fattet av markedsoperatør for regulerte markeder. Utvalget foreslår at det i samme bestemmelse fastsettes at departementet kan gi regler om klage og klageordning for markedsoperatørens beslutninger dersom det senere skulle vise seg å være behov for å gi slike regler.

Kapittel 5

Klager på vedtak fra Finanstilsynet

5.1 Kort om mandat og videre fremstilling

I den videre fremstillingen vil utvalget vurdere om det skal opprettes en klagenemnd for Finanstilsynets vedtak på verdipapirmarkedsområdet og foreslå regler om organisering av denne. Herunder vil utvalget foreslå regler for innretning av klageordningen, oppnevning av medlemmer, saksbehandling, saksomkostninger og finansiering.

I det opprinnelige mandatet ble utvalget bedt om å utrede diverse spørsmål knyttet til at offentligrettslig kompetanse etter børs- og verdipapirlovgivningen er delegert til et regulert marked, herunder blant annet hvem som bør bære kostnadene ved behandling av klage på vedtak fattet av regulert marked i klagenemnd, om og i hvilke tilfeller klager skal ha krav på dekning av saksomkostnader når et vedtak blir endret til gunst for klager, hvem som skal være part når saker avgjort i klagenemnd bringes inn for domstolsbehandling, og hvem som skal være ansvarlig for erstatningsbetingende vedtak truffet av regulert marked og klagenemnd. I tilleggsmandatet ble utvalget bedt om å vurdere om den regulatoriske og markedsmessige utviklingen tilsier at delegasjonen av tilsynet med den løpende informasjonsplikten til operatør av regulert marked bør oppheves, og hvem som bør være tilbudsmyndighet. Utvalget foreslår å overføre oppgavene til Finanstilsynet, samt å oppheve bestemmelsene om klagenemnd og sanksjoner for markedsoperatøren. Forslagene innebærer at problemstillingene knyttet til markedsoperatørens beslutninger i det opprinnelige mandatet faller bort.

Det er ikke tvilsomt at staten vil være part i en sak om Finanstilsynets vedtak, enten klageinstansen er Finansdepartementet eller en oppnevnt klagenemnd, slik utvalget foreslår i dette kapitlet. Det er heller ikke tvil om at staten er ansvarlig for eventuelle erstatningsbetingende vedtak truffet av Finanstilsynet eller klageinstansen for vedtaket. Statens ansvar for eventuelle erstatningsbetingende vedtak følger på Finanstilsynets

område som ellers, av alminnelige erstatningsrettslige regler og ulovfestede prinsipper. Når de resterende myndighetsoppgavene overføres til Finanstilsynet, legger utvalget derfor til grunn at det ikke lenger er aktuelt å foreslå noen særskilt regulering av erstatningsansvaret for staten knyttet til de overførte oppgavene. Utvalget vil likevel nevne at enkelte av oppgavene som er foreslått overført fra markedsoperatøren til Finanstilsynet har mer til felles med domstolenes oppgave i sivile tvister enn tradisjonell forvaltningsvirksomhet. Tilbudsmyndighetens avgjørelser gjelder for eksempel i en rekke saker rettsspørsmål og tvister mellom en eller flere private parter som gjelder partenes formuesgoder (finansielle instrumenter). Eksempler er spørsmål om det foreligger tilbudsplikt og spørsmål knyttet til vederlag for tilbud, herunder tilbudspris. Mange saker om overtakelsestilbud ligger i grenselandet mellom børs- og verdipapirretten og selskapsretten. Uten en egen tilbudsmyndighet, ville slike saker vært løst som en tvist mellom partene for domstolen. Saker om overtakelsestilbud gjelder i mange tilfeller store verdier, de inneholder kompliserte faktiske og juridiske problemstillinger og de må avgjøres raskt. Bakgrunnen for direktivforpliktelsen om å opprette en egen tilbudsmyndighet, er blant annet de markedsmessige behovene for avgjørelser. Ut over den samfunnsmessige interessen i et velfungerende verdipapirmarked med høy grad av tillit blant aktørene, har imidlertid normalt ikke staten noen annen interesse i resultatet av en avgjørelse fra tilbudsmyndigheten i den enkelte rettstvist om overtakelsestilbud enn staten ville hatt dersom saken ble avgjort av en domstol.

5.2 Klageordning – Gjeldende rett

Parter eller andre med rettslig klageinteresse har klagerett etter forvaltningsloven. Klager på enkeltvedtak truffet av Finanstilsynet behandles av Finansdepartementet etter forvaltningsloven §§ 28 flg. om klage. Hovedregelen i forvaltnings-

loven § 28 er at klage over et forvaltningsvedtak avgjøres av det forvaltningsorganet som er nærmest overordnet organ til organet som har truffet vedtaket. I tillegg har det overordnede organet på visse vilkår myndighet til å omgjøre førsteinstansens vedtak av eget tiltak etter forvaltningsloven § 35. Det følger av forvaltningsloven § 34 at klageinstansen som hovedregel kan prøve alle sider av en sak, herunder forvaltningsskjønnet og sider av saken som ikke er påklaget eller behandlet av underinstansen. Klageinstansen er forpliktet til å vurdere de synspunkter som klager kommer med. Klageinstansen har videre plikt til å påse at saken er så godt opplyst som mulig før vedtak treffes, jf. forvaltningsloven § 17. Av hensyn til klageren er adgangen til å endre vedtaket begrenset. Etter forvaltningsloven § 34 tredje ledd kan vedtaket ikke endres til skade for klageren, med mindre dennes interesser må vike for hensynet til andre privatpersoner eller offentlige interesser. Melding om slik endring må være sendt klageren innen 3 måneder etter at underinstansen mottok klagen. Begrensningene gjelder ikke når vedtaket også er påklaget av en annen klager, og dennes klage finnes begrunnet. Av hensyn til den vedtaket gjelder er også overordnet organs adgang til å omgjøre vedtak av eget tiltak begrenset. Overordnet organ kan bare omgjøre vedtak uten at det er påklaget dersom endringen ikke er til skade for noen som vedtaket retter seg mot eller direkte tilgodeser, underretning om vedtaket ikke er kommet fram til vedkommende og vedtaket heller ikke er offentlig kunngjort, eller vedtaket må anses ugyldig. Dersom hensynet til andre privatpersoner eller offentlige interesser tilsier det, kan overordnet myndighet omgjøre underordnet organs vedtak til skade for den som vedtaket retter seg mot eller direkte tilgodeser, selv om nevnte vilkår ikke er oppfylt. Melding om at vedtaket vil bli overprøvd, må i så fall sendes vedkommende innen tre uker etter at det ble sendt melding om vedtaket, og melding om at vedtaket er omgjort må sendes vedkommende innen tre måneder etter samme tidspunkt. Gjelder det overprøving av vedtak i klagesak, må melding om at vedtaket er omgjort sendes vedkommende innen tre uker.

Verdipapirhandelloven § 19-12 fastsetter at departementet kan utarbeide forskrifter om at en klagenemnd skal avgjøre klager på vedtak knyttet til utstederforetakenes periodiske rapportering, jfr. § 19-1 annet ledd jfr. femte ledd. I verdipapirforskriften § 17-11 flg. er det fastsatt at en klagenemnd skal opprettes og gitt nærmere regler for nemnda. Reglene er imidlertid ikke satt i kraft og noen klagenemnd er ikke opprettet.

Der Finanstilsynets kompetanse til å føre tilsyn med overholdelsen av reglene om løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring er delegert til markedsoperatøren for regulert marked etter bestemmelsene i verdipapirhandelloven § 19-1 tredje ledd jf. verdipapirforskriften § 17-1, behandles klage over vedtakene som fattes av Børsklagenemnden. Det samme gjelder klager på vedtak i saker om overtakelsestilbud. Forvaltningslovens regler gjelder tilsvarende for Børsklagenemndens vedtak, jf. verdipapirhandelloven § 12-10 annet ledd og § 12-11 tredje ledd. Også Børsklagenemnden kan prøve alle sider av vedtaket. Verdipapirhandelloven § 12-10 tredje ledd gir adgang til å gjøre unntak fra saksbehandlingsreglene i forvaltningsloven. Det er gitt flere regler som avviker fra forvaltningslovens regler, blant annet om finansiering og frister. Dette kommer utvalget tilbake til i kapittel 6. En nærmere redegjørelse for Børsklagenemndens virksomhet og kompetanse er gitt i kapittel 4.

5.3 Kort om betydningen av EØS-rett

Det EØS-rettslige utgangspunktet er at EØS-sta-
tene har prosessuell og organisatorisk autonomi. Dette innebærer at det er opp til statene selv å bestemme hvilken organisering og saksbehandling som skal benyttes ved gjennomføring av EØS-forpliktelser, forutsatt at de overordnede EØS-rettslige krav og prinsipper overholdes. Sektorrettsaktene kan likevel oppstille spesialregler. Slike regler er gitt innenfor enkelte områder på verdipapirirområdet, for eksempel har både MiFID II artikkel 73, MAR artikkel 32 og flere andre direktiver og forordninger regler om at nasjonale myndigheter skal sørge for vern av varslere ved å foreta konkrete saksbehandlingsskritt. Disse reglene er allerede gjennomført i norsk rett. Det er imidlertid ikke gitt regler i sektorrettsaktene av særskilt betydning for denne utredningen. De overordnede kravene til saksbehandling etter EØS-retten, vil ivaretas gjennom forvaltningsloven. Utvalget viser til Forvaltningslovutvalgets vurdering av folkerettslige rammeverket på forvaltningsrettens område i NOU 2019: 5 kapittel 7.

5.4 Kort om utviklingen av klageordninger i norsk sentralforvaltning

Hovedtrekkene i klageordningen for forvaltningen har ligget fast siden forvaltningsloven ble

vedtatt. På dette tidspunkt var departementene klageinstans for mange vedtak truffet av statlige forvaltningsorganer. I dag er klagebehandlingen i stor grad løftet ut av departementene, blant annet til særskilte nemnder. Departementene står for under 10 % av den totale klagesaksbehandlingen.¹ Nemnder et opprettet på nesten alle forvaltningsområder, med hjemmel i lov eller forskrift.

Også Finanstilsynets vedtak er på noen avgrensede områder gjenstand for klagebehandling i nemnd. Regnskapsførerloven 18. juni 1993 nr. 109 § 9 og revisorloven 20. november 2020 nr. 128 § 15-1 gir regler om klagenemnd for enkeltvedtak truffet etter enkelte bestemmelser i henholdsvis regnskapsførerloven og revisorloven. Det er etablert en felles klagenemnd, Revisor- og regnskapsklagenemnden. For øvrig er Finansdepartementet klageinstans for vedtak på Finanstilsynets område.

På Finansdepartementets område er det også naturlig å nevne Skatteklagenemnda som ble opprettet i 2016.

5.5 Andre lands klageordninger

Det er som nevnt i kapittel 5.3 ingen samordning av reglene om klage over forvaltningsvedtak i EØS. Blant de nordiske landene varierer også reglene sterkt, både med hensyn til hvordan klageordningen er organisert og med hensyn til rettigheter for klager, for eksempel rett til å få dekket saksomkostninger. Etter finsk og svensk rett skjer overprøving av forvaltningsvedtak i egne forvaltningsdomstoler. Den danske forvaltningsloven har ikke alminnelige regler om klagerett. Klageadgangen følger av ulovfestet forvaltningsrett eller den enkelte lov. Klage over vedtak truffet av det danske Finanstilsynet behandles av *Erhvervsankenævnet* som er en uavhengig nemnd som tar selvstendig stilling de de saker som bringes inn for nemnda. Nemnda består av en dommer og sakkyndige medlemmer som har kompetanse innenfor det felt saken gjelder. Det islandske finanstilsynets vedtak prøves ved de ordinære domstolene. Ettersom klageordningene i sammenlignbare land er utformet ut fra lokal forvaltningsrett og forvaltningstradisjon som varierer sterkt, har andre lands regler om klageordninger på verdipapirområdet lite overføringsverdi til norske forhold. Utvalget går på denne bakgrunn ikke nærmere inn på andre lands klageordninger,

men ser hen til hvordan klageordninger er organisert i norsk forvaltning.

5.6 Utvalgets vurderinger

5.6.1 Utgangspunkter

Reglene om forvaltningsklage gir borgerne mulighet til å få saken vurdert på nytt av et annet forvaltningsorgan, og er en sentral rettsikkerhetsgaranti for den klageberettigede. Den som har klagerett og benytter seg av denne innen den fastsatte klagefristen, har rett til ny realitetsavgjørelse i saken. Klagereglens mest sentrale formål er å sikre riktige, hensiktsmessige og rimelige avgjørelser som bygger på et forsvarlig rettslig og faktisk grunnlag. For å oppnå dette må det legges til rette for reell toinstansbehandling. Det er viktig at allmennheten har tillit til at klageordningen fungerer slik den skal. Forvaltningsklage er generelt ment å være en rimelig og relativt rask form for overprøving. I mange saker vil partene ikke ha behov for advokatbistand for å klage, blant annet fordi saksbehandlingen er enkel og forvaltningen har ansvar for sakens opplysning. Overprøving av forvaltningsvedtak i domstolene er vanligvis mer ressurskrevende. Domstolsprøving av forvaltningsvedtak skjer sjelden i forhold til det store antall vedtak forvaltningen treffer, og den betydning disse vedtakene har for partene. Forvaltningsklage er også i mange tilfeller eneste mulighet til å få en fullstendig overprøving av de deler av avgjørelsen som er basert på forvaltnings-skjønn.

For forvaltningen er klageadgangen, ved siden av omgjøringsadgangen, en del av den kontroll overordnede organer utøver overfor underordnede organer. Klageordningen som følger av forvaltningsloven, er nært knyttet til det norske forvaltningssystemets hierarkiske oppbygning. Ordningen ivaretar hensynet til demokrati og kontroll ved at Kongen (dvs. den til enhver tid sittende regjering) og den ansvarlige statsråden er underlagt Stortingets parlamentariske kontroll, samtidig som den gir overordnet myndighet mulighet til å styre underliggende etater. Systemet med forvaltningsklage vil derfor ivareta både hensynet til den private part som blir berørt av avgjørelsen og hensynet til overordnet organs behov for styring og kontroll.

Selv om utgangspunktet er at klager på forvaltningsvedtak skal behandles av overordnet forvaltningsorgan, er dette ikke lenger den praktiske hovedregel. På de fleste forvaltningsområder er lovens utgangspunkt fraveket blant annet gjen-

¹ Se NOU 2019: 5 kapittel 24.1

nom opprettelse av klagenemnder. Som nevnt i kapittel 5.4, behandles kun ti prosent av klagesakene av departementer.

5.6.2 Bør det opprettes en klagenemnd for Finanstilsynets vedtak på verdipapirområdet?

Utvalget bemerker at omfanget av regulering på verdipapirområdet har økt sterkt, både ved at reglene har blitt flere og mer detaljerte og ved at nye rettsområder er underlagt regulering. Reglene gis i fullharmoniserte direktiver eller i forordningsform, slik at praksis innen EØS harmoniseres. Den nye generasjonen EØS-regler fastsetter som nevnt i kapittel 1.4 at alle EØS-statene skal ha nærmere angitte tilsynsvirkemidler og administrative tiltak og sanksjoner til rådighet ved overtredelse av regelverket, herunder administrative gebyrer.

Tradisjonelt har det vært relativt få klagesaker på verdipapirområdet; i snitt bare en håndfull saker pr. år. Utvalget legger imidlertid til grunn at klagesakene vil bli flere. Dette har flere grunner. Frem til nå har det kun vært anledning til å sanksjonere et fåtall overtredelser av verdipapirhandelloven med administrative gebyrer. Etter omlegging av sanksjonssystemet, endres dette. Det er vedtatt regler om administrative gebyrer for overtredelse av de aller fleste bestemmelsene i verdipapirhandelloven. Reglene har ennå ikke trådt i kraft. Basert på erfaringene fra områder hvor det er innført regler om administrative gebyrer, må det legges til grunn at økt bruk av administrative gebyrer gir flere klagesaker. Hittil er for eksempel tre av syv saker hvor det er gitt gebyr for overtredelse av shortsalgforordningen i 2018/2019 påklaget til departementet. På hvitvaskingsområdet er to av tretten saker om overtredelsesgebyr påklaget så langt.

Utvalget foreslår i denne utredningen å overføre håndhevingen av reglene om løpende informasjonsplikt og oppgaven som tilbudsmyndighet fra markedsoperatøren til Finanstilsynet. Klager på vedtak i disse sakene har til nå vært behandlet i Børsklagenemnden. Ved en overføring vil Finansdepartementet bli klageinstans også på disse saksområdene. De fem siste årene har Børsklagenemnden behandlet seks saker knyttet til løpende informasjonsplikt og overtakelsestilbud etter gjeldende rett. To saker om løpende informasjonsplikt er behandlet i en egen klagenemnd som Oslo Børs har opprettet for Euronext Growth. Mange klagesaker på verdipapirområdet er omfattende, både faktisk og juridisk. Sakene er dermed også

arbeidskrevende. Ikke minst gjelder dette enkelte av sakene på områdene som i denne utredningen foreslås overført til Finanstilsynet, og da særlig saker om overtakelsestilbud hvor tidsaspektet i klagesaksbehandlingen er svært viktig.

Økt sakstilfang vil legge press på departementets ressurser. Departementets ressurser er generelt innrettet mot å være faglig apparat for regjeringen. Arbeidsprosessene, for eksempel i tilknytning til lovarbeid, er i hovedsak lange og styrt av frister som ikke lett kan fravikes. Departementets øvrige arbeidsprosesser lar seg derfor ikke lett kombinere med klagesaksbehandling hvor sakstilfanget er uforutsigbart og varierende, samtidig som saksbehandlingstiden ikke bør være for lang.

I NOU 2019: 5 kapittel 24.6.5.2 omtaler Forvaltningslovutvalget de særlige utfordringer klagesaksbehandling i departementet medfører:

«Departementene står i en særstilling som følge av deres oppgaver som faglig sekretariat for regjeringen. Det har i lengre tid vært en forvaltningspolitisk linje å frita departementene mest mulig for å behandle saker om enkeltvedtak, både i første instans og som klageinstans. Dette er for det meste gjennomført ved å delegerer myndighet til underordnede organer. Der det av forskjellige grunner ikke er ønskelig å delegerer myndighet lenger enn til det nærmest underliggende direktoratet, vil departementet fortsatt være klageinstans. Departementene vil kunne samle seg mer om regelutvikling dersom de individuelle klagesakene blir lagt til en klagenemnd på departementets område. Styringsbehovet vil nok variere med saksområdet, men kan ivaretas gjennom direktoratets saksbehandling i første instans og en adgang for departementet til å gi generelle instruksjoner til klagenemnda og omgjøre vedtak som nemnda treffer. Derimot bør departementet ikke ha instruksjonsadgang i den enkelte sak, siden det lett vil bringe departementet inn i klagesaksbehandlingen i stedet for å frita det for klagesakene. Utvalget mener at en løsning etter disse linjene for å frita departementene for klagesaksbehandling fortjener å bli overveid der det er uhensiktsmessig å delegerer førsteinstansbehandlingen under direktoratsnivå. ...»

Utvalget bemerker at de hensyn Forvaltningslovutvalget viser til knyttet til å skjerme departementet for klagesaksbehandling, også gjør seg gjeldende for Finansdepartementets klagesaksbehandling på Finanstilsynets område. Idet klage-

sakene forventes å bli flere, taler hensynet til effektivitet for å vurdere om enkelte klagesaker kan løstes ut av departementet for å behandles i klagenemnd. En klagenemnd vil med riktig bemanning kunne utføre klagebehandlingen raskt og effektivt, og tid vil bli frigjort i departement. Dersom flere saker kan behandles i én felles klagenemnd vil dette kunne gi effektivitetsgevinster. En klagenemnd med ekspertkompetanse kan, på samme måte som behandling i fagdepartementet, bidra til avgjørelser med høy kvalitet som gir legitimitet til klagebehandlingen. Opprettelse av en klagenemnd kan også bidra til at saksbehandlingstiden holdes på et forsvarlig nivå. Så langt utvalget kjenner til er det god erfaring med at klager på enkeltvedtak truffet etter regnskapsførerloven og revisorloven behandles i Revisor- og regnskapsklagenemnden. Det samme gjelder for klagesakene som er behandlet i Børsklagenemnden. Erfaring fra disse områdene kan dermed tale for at det legges til rette for klagebehandling i nemnd på flere av Finanstilsynets områder.

Som omtalt i kapittel 1.3.1 er imidlertid et betryggende og godt tilsyn en av forutsetningene for et velfungerende verdipapirmarked med høy grad av tillit. Klagesaksbehandlingen utgjør en kilde til kontroll med at Finanstilsynet utfører sitt samfunnsoppdrag i tråd med lover og forskrifter samt styringssignaler som gis gjennom tildelingsbrev mv. Ved opprettelsen av en klagenemnd er det etter utvalgets syn viktig at Finansdepartementets styringsbehov ivaretas gjennom utforming av regelgrunnlaget for klageordningen. Dette kommer utvalget tilbake til i kapittel 5.6.7.

Verdipapirhandelloven § 19-12 fastsetter som nevnt i kapittel 5.2 allerede at departementet i forskrift kan opprette en klagenemnd som skal avgjøre klager på vedtak om finansiell rapportering fra utstedere mv. Utvalget foreslår at det legges til rette for at departementet avlastes ytterligere for klagebehandling ved å utvide forskriftshjemmelen til å gjelde for vedtak truffet etter hele verdipapirhandelloven, og at den nærmere avgrensning av nemndas kompetanse til å gjelde klager på vedtak som er truffet som ledd i markedstilsynet foretas i forskriftsbestemmelsene til loven, se nærmere i kapittel 5.6.3 flg. På denne måten legges det til rette for å justere reglene om nemndas kompetanse når det er vunnet erfaring med ordningen, eller dersom endrede regulatoriske eller faktiske forutsetninger tilsier det. Ettersom tilsynet med den finansielle rapporteringen er en del av markedstilsynet, vil den nye bestemmelsen også omfatte klagesaker som gjelder bestemmelsene om finansiell rapportering.

Utvalget vil for fullstendighetens skyld nevne at rettsutviklingen har medført at de fleste lover på finansområdet fastsetter at Finanstilsynet skal ha kompetanse til å treffe vedtak om administrative sanksjoner, herunder administrative gebyrer. Regler om administrative sanksjoner finnes for eksempel i hvitvaskingsloven, referanseverdi-loven og forslaget til lov om nøkkelinformasjon for sammensatte og forsikringsbaserte investeringsprodukter. Også på områder som ikke omfattes av denne utredningen, vil økt bruk av administrative gebyrer kunne føre til flere klagesaker. Det faller utenfor Verdipapirlovutvalgets mandat å vurdere om saker på andre lovområder bør legges til en klagenemnd. På bakgrunn av at regelverk om administrative sanksjoner nå utvikles raskt, vil utvalget likevel nevne at en mulighet er å innarbeide reglene om klagenemndsbehandling i Finanstilsynsloven istedenfor verdipapirhandelloven. En slik løsning legger til rette for at en klagenemnd kan få utvidet mandat, hvis behovet melder seg.²

5.6.3 Avgrensning av klagenemndas kompetanse

Utvalgets mandat er begrenset til å vurdere om klager på vedtak truffet av Finanstilsynet *som et ledd i markedstilsynet* bør behandles i en klagenemnd. Dette er saker som gjelder atferden til de ulike aktørene i verdipapirmarkedet, og hvor reglene fastlegger plikter aktørene har overfor markedet som sådant og øvrige deltakere, for eksempel pliktene til å gi løpende og periodisk informasjon til markedet, plikten til å flagge og pliktene som følger av reglene om overtakelsestilbud. Det faller utenfor utvalgets mandat å vurdere klageordningen for vedtak som gjelder reglene for institusjonene som må ha konsesjon til å drive virksomhet i verdipapirmarkedet, for eksempel kapitaldekningsregler, regler om god forretnings-skikk og organisatoriske regler for foretakene. Klagebehandlingen for vedtak som Finanstilsynet treffer som et ledd i *oppfølgingen av dette regelverket*, vil som utgangspunkt fortsatt utøves av Finansdepartementet. Utvalget bemerker imidlertid at det er behov for å foreta en nærmere avgrensning, både fordi det i enkelte tilfeller kan være uklart om vedtaket generisk hører til i den ene eller den andre kategorien, og fordi noen saker vil inneholde vedtak hvor grunnlaget gjel-

² En løsning hvor det legges til rette for en klagenemnd som dekker flere lovområder vil være i tråd med Forvaltningslovutvalgets anbefaling, se NOU 2019: 5 kapittel 24.6.5.2.

der begge typer forhold eller saker med flere typer vedtak. Behovet for praktiske løsninger tilsier at det må utarbeides regler som i noen grad bryter med skillet. Utvalget drøfter nødvendige avgrensninger i kapittel 5.6.4 til 5.6.6. I kapittel 5.6.4 drøfter utvalget hvilke vedtak som faller inn under markedstilsynet, og som dermed vil kunne behandles i klagenemnd. I kapittel 5.6.5 og 5.6.6 drøfter utvalget enkelte andre avgrensningsspørsmål.

5.6.4 Vedtak som vil høre under klagenemnda

Utvalget bemerker at verdipapirhandelloven er delt inn slik at den i hovedsak gjennomfører EØS-reglene som gjelder for ulike «direktivområder» kapittelvis. Reglene som tradisjonelt har vært ansett som markedsregler finnes i første del av loven i kapittel tre til syv, og omhandler pliktene de ulike markedsaktørene har i kraft av å være markedsdeltakere. Samlet gir reglene i kapittel tre til syv et sett med plikter for markedsdeltakerne som skal legge til rette for effektive og trygge markeder.

I kapittel tre innarbeides markedsmissbruksforordningen (MAR) og shortsalgforordningen. Markedsmissbruksforordningen gir grunnleggende regler om atferden i verdipapirmarkedet. Forordningens kapittel 2 gir regler om forbud mot innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon. Reglene retter seg mot enhver. MAR kapittel 3 gir regler om informasjonsplikt overfor markedet og retter seg i hovedsak mot utstedere og nærmere angitte personer med tilknytning til utstedere. I dette kapitlet gis det også regler om utsteders – eller den som opptrer på utsteders vegnes – plikt til å føre innsiderlister og om plikt til å melde fra om ledelsens og nærstående transaksjoner.

Shortsalgforordningen pålegger investorer en plikt til å rapportere større netto korte («short») posisjoner i aksjer notert på regulert marked eller MHF, statsgjeld og kredittbytteavtaler. Formålet er å øke transparensten for shortposisjoner, redusere oppgjørskrisiko, minske faren for ustabilitet som følge av udekkede kredittbytteavtaler, og sikre at medlemslandene har tilstrekkelige fullmakter til å gripe inn i situasjoner hvor det er fare for ustabilitet som følge av shortsalg og kredittbytteavtaler. Shortsalgforordningen inneholder også et generelt forbud mot udekkede shortposisjoner. Shortsalgforordningen åpner for unntak fra flere av de sentrale bestemmelsene for markedet makere og primærmarkedshandlere.

Rapporteringsdirektivets bestemmelser er innarbeidet i lovens kapittel 4 og 5. I kapittel fire gis det regler om aksjeeiers eller annen persons plikt til å flagge erverv av større aksjeposter, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter. I kapittel fem gis det regler om utstedernes periodiske informasjonsplikt.

Direktivet om overtakelsestilbud er gjennomført i kapittel 6 og gir bestemmelser om aksjonærenes og utsteders plikter og rettigheter ved oppkjøp. Lovens kapittel 7 gjennomfører prospektforordningen og gir i tillegg regler om nasjonale prospekt. Det gis regler om plikt til å utarbeide prospekt ved tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer, om nærmere innhold i prospekter, om ansvar for opplysningene i et prospekt mv. Bestemmelsene retter seg mot utsteder, eller mot annen person som er ansvarlig for opplysningene i prospektet.

Mens kapittel tre til syv gjennomfører EØS-regler som gjelder for selve deltakelsen i verdipapirmarkedet, gir reglene i lovens kapittel 8 til 18 i hovedsak virksomhetsregler og organisatoriske regler for verdipapirforetak, markeds plasser og clearing-institusjoner, altså foretak som må ha konsesjon til å utøve visse funksjoner i markedet. Disse foretakene er underlagt Finanstilsynets tilsyn, se Finanstilsynsloven § 1 og verdipapirhandelloven § 19-1 første ledd, første komma. Kapittel åtte flg. gjennomfører MiFID II og MiFIR og gir regler for verdipapirforetak og regulerte markeder, herunder vilkår for å få tillatelse, organisasjonsform, krav til ledelse og styre, krav til organisering av virksomheten, krav til kapital og nærmere krav til virksomhetsutøvelsen for eksempel håndtering av interessekonflikter og krav til god forretningsskikk. Kapittel 18 gjennomfører EMIR³ og SFTR⁴ i norsk rett og gir regler om sentrale motparter (clearing-institusjoner), om plikt til å clease nærmere angitte derivatkontrakter og om rapportering av derivatkontrakter.

Det er likevel ikke slik at det er noe vanntett skott mellom kapitler som gir «markedsregler» og kapitler som gir «institusjonsregler». Lovens kapittel 15 gir for eksempel regler om rapportering og håndheving av posisjongrensener i markedet for varederivater, utslippskvoter mv. som retter seg mot alle deltakere i disse markedene. EMIR som er gjennomført i kapittel 18, gir regler

³ Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories

⁴ Regulation 2015/2365 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on transparency of securities financing transactions and of reuse

både om sentrale motparter og om handel i derivater. MAR som er gjennomført i kapittel tre, inneholder enkelte regler som kun retter seg mot verdipapirforetak og markedsplasser. MAR artikkel 16 nr. 1 gir for eksempel regler om markedsoperatørens og verdipapirforetaks plikt til å treffe tiltak for å forebygge og avdekke markedsmissbruk. Omtrent tilsvarende regler finnes igjen i verdipapirhandelloven § 9-29 og § 12-15 som gjennomfører regler i MiFID II.

Utvalgets mandat legger rammen for en hensiktsmessig funksjonsdeling mellom departementet og klagenemnd. Samtidig vil enhver avgrensning innebære plassering av grensetilfeller. Rettstekniske hensyn taler for at nemndas kompetanse avgrenses på en så presis måte om mulig. Utvalget mener at en avgrensning etter kapitler som utgangspunkt vil gi en praktisk regel med en tydelig avgrensning mellom vedtak som hører under en klagenemnd og klager som skal behandles i departementet.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at klager på alle vedtak som gjelder kapittel 8 til 18 i loven fortsatt skal behandles i Finansdepartementet og at klager på alle vedtak som gjelder kapittel 3 til 7 skal behandles i klagenemnd. Hvorvidt klager er et konsesjonspliktig foretak eller et annet rettssubjekt bør som utgangspunkt være uten betydning. Det avgjørende vil være om klagen gjelder et vedtak knyttet til rettsforhold som omfattes av disse kapitlene. Utvalget legger til grunn at det er innenfor mandatet å foreslå en rettsteknisk hensiktsmessig løsning, selv om løsningen innebærer at avgrensningen etter skillelinjene mellom markeds-tilsyn og institusjonstilsyn i noen grad fravikes.

I kapittel 5.6.2. la utvalget opp til at det i loven fastsettes at det kan opprettes en klagenemnd på verdipapiriområdet, mens den nærmere avgrensningen av nemndas kompetanse fastlegges i forskrift. På denne måten legges det til rette for at klagenemndas kompetanse kan utvides til å omfatte flere områder, eller innskrenkes på visse områder når det er vunnet erfaring med ordningen. Utvalget viser til forslag til bestemmelse om avgrensning i verdipapirforskriften § 17-10 første ledd.

5.6.5 Klage på vedtak som gjelder flere forhold

Ved tilsyn med konsesjonspliktige foretak vil Finanstilsynet kunne finne overtredelser både av verdipapirhandelloven kapittel åtte flg. og av de markedsrelaterte reglene i kapittel 3 flg. Reaksjonen på overtredelsene vil kunne fastsettes etter en

samlet vurdering hvor alle forhold tas i betraktning, og vil kunne inneholde en kombinasjon av administrative tiltak etter lovens kapittel 19 og sanksjoner etter kapittel 21. Reaksjonen på eventuelle overtredelser kan være alt fra at det rettes kritikk mot foretaket og gis pålegg om retting, til at foretakets konsesjon trekkes tilbake. Administrative tiltak, for eksempel vedtak om forbud mot å inneha ledelsesfunksjon etter verdipapirhandelloven § 19-8, kan ilegges samtidig som det ilegges overtredelsesgebyr overfor foretaket og/eller ansvarlige personer. Der tilsynssaken knytter seg til foretak som inngår i finanskonsern, hender det også at klagen inngår i et sakskompleks knyttet til flere foretak med ulike konsesjoner til å drive virksomhet i finansmarkedet. Slik utvalget ser det, er det hverken mulig eller ønskelig å dele opp en klagesak, slik at ulike klageorganer behandler hver sin del av klagesaken. Så lenge klagen gjelder et vedtak som har utspring i institusjonstilsynet, mener utvalget at utgangspunktet bør være at klagen behandles i departementet, som er klageinstans for vedtak knyttet til de konsesjonspliktige virksomhetene på hele finansområdet. Utvalget foreslår at dette presiseres i forskriften § 17-10 første ledd annet setning. Som nevnt i kapittel 5.5.2, er imidlertid hovedhensynet ved opprettelse av en klagenemnd på verdipapiriområdet å avlaste departementets ressurser. For vedtak som gjelder overtredelse av både kapitlene tre til syv og andre forhold, legger utvalget til grunn at departementet bør kunne beslutte hvilket organ som skal behandle klagen, slik at saker som i det alt vesentlige berører markedstilsynet om ønskelig, kan kanaliseres til nemnd. Utvalget foreslår at det fastsettes en regel om at departementet kan henvise saker som gjelder flere forhold til nemnda. Det vises til utkastet til forskrift §17-10 første ledd annen setning.

5.6.6 Klage på vedtak om bruk av tilsynsvirkemidler og administrative tiltak

Utvalget bemerker at både finanstilsynsloven og verdipapirhandelloven stiller en rekke *tilsynsvirkemidler* til rådighet for Finanstilsynet, slik at tilsynet kan utøves på en effektiv og betryggende måte. Blant annet fastsetter verdipapirhandelloven § 19-2 første ledd at verdipapirforetak, sentrale motparter, datarapporteringsforetak og markedsoperatører plikter å gi Finanstilsynet de opplysninger som kreves om forhold som angår foretakets forretning og virksomhet. Ved mistanke om brudd på verdipapirhandelloven kapittel 3 eller ureglementerte markedsforhold eller ved vesent-

lige brudd på reglene til en handelsplass, plikter operatøren for handelsplassen og selskap i samme konsern straks å melde fra til og bistå Finanstilsynet. Opplysningsplikt for utstedere fastsettes i § 19-2 annet ledd flg. Et foretak plikter å gi de opplysninger som Finanstilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser i verdipapirhandelloven vedrørende finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket. Tilsvarende gjelder for andre som regelmessig utfører ledelsesfunksjoner for utstederen. Finanstilsynet kan pålegge utsteder, tilbyder eller person som søker opptak til handel, og andre som nevnte foretak og personer har bestemmende innflytelse over, eller som har bestemmende innflytelse over disse, plikt til å gi opplysninger og utlevere dokumenter. Dersom Finanstilsynet har mistanke om overtredelse av kapittel 3, 4, 5 eller kapittel 8 til 15 eller forskrifter gitt for å utfylle disse bestemmelsene, kan enhver pålegges å gi de opplysninger Finanstilsynet krever. Dette fremgår av verdipapirhandelloven § 19-3, mens § 19-5 gir regler om Finanstilsynets adgang til bevissikring.

Utvalget bemerker at effektiv og betryggende bruk av tilsynsvirkemidler er avgjørende for at Finanstilsynets skal kunne oppfylle sitt samfunnsoppdrag. Virkemidlene som er stilt til Finanstilsynets rådighet er i hovedsak de samme for hele Finanstilsynets kompetanseområde. I den grad det er selvstendig klagerett på bruk av tilsynsvirkemidler⁵, vil behandling av klagen innebærer en vurdering av om Finanstilsynet utøver sin virksomhet innenfor de rammer lovverket setter. Utvalget legger til grunn at klage på vedtak om bruk av tilsynsvirkemidler fortsatt bør behandles av Finansdepartementet, uavhengig av hvilken del av loven undersøkelsene relaterer seg til. Utvalget bemerker at en klage på virkemiddelbruk ikke vil gjelde en reaksjon på en begått overtredelse, men tilsynsmyndighetens virksomhetsutøvelse. Utvalget kan følgelig ikke se at det er behov for å presisere dette i loven eller forskriften. Utvalget er for øvrig ikke kjent med at det har vært klaget på Finanstilsynets bruk av tilsynsvirkemidler. Utvalget antar at slike klager også i fremtiden vil høre til sjeldenhetene. Det bemerkes for ordens skyld at de samme prinsippene i dag er lagt til grunn i

forskriftene for klagenemnda for finansiell rapportering som ennå ikke er satt i kraft. Etter gjeldende verdipapirforskrift § 17-11 er det således ikke anledning til å klage på vedtak knyttet til plikter utstederne pålegges overfor Finanstilsynet i forbindelse med undersøkelse av saker om finansiell rapportering. Utvalgets forslag innebærer dermed ikke noen endring av adgangen til å foreta nemndsbehandling av denne typen vedtak knyttet til finansiell rapportering.

Verdipapirhandelloven gir hjemmel for å treffe *administrative tiltak* hvor formålet ikke er pønalt, men har en gjenopprettende funksjon eller skal avverge fremtidig overtredelse. Blant annet gir verdipapirhandelloven § 19-7 hjemmel for pålegg om retting. Verdipapirhandelloven § 19-8 fastsetter at Finanstilsynet kan fastsette forbud mot å ha ledelsesfunksjon dersom styremedlemmer, andre tillitsvalgte, oppdragstakere eller ansatte i foretak med tillatelse til å drive virksomhet etter verdipapirhandelloven, overtrer verdipapirhandelloven på en måte som medfører at vedkommende må anses uskikket til å ha ledelsesfunksjon i et foretak som må ha tillatelse til å drive virksomhet etter loven. Verdipapirhandelloven § 19-9 gir regler om midlertidig forbud mot medlemskap på regulert marked dersom verdipapirforetak overtrer bestemmelser i verdipapirhandelloven på en slik måte at det er grunn til å frykte at medlemskapet eller deltakerforholdet kan skade det aktuelle markedet eller handelsplassen, andre kunder eller allmenne interesser. Verdipapirhandelloven § 19-10 gir bestemmelser om tvangsmulkt der Finanstilsynets pålegg ikke blir etterkommet og § 19-11 gir regler om administrativ inndragning.

Noen administrative tiltak er så nær knyttet til tilsynet med de konsesjonspliktige foretakenes virksomhet, at klage på vedtaket av denne grunn bør avgjøres av departementet sammen med andre klagesaker som gjelder tilsynet med foretakenes virksomhet. Dette gjelder, slik utvalget ser det, klage på vedtak etter bestemmelsene i § 19-8 om forbud mot å ha ledelsesfunksjon og § 19-9 om midlertidig forbud mot medlemskap på regulert marked. I begge tilfeller kan Finanstilsynet treffe vedtak om forbud dersom en person eller et verdipapirforetak har overtrådt loven på en slik måte at vedkommende eller foretaket ikke anses skikket til å fylle visse typer funksjoner knyttet til konsesjonspliktig virksomhet. Selv om vedtaket skulle skyldes overtredelse av kapittel 3 til kapittel 7, og slik sett hører hjemme i klagenemnd, vil reaksjonen som sådan være så nær knyttet til ivaretagelse av de funksjoner de konsesjonspliktige foretakene har i verdipapirmarkedet,

⁵ For så vidt gjelder spørsmålet om klageadgang for denne type prosessuelle beslutninger vises det til Forvaltningslovutvalgets utredning i NOU 2019: 5 kapittel 24.7 og 26. Etter forvaltningsloven § 14 kan en klage over et pålegg om å gi opplysninger kun begrunnes i at den som pålegges å forklare seg ikke har plikt eller lovlig adgang til å gi opplysningene.

at klagen likevel bør avgjøres av departementet, sammen med øvrige klager på vedtak som ledd i institusjonstilsynet. Utvalget foreslår at dette presiseres forskriften § 17-10.

5.6.7 Klagenemndas plassering i forvaltningshierarkiet

Forvaltningslovutvalget anbefaler i NOU 2019: 5 at det foretas en presisering av innplasseringen av klagenemnda i det ordinære forvaltningshierarkiet ved opprettelse. I kapittel 30.5.1. uttaler Forvaltningslovutvalget følgende:

«Når en nemnd skal etableres, bør innplasseringen i det ordinære forvaltningshierarkiet avklares. Særlig bør det klargjøres om et overordnet organ skal ha instruksjons- og omgjøringskompetanse overfor nemnda, og om nemnda skal ha slik myndighet overfor noe annet organ.»

Der det er opprettet en klagenemnd er det gjennomgående lagt til grunn at overordnet forvaltningsorgan ikke kan gå inn og instruere klagenemnda i den enkelte sak, med mindre det er særskilt presisert i hjemmelsgrunnlaget for nemnda. Utvalget mener at dette også bør gjelde for en klagenemnd på verdipapiriområdet. Utvalget bemerker at en instruksjonsadgang om vedtaket i den enkelte sak vil kunne bringe departementet aktivt inn i klagesaksbehandlingen i stedet for å frita det for klagesakene. Hensynet til effektivitet i saksbehandlingen taler dermed mot at nemnda skal kunne instrueres om det enkelte vedtak. Departementet vil imidlertid kunne gi generelle styringsinstruksjoner til nemnda.

Med mindre noe annet er sagt, er det i alminnelighet lagt til grunn at en klagenemnd ikke kan instruere underinstansen i enkeltsaker eller omgjøre underinstansens vedtak uten at det er klaget. Utvalget foreslår at det fastsettes at nemnda ikke kan instruere Finanstilsynet, eller omgjøre Finanstilsynets vedtak dersom det ikke er klaget. Dette er kompetanse som hører hjemme hos departementet.

Forvaltningslovutvalget foreslår en alminnelig bestemmelse om instruksjonsadgang i utkastet til § 73 i ny forvaltningslov. Så lenge generelle bestemmelser ikke er på plass i forvaltningsloven, foreslår utvalget at det tas inn bestemmelser i verdipapirhandelloven etter mønster fra Forvaltningslovutvalgets forslag. Utvalget viser til forslag til bestemmelse i verdipapirhandelloven § 19-11 annet ledd.

Som nevnt i kapittel 5.6.2 er et betryggende og godt tilsyn en av forutsetningene for et velfungerende verdipapirmarked med høy grad av tillit. Klagesaksbehandlingen utgjør en viktig kilde til kontroll med at Finanstilsynet utfører sitt samfunnsoppdrag i tråd med lover og forskrifter samt styringssignaler som gis gjennom tildelingsbrev mv. Utvalget understreker at hensikten ikke er å opprette et uavhengig klageorgan. For å ivareta departementets styringsbehov, foreslår utvalget at departementet skal ha adgang til å omgjøre vedtak som nemnda treffer av eget tiltak. En omgjøringsadgang kan i gitte tilfeller være en viktig sikkerhetsventil, for eksempel hvis det oppstår spørsmål om nemndas avgjørelse er i strid med norske forpliktelser etter EØS-regelverket. Utvalget foreslår at det presiseres at omgjøringsadgangen etter forvaltningsloven § 35 annet ledd også gjelder for nemndas vedtak (i tillegg til adgangen til å omgjøre Finanstilsynets vedtak). Det bemerkes at endring til skade for noen som vedtaket retter seg mot eller direkte tilgodeser bare kan foretas på de vilkår og innenfor de frister som § 35 oppstiller. Etter forvaltningsloven har departementet heller ingen plikt til å behandle en begjæring eller søknad om omgjøring.⁶

Et tilgrensende spørsmål er om departementet bør ha adgang til å velge og overta en sak som ellers skulle behandles i nemnd, for eksempel fordi saken er av stor samfunnsmessig eller prinsipiell betydning. Utvalget bemerker at det er påregnelig at enkelte av klagesakene det er her tale om, vil innebære avklaring av rettsspørsmål hvor avgjørelsen kan danne presedens for Finanstilsynets videre arbeid på hele eller deler av verdipapiriområdet. Disse klagesakene gir i praksis svært viktige styringssignaler til Finanstilsynet og kan ha stor samfunnsmessig betydning. Hensikten med å opprette en klagenemnd på finansmarkedsområdet er som nevnt ikke å redusere departementets kontroll med klagesaksbehandlingen, men å avlaste departementet for en oppgave som vokser og som vanskelig lar seg innpasse i departementets øvrige arbeidsflyt. Hensynet til departementets behov for styring og kontroll på et kjerneområde, taler etter utvalgets syn for at departementet gis adgang til å behandle enkelte saker av eget tiltak. Utvalget legger til grunn at det allerede i saksforberedelsen vil være klart om en sak vil ha presedensvirkning eller av andre grunner har stor samfunnsmessig eller prinsipiell betydning, og at det vil kunne utarbeides rutiner hos Finanstilsynet for å gjøre Finansdepartementet

⁶ Se NOU 2019: 5 kapittel 25.2.1.

oppmerksom på saken. Utvalget foreslår at dette presiseres i loven, slik Forvaltningslovutvalget foreslår i kapittel 32, se blant annet kapittel 32.9.4 og 32.10.1. Utvalget viser til utkast til bestemmelse i § 19-11 tredje ledd.

5.7 Finansiering av klagenemndas virksomhet

5.7.1 Gjeldende rett

Utgangspunktet er at det offentliges utgifter dekkes over offentlige budsjetter gjennom skattlegging. Skal det offentlige kreve dekning av parten for utgifter ved offentlig myndighetsutøvelse, krever det lovhjemmel, jf. legalitetsprinsippet i Grunnloven § 113. Dette gjelder både for behandling i første instans og for klagesaksbehandling.

Der Finanstilsynet behandler saken i første instans, fastsetter finanstilsynsloven § 9 at utgiftene til Finanstilsynets arbeid utlignes på institusjoner som etter finanstilsynsloven eller annen særskilt lovhjemmel er under tilsyn i budsjettåret. Utgiftene fordeles på de ulike grupper av institusjoner etter omfanget av tilsynsarbeidet. Som hovedregel er Finansdepartementet klageinstans for Finanstilsynets vedtak. Utgiftene til klagesaksbehandling dekkes av departementet.

På enkelte områder er det imidlertid opprettet en klagenemnd. På disse områdene er finansieringen av klagesaksbehandlingen lagt opp annerledes. Utgiftene til klagenemnda for finansiell rapportering⁷ skal dekkes av Finanstilsynet og utlignes på utstedere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til handel på regulert marked i EØS med Norge som hjemstat, se verdipapirhandelloven § 19-12 tredje ledd. Bestemmelsens fjerde ledd fastsetter at det kan kreves gebyr for klagebehandlingen etter nærmere regler fastsatt i forskrift. Etter verdipapirforskriften § 17-14 kan Finanstilsynet fastsette at utgiftene til godtgjørelse til klagenemndas medlemmer og sekretariat samt andre utgifter som påløper i forbindelse med klagebehandlingen, skal dekkes av klageren dersom klagenemnda ikke gir klageren medhold i klagen. Bestemmelsen er utformet etter mønster av verdipapirforskriften § 12-6 som fastsetter regler for Børsklagenemnden. (Ettersom reglene om klagenemnda ikke er iverksatt, behandler departementet per i dag klager også på dette

området og utgiftene til klagebehandling dekkes av departementet.)

Også utgiftene til Revisor- og regnskapsklagenemnden dekkes av Finanstilsynet (ved utligning), se regnskapsførerloven § 9 tredje ledd. Etter bestemmelsens fjerde ledd kan det kreves gebyr for behandling av en klage. Departementet kan fastsette nærmere regler om når gebyr skal kreves, om gebyrenes størrelse og om innkreving. Muligheten til å fastsette regler om gebyr er ikke fulgt opp.

I saker som gjelder løpende informasjonsplikt og overtakelsestilbud treffer Oslo Børs enkeltvedtak i førsteinstans. I disse sakene, og i andre saker hvor det er klageadgang på børsens avgjørelser, er Børsklagenemnden klageinstans, se verdipapirhandelloven § 12-11. Etter verdipapirhandelloven § 12-12 dekkes klagenemndas utgifter av regulerte markeder på bakgrunn av en fordeling fastsatt av departementet etter forslag fra klagenemnda. Det kan kreves gebyr for behandling av klagen. Departementet kan gi nærmere regler om når gebyr skal kreves, om gebyrenes størrelse og om innkrevingen. Slike regler er gitt i verdipapirforskriften § 12-6. Her heter det at markedsoperatøren kan fastsette at utgiftene til godtgjørelse til klagenemndas medlemmer og sekretariat samt andre utgifter som påløper i forbindelse med klagebehandlingen skal dekkes av klageren, dersom klagenemnda ikke gir klageren medhold i klagen. Gjelder klagen en tvist mellom to parter, kan markedsoperatøren fastsette at utgiftene skal dekkes av den part som ikke gis medhold i klagenemnden. Fra 2012 har Oslo Børs krevet at utgiftene til Børsklagenemnden og sekretariat i forbindelse med behandling av en klagesak skal dekkes av den tapende part. Der klager får helt eller delvis medhold, kreves det ikke utgiftsdekning. Utgifter som ikke dekkes av klager, dekkes i dag av Oslo Børs.

For alle de nevnte klagenemndene fastsetter departementet nemndsmedlemmenes godtgjørelse, se verdipapirhandelloven § 12-12 første ledd, verdipapirhandelloven § 19-12 tredje ledd og regnskapsførerloven § 9 tredje ledd.

5.7.2 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at utgiftene til en klagenemnd på markedsområdet enten kan dekkes av departementet eller over Finanstilsynets budsjett. I sistnevnte tilfelle vil utgiftene til klagenemnda dekkes gjennom utligning på tilsynsenhetene. I begge tilfeller kan klagenemndas utgifter- i hvert fall delvis- dekkes av klager, ved at det kreves gebyr eller annen form for utgiftsdekning.

⁷ Som nevnt i kapittel 5.2 er både lov og forskrift vedtatt, men bestemmelsene er ikke satt i kraft og noen klagenemnd er ikke opprettet.

Utvalget har vurdert om det bør være anledning til å kreve noen form for kostnadsdekning fra klager, enten ved å ta gebyr, eller ved krav om dekning av faktiske kostnader. Utvalget bemerker at krav om gebyr, eller annen form for utgiftsdekning, kan bidra til at det blir færre ubegrunnede klager. Samtidig kan det virke urimelig at klager skal måtte betale for å få endret et mangelfullt eller galt vedtak. Som Forvaltningslovutvalget påpeker i NOU 2019: 5 kapittel 13.8, kan imidlertid innvendingene mot gebyr, eller annen kostnadsdekning, imøtekommes ved at klager ikke må betale når han får medhold. Utvalget bemerker at hovedtyngden av klagere på verdipapirmarkedet vil være profesjonelle aktører i verdipapirmarkedet, med god evne til å vurdere muligheten for å vinne frem. En mulighet for å kreve kostnader dekket der klager ikke vinner frem, er etter utvalgets syn en bedre løsning enn at utgiftene til slike klager skal måtte dekkes av tilsynsgruppene gjennom utligning. Utvalget bemerker imidlertid at det må påregnes at nemnda vil behandle saker av prinsipiell eller svært tvilsom art. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at det fastsettes bestemmelser om at det ved avgjørelsen om kostnadsdekning, foruten utfallet av saken, skal legges vekt på om saken var prinsipiell eller om det av andre grunner var rimelig å bringe saken inn for klagenemnda. Det vises til utkast til bestemmelse i verdipapirhandelloven § 19-12 tredje ledd. For å motvirke urimelige resultater, presiseres det også at klager kan ilegges delvis kostnadsdekning.

Utvalget bemerker for ordens skyld at bestemmelsene er utformet som regler om faktisk kostnadsdekning for klagesaken og ikke som regler om gebyr. Dette er i samsvar med dagens bestemmelser om kostnadsdekning for klagesaksbehandling i Børsklagenemnden og for den ikke iverksatte klagenemnda for finansiell rapportering. Det vises til verdipapirforskriften § 12-6 og verdipapirforskriften § 17-14.

For klagenemnda for finansiell rapportering er det lagt opp til at Finanstilsynet skal avgjøre om det skal kreves dekning av utgifter til klagesaksbehandlingen. Utvalget mener løsningen fremstår som unødvendig tungvinn. Det bemerkes at kostnadene ved avgjørelsene vil være forutsigbare (utgifter til godtgjørelse til medlemmer og sekretariat og reiseutgifter mv.) og avklart på det tidspunkt nemnda treffer sitt vedtak. Utvalget foreslår at nemnda selv fatter vedtak om kostnadsdekning sammen med vedtaket i klagesaken. Det vil motvirke formålet med opprettelsen av en klagenemnd på verdipapirmarkedet om depar-

tementet skal være klageinstans for eventuelle klager på vedtak om kostnadsdekning. Utvalget bemerker at forvaltningsloven § 28 tredje ledd fastsetter at klageinstansens vedtak som hovedregel ikke kan påklages videre. Forutsetningen for at bestemmelsen kommer til anvendelse er imidlertid at klagenemndas avgjørelse hører til saken, hvilket vil være tilfelle for et vedtak om kostnadsdekning. For å unngå tvil, foreslår utvalget at det presiseres at et vedtak om kostnadsdekning ikke kan påklages videre. Endelig foreslår utvalget at vedtak om kostnadsdekning skal være tvangsgrunnlag for utlegg. Utvalget viser til utkast til nye bestemmelser i verdipapirhandelloven § 19-12. Utvalget foreslår at departementet fastsetter medlemmenes godtgjørelse slik de nå gjør for de øvrige klagenemndene, herunder Børsklagenemnden.

Selv om utvalget legger til grunn at klager som ikke gis medhold, skal bære kostnadene forbundet med klagesaksbehandlingen, vil det være utgifter som ikke vil dekkes av kostnadsdekning fra klager. Disse utgiftene kan enten dekkes av departementet eller ved utligning gjennom Finanstilsynets budsjett. Utvalget bemerker at en ordning der utgiftene til klagesaksbehandling i nemnd dekkes over Finanstilsynets budsjett bryter med forvaltningslovens hovedspor, hvor utgiftene til klagesaksbehandling oppbæres av det offentlige. Løsningen vil innebære økte kostnader for de aller fleste utligningsgruppene som vil være med og dekke utgiftene til ordningen, idet departementet etter dagens regler er klageinstans for alle saker på verdipapirområdet, unntatt saker hvor Oslo Børs treffer vedtak i første instans og Børsklagenemnden er klageinstans.⁸ På den annen side vil antakelig opprettelse av en klagenemnd lede til kortere saksbehandlingstid og til hurtig avklaringer av rettstilstanden der denne fremstår som tvilsom.

På de områdene hvor det er opprettet en klagenemnd for Finanstilsynets vedtak, er utligningssystemet lagt til grunn også for finansiering av klagenemnda, se verdipapirhandelloven § 19-12 tredje ledd, revisorloven § 9 tredje ledd og finanstilsynsloven § 9 femte og syvende ledd. Sistnevnte bestemmelser fastsetter at utgiftene forbundet med (den ikke-iverksatte) klagenemnda for finansiell rapportering og Revisor- og regnskapsklage-

⁸ For disse sakene dekker markedsoperatøren etter dagens regler de utgiftene til klagebehandling som ikke dekkes av gebyr. Dersom Børsklagenemnden legges ned, vil markedsoperatøren få reduserte kostnader idet sakene overføres til en ny klagenemnd med et annet mandat og hvor utgiftene utlignes på flere markedsaktører.

nemnden skal dekkes av henholdsvis utstederne og revisorer og regnskapsførere. *Utvalgets flertall*, bestående av lederen Truyen og medlemmene Irgens, Lund, Grandal, Vidjeland og Stray kan vanskelig se noen begrunnelse for at reglene om kostnadsdekning forbundet med klagenemndsbehandling skal variere fra tilsynsområde til tilsynsområde. En løsning der de utgiftene til klagenemndas virksomhet som ikke kreves inn gjennom kostnadsdekning fra klager, dekkes over Finanstilsynets budsjett og utlignes på de gruppene som bærer utgiftene ved tilsynet med de alminnelige bestemmelsene i verdipapirhandelloven fremstår slik flertallet ser det, best i samsvar med prinsippene som for øvrig er lagt til grunn for finansiering av tilsynet med finansmarkedet og i tråd med det som til nå er lagt til grunn ved klagenemndsbehandling på finansområdet for øvrig.

Et *mindretall* bestående av Solem, Sigurdsen og Nygaard, foreslår at Finansdepartementet skal dekke residualkostnadene til klagenemndas virksomhet som ikke kan finansieres gjennom kostnadsdekning fra klagerne. Mindretallet bemerker at det som utgangspunkt er Finansdepartementet som skal behandle klager over Finanstilsynets

vedtak, samtidig som departementets utgifter dekkes over offentlige budsjetter. Flertallets forslag om at residualkostnadene i stedet skal dekkes over Finanstilsynets budsjett, innebærer at disse kostnadene faller på de samme utligningsgruppene som bærer utgiftene ved tilsynsarbeidet på verdipapirmarkedet. Mindretallet mener det ikke vil være rimelig at residualkostnadene skal bæres av foretak som ikke er part i klagesakene, det vil si foretak som er under tilsyn.

Videre kan ikke mindretallet se at det bør legges vesentlig vekt på at flertallets løsning ble valgt ved finansieringen av utgiftene til Klagenemnd for finansiell rapportering og Revisor- og regnskapsklagenemnden. Mindretallet vil i denne forbindelse vise til at klagenemnda som nå foreslås opprettet, i vesentlig grad skiller seg fra de nevnte nemndene, ved at den også vil behandle klager fra privatpersoner og foretak som ikke er omfattet av utligningssystemet

I henhold til flertallets forslag foreslår utvalget at finanstilsynsloven § 9 tredje ledd endres slik at utgiftene til den nye klagenemnda dekkes av bestemmelsen.

Kapittel 6

Forslag til nærmere regler for klagenemnda

6.1 Innledning

Forvaltningsloven inneholder kun to regler som særskilt gjelder saksbehandling i nemnder; § 8 om avgjørelse av habilitetsspørsmål og § 11 c om Kongens adgang til å gi regler om nemnder. For øvrig gir særlovgivningen bestemmelser om organisering og saksbehandling i de ulike nemndene. Dersom det ikke er gitt avvikende regulering i særlovgivningen, gjelder forvaltningslovens regler for klagesaksbehandling i nemnd.

På verdipapiriområdet gis det regler om klagebehandling i Børsklagenemnden i verdipapirhandelloven § 12-11, og om klagenemnd for finansiell rapportering i § 19-12 med tilhørende forskrifter. Sistnevnte regler er til en viss grad bygget på reglene som gjelder for Børsklagenemnden,¹ men reglene er ikke satt i kraft og noen klagenemnd er ikke opprettet. Det vil si at Finansdepartementet er klageinstans for alle enkeltvedtak på verdipapiriområdet, bortsett fra vedtak som gjelder løpende informasjonsplikt og utsatt offentlighet og vedtak som gjelder overtakelsestilbud, hvor Oslo Børs fatter vedtakene i første instans.

I denne utredningen foreslår utvalget å oppheve delegasjonen av tilsynet med den løpende informasjonsplikten og overføre oppgaven som tilbudsmyndighet til Finanstilsynet, å legge ned Børsklagenemnden og å opprette en klagenemnd for Finanstilsynets vedtak på markedsområdet. Tilsynet med reglene om finansiell rapportering i verdipapirhandellovens kapittel fem jfr. § 19-1 annet og femte ledd utgjør etter utvalgets forslag en del av markedstilsynet, og vil dermed omfattes av den nye klagenemndas kompetanse. Foruten forslag om endringer i kompetansebestemmelsen i verdipapirhandelloven § 19-12 (ny § 19-11), foreslår utvalget at det lages et nytt underkapittel i verdipapirforskriften – kapittel 17 om klagenemnd – slik at gjeldende bestemmelser i verdipapirfor-

skriftens §§ 17-11 flg., som gjelder den ikke-opprettede klagenemnda for finansiell rapportering, oppheves og erstattes med bestemmelser tilpasset den nye klagenemnda (nye §§ 17-10 flg.). Utvalget har lagt opp til at de overordnede reglene om nemnda innarbeides i verdipapirhandelloven §§ 19-11 flg., mens de nærmere reglene om nemndas sammensetning, organisering og saksbehandling innarbeides i verdipapirforskriften. I forslagene til nye regler om organisering og saksbehandling i nemnda har utvalget sett hen til reglene som i dag gjelder for klagenemndene som er opprettet i medhold av verdipapirhandelloven og til reglene som er gitt for Revisor- og regnskapsklagenemnden. Forvaltningslovutvalget har i NOU 2019: 5 foreslått enkelte generelle saksbehandlingsregler for nemnder. Verdipapirlovutvalget har på enkelte områder foreslått like lydende regler.

6.2 Oppnevning og sammensetning av nemnda

6.2.1 Gjeldende rett

Som nevnt i kapittel 6.1, er Finansdepartementet klageinstans for alle vedtak på verdipapiriområdet unntatt vedtak som gjelder løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring og vedtak som gjelder overtakelsestilbud. Disse sakene behandles av Oslo Børs i første instans og Børsklagenemnden behandler klage på vedtakene. Børsklagenemnden skal ha en leder og en nestleder som begge skal ha juridisk embetseksamen, jf. verdipapirhandelloven § 12-11 første ledd. Leder og nestleder oppnevnes av departementet. Etter bestemmelsens femte ledd kan departementet fastsette forskrifter om nemndas virksomhet, herunder om sammensetning. Slike regler er gitt i verdipapirforskriften § 12-4 som fastsetter at Børsklagenemnden skal bestå av fem medlemmer og fem varamedlemmer. Medlemmene og varamedlemmene oppnevnes av departementet for en periode på inntil fire år. Etter forskriften skal leder

¹ Høringsnotat Forskrift om kontroll med børsnoterte utstederforetaks finansielle rapportering mv. Oslo, 15. desember 2004 kapitel 2.10.

og nestleder oppfylle lovens krav til høyesterettsdommere.

Verdipapirhandeloven § 19-12 med tilhørende forskrifter gir som nevnt i kapittel 6.1, ikke-iverksatte regler om klagenemnd for finansiell rapportering. Bestemmelsens annet ledd fastsetter at departementet i forskrift kan gi nærmere regler om sammensetning av klagenemnda. Etter verdipapirforskriften § 17-12 første ledd skal klagenemnda bestå av fem medlemmer med personlige varamedlemmer som oppnevnes for en periode på fire år. Ved første gangs oppnevning, oppnevnes tre av medlemmene for fire år og to av medlemmene for to år, mens alle varamedlemmene oppnevnes for to år. Nemnda skal ha en leder og en nestleder. Nemnda skal settes sammen slik at den sikres høy regnskapsfaglig og juridisk kompetanse.

For Revisor- og regnskapsklagenemnden er det gitt regler om oppnevning og sammensetning i forskrift om klagenemnd for revisor- og regnskapsførersaker § 2. Klagenemnda skal bestå av fem medlemmer og tre varamedlemmer som oppnevnes av departementet for en periode på inntil tre år. Nemnda skal ha en leder og en nestleder, utpekt av departementet. Nemnda skal settes sammen slik at den sikres høy juridisk, regnskapsfaglig, revisjonsfaglig og regnskapsførerfaglig kompetanse. Nemnda kan ikke settes sammen slik at personer som er oppdragsansvarlige revisorer eller regnskapsførere, eller som utfører arbeid for godkjent revisjonsselskap eller regnskapsførerselskap, eller personer selskapet har samarbeidsavtale med, får et flertall av nemndas medlemmer.

I forvaltningen ellers varierer antall medlemmer i klagenemndene nokså mye, som oftest har de enten tre eller fem medlemmer. På Finansdepartementets område er Skatteklagenemnda delt inn i flere mindre avdelinger med tre medlemmer (alminnelig avdeling) og (minst) en avdeling med fem medlemmer (stor avdeling), med en felles leder og nestleder for alle avdelingene. Organiseringen må ses i lys av at Skatteklagenemnda både har mange og mangeartede saker til behandling, som spenner fra det helt enkle til store saker med kompliserte faktiske og juridiske problemstillinger. Konkurransesklagenemnda har åtte medlemmer, hvor den enkelte sak avgjøres med enten tre eller fem medlemmer. Stiftelsesklagenemnda har tre medlemmer med personlige varamedlemmer.

6.2.2 Utvalgets vurderinger

Avgjørelser fattet av en klagenemnd for Finanstilsynets avgjørelser på markedsområdet, vil ha

betydning for tilsynet med verdipapirmarkedet. Klagenemndas avgjørelser vil være av betydning for forståelsen av markedsaktørenes plikter etter lov- og forskrift, og vil gi veiledning til markedsaktørene. Utvalget bemerker at flere viktige hensyn må ivaretas når en klagenemnd på verdipapirmarkedsområdet skal bemannes.

For det første er det viktig at nemnda bemannes på en måte som innebærer at kvaliteten på avgjørelsene i klagesaker opprettholdes på et høyt nivå når klagesaksbehandlingen overføres fra departementet til klagenemnd. Kvalitativt gode avgjørelser er en forutsetning for tilliten til avgjørelsene, og kan redusere behovet for domstolsbehandling ved at partene i større grad aksepterer nemndas vurderinger. Utvalget mener derfor det bør stilles høye krav til nemndsmedlemmenes kompetanse.

For det annet må nemnda bemannes på en måte som innebærer at nemnda opptre- og oppfattes å opptre uavhengig av aktørene i markedet. Ved sammensetning av nemnda må derfor behovet for kompetanse veies opp mot hensynet til bransjeuavhengighet og tilliten til at tilsynet med verdipapirmarkedet utføres av en instans uten subjektive interesser i resultatet av avgjørelsene. Sistnevnte hensyn taler mot å tillate personer med aktive roller i verdipapirmarkedet som medlemmer av nemnda, for eksempel ansatte i verdipapirforetak og regulerte markeder samt advokater med aktive roller i markedet.

Etter dagens regler utpeker departementet medlemmer og varamedlemmer til både Børsklagenemnden og Revisor- og regnskapsklagenemnden. Utvalget foreslår at det fastsettes at departementet oppnevner medlemmer og varamedlemmer til nemnda.

Utvalget bemerker at hensynet til kostnader og effektivitet tilsier å begrense antall medlemmer i nemnda. Samtidig må nemnda settes sammen slik at behovet for fagkunnskap, kompetanse fra verdipapirmarkedet og en viss allsidighet ivaretas. Så langt utvalget kjenner til har ordningen med fem faste medlemmer i Børsklagenemnden og Revisor- og regnskapsklagenemnden fungert godt. Utvalget bemerker at nemndas kompetanse vil spenne over en stor del av verdipapirlovgivningen, og vil omfatte alt fra saker om overtredelse av markedsmisbruksreglene til reglene om periodisk rapportering og riktig pris i et overtakelsestilbud. Det kan dermed være behov for både juridisk, revisjonsfaglig og økonomisk kompetanse. Utvalget mener det bør fremgå av regelverket at nemnda må settes sammen av personer med fagkompetanse av betydning på saksfeltet.

Utvalget foreslår at det stilles krav om juridisk, revisjonsfaglig eller økonomisk kompetanse, alternativt lang erfaring fra verdipapirmarkedet. Utvalget foreslår imidlertid ikke regler om en fast fagsammensetning av nemnda, eller at varamedlemmene skal være personlige. Hva som er en god nok sammensetning av klagenemnda vil bero på flere forhold som kan være knyttet både til hvert enkelt medlems personlige erfaring og kompetanse, og klagenemndas samlede kompetanse som kollegium. Et krav om en fast sammensetning kan være vanskelig å praktisere, og kan medføre at gode kandidater glipper på grunn av formalia. Utvalget legger til grunn at departementet vil gjøre denne typen avveininger ved oppnevningen og at leder for nemnda vil se hen til kompetansebehovet i den enkelte sak når et varamedlem skal kalles inn.

Utvalget foreslår at det stilles krav om at leder og nestleder i nemnda skal være jurist som tilfredsstiller kravene til å være dommer. Saker for nemnda vil i stor grad bestå av rettsanvendelse og vil kreve samme juridisk kompetanse som i en domstol. Det vil være en fordel for nemndas tillit og legitimitet om lederen for nemnda ikke bare har dommerkompetanse, men også dommererfaring. Utvalget foreslår imidlertid ikke at det stilles krav om sistnevnte, idet det er uvisst om kravet lar seg oppfylle. Utvalget foreslår at departementet oppnevner leder og nestleder for nemnda.

Utvalget foreslår ikke at det gis regler om hvilke roller i verdipapirmarkedet som utelukker representasjon i nemnda. Utvalget legger til grunn at en slik vurdering uansett vil være skjønnsmessig og at det neppe vil være mulig å lage noen uttømmende liste. Utvalget legger til grunn at departementet ved oppnevning av medlemmer vil sørge for at personer som innehar roller i verdipapirmarkedet som er egnet til å skape tvil om vedkommendes uavhengighet, ikke blir oppnevnt.

I NOU 2019: 5 kapittel 30.5.2 uttaler Forvaltningslovutvalget at regler om oppnevningsperiodens lengde, om rullerende oppnevning og om gjenoppnevning kan bidra til å skape kontinuitet i nemndas arbeid. Forvaltningslovutvalget fremholder at disse hensynene kan ivaretas gjennom regler i særlovgivningen, men foreslår som en generell regel som kan fravikes i den enkelte særlov, en standardregel om oppnevning for fire år med adgang til én gjenoppnevning, se utkast til forvaltningslov § 66.

Børsklagenemndens medlemmer oppnevnes for en periode på fire år. Det samme gjelder for

Revisor og regnskapslagenemnden. Utvalget foreslår at en fireårsregel gjøres gjeldende også for denne nemnda. Utvalget bemerker at oppnevningsperioden bør være så lang at den gir grunnlag for kontinuitet i nemndas arbeid. Ved første gangs oppnevning, foreslår utvalget at tre av medlemmene oppnevnes for fire år og to av medlemmene for to år, mens alle varamedlemmene oppnevnes for to år, slik det er fastsatt for (den ikke iverksatte) klagenemnda for finansiell rapportering.

Utvalget foreslår at det fastsettes en regel om at medlemmene i nemnda kan gjenoppnevnes. Utvalget foreslår ikke å begrense muligheten for gjenoppnevning til én periode. Utvalget bemerker at tilgangen til medlemmer med relevant kompetanse på verdipapirområdet erfaringsmessig er nokså begrenset, slik at muligheten for å beholde velkvalifiserte medlemmer veier tungt. Utvalget legger til grunn at departementet uansett vil vurdere behovet for ny eller endret kompetanse i nemnda på tidspunktet der oppnevningen skjer.

I NOU 2019: 5 kapittel 30.5.2 drøfter Forvaltningslovutvalget spørsmålet om adgang til å løse medlemmer fra oppdraget, enten ut fra eget ønske eller ut fra oppnevningsmyndighetens behov. Forvaltningslovutvalget antar at behovet for regler kan variere fra område til område, men at det bør gis regler som avklarer spørsmålet. Forvaltningslovutvalget foreslår en generell lovregel om adgangen til å løse et nemndsmedlem fra vervet. Etter Forvaltningslovutvalgets forslag vil medlemmer kunne be om fratredelse av personlige grunner. Oppnevningsmyndigheten vil kunne løse vedkommende fra sine oppgaver, dersom vedkommende grovt har krenket pliktene som følger med vervet. Endelig foreslår Forvaltningslovutvalget at oppnevningsmyndigheten skal kunne løse et medlem fra vervet dersom det er nødvendig for at nemnda skal kunne ivareta sine oppgaver. Verdipapirlovutvalget mener at det er hensiktsmessig å innføre en tilsvarende bestemmelse for en nemnd på verdipapirområdet, ettersom det ennå ikke er vedtatt generelle bestemmelser i forvaltningsloven. Utvalget bemerker at det her som i andre klagenemnder kan oppstå behov for å skifte ut medlemmer, både av personlige grunner og på grunn av andre forhold. Dersom et nemndsmedlem må fratredelse, legger utvalget til grunn at departementet bør kunne velge om et nytt medlem skal utnevnes, eller om et varamedlem skal rykke opp og et nytt varamedlem utnevnes. Utvalget viser til utkast til bestemmelse i verdipapirforskriften § 17-12.

6.3 Sekretariatsfunksjon

6.3.1 Gjeldende rett

Uavhengig av om en klage behandles i overordnet organ, eller om den behandles i nemnd, vil klagen måtte fremsettes overfor Finanstilsynet som har truffet vedtak i første instans, i tråd med reglene i forvaltningsloven § 32. Finanstilsynet skal deretter foreta de undersøkelser klagen gir grunn til, og vurdere om vedtaket skal oppheves eller endres, se forvaltningsloven § 33. Dersom vedtaket ikke endres, sendes sakens dokumenter til klageinstansen så snart saken er ferdig tilrettelagt.

De fleste nemnder blir bistått av et sekretariat. Hvilke oppgaver sekretariatet ivaretar varierer fra område til område. Normalt vil sekretariatet bistå med praktisk tilrettelegging knyttet til nemndas møteavvikling, føring av møteprotokoll og å fremskaffe bakgrunnsmateriale for nemndas diskusjoner. Sekretariatet utarbeider saksfremlegg som grunnlag for nemndas avgjørelser og foretar praktisk organisering av arbeidet. Noen ganger skriver sekretariatet også utkast til avgjørelser.²

Etter verdipapirforskriften § 12-6 treffer departementet bestemmelse om Børsklagenemndens sekretariat. Det samme gjelder for Revisor- og regnskapsklagenemnden, se forskrift om klagenemnd for revisor- og regnskapsførersaker § 4. Tilsvarende regel er også gitt for den ikke-iverksatte klagenemnda for finansiell rapportering i verdipapirforskriften § 17-14.

I praksis har departementet valgt ulik organisering av sekretærfunksjonen for de to operative nemndene. For Børsklagenemnden utfører departementet selv sekretariatsfunksjonen, mens det kjøpes sekretærtjenester for Revisor- og regnskapsklagenemnden.

6.3.2 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at et viktig hensyn når organisering av klagefunksjonen skal fastlegges, er å sikre tilstrekkelig distanse mellom underinstansen og klageinstansen. Utvalget mener på denne bakgrunn at sekretariatsfunksjonen ikke bør legges til Finanstilsynet. Det er for øvrig flere måter å organisere en sekretariatsfunksjon på. Sekretariatsfunksjonen kan være tilknyttet nemnda direkte, den kan dekkes ved kjøp av tjenester eller den kan utføres av departementet. Utvalget er kjent med at

det i praksis kan være utfordrende å finne gode og kostnadseffektive løsninger for sekretariatsfunksjonen. Kompetanse på verdipapirområdet er en åpenbar fordel, samtidig som heller ikke sekretæren for nemnda bør ha bransjetilknytning som gjør at det kan reises spørsmål om uavhengighet. Utvalget foreslår at det fastsettes at departementet organiserer sekretariatsfunksjonen, uten at det gis mer utførlige regler for sekretariatet. Utvalget bemerker at en bestemmelse om at departementet skal organisere sekretariatsfunksjonen, sikrer tilstrekkelig avstand til underinstansen, samtidig som regelen gir departementet rom for å velge ulike løsninger etter skiftende behov og hva som er praktisk mulig å få til. Det vises til utkast til bestemmelse i verdipapirhandelloven § 19-12 første ledd.

6.4 Saksbehandlingsregler

6.4.1 Gjeldende rett

Forvaltningslovens kapittel VI om klagebehandling gjelder for klagesaksbehandling i klagenemnd i offentlig forvaltning med mindre annet er bestemt i særlovgivningen.

Også for Børsklagenemnden, som dels behandler klager over enkeltvedtak og dels behandler klager på andre beslutninger truffet av Oslo Børs, er det fastsatt at forvaltningsloven gjelder, se verdipapirhandelloven § 12-11 tredje ledd. Det er imidlertid gitt enkelte regler om saksbehandling i verdipapirforskriften § 12-5 som avviker fra forvaltningslovens regler. Verdipapirforskriften §12-5 annet ledd fastsetter at klagefristen på markedsoperatørens vedtak skal være to uker. For klageberettigede som ikke er gitt melding om markedsoperatørens vedtak, og som heller ikke har krav på slik melding, løper klagefristen fra offentliggjøring av markedsoperatørens vedtak. Bestemmelsens tredje ledd gir regler om innholdet i klagen. Klagen skal fremsettes skriftlig. Klagen skal inneholde en fullstendig redegjørelse for de feil i rettsanvendelsen, faktiske forhold eller saksbehandling som det gjøres gjeldende at foreligger i det vedtak som er påklaget. Dersom det anføres at markedsoperatørens vedtak bygger på et uriktig eller mangelfullt faktisk grunnlag, skal klagen inneholde en samlet og fullstendig redegjørelse for de fakta klageren mener skal legges til grunn. Er det tidligere gitt en slik redegjørelse overfor markedsoperatøren, kan det vises til denne. Der markedsoperatørens og klagenemndas avgjørelse vil bero på et skjønn, skal klagen inneholde de momenter klageren mener har

² En gjennomgang av sekretariatsfunksjonen i ulike nemnder er gitt i NOU 2019: 5 kapittel 30.5.5.

betydning ved skjønnsutøvelsen. I fjerde til åttende ledd gis det detaljerte regler om saksforberedelsen, herunder om fremdrift, frister og tilsvaretsrett. Syvende ledd fastsetter at saken normalt skal avgjøres på grunnlag av sakens dokumenter, men hvis særlige grunner foreligger kan det beslutte å holde muntlig forhandling hvor parter og vitner kan oppfordres til å forklare seg. Etter tiende ledd skal avgjørelser og beslutninger som gjelder saksforberedelsen treffes av klagenemndens leder, eller etter lederens bemyndigelse – av et av de øvrige medlemmer.

Verdipapirforskriften § 17-13 gir regler om saksbehandling for klagenemnda for finansiell rapportering. Reglene er ikke iverksatt. Reglene er utformet etter mønster fra bestemmelsen som gjelder for Børsklagenemnden, men uten at det er gitt særlige regler om frister og fremdrift i klagebehandlingen. Kravene til innholdet i klagen er imidlertid de samme som for Børsklagenemnden. Det er også gitt sammenfallende regler om adgangen til å holde muntlig forhandling og om beslutninger undersaksforberedelsen. Også for Revisor- og regnskapsklagenemnden er det gitt en viss adgang til å holde muntlig forhandling, se Forskrift om klagenemnd for revisor- og regnskapsførersaker § 3 annet ledd. Reglene om beslutninger under saksforberedelsen er også de samme som for de andre nemndene, se § 3 fjerde ledd. Det er for øvrig ikke gitt særlige saksbehandlingsregler for Revisor- og regnskapsklagenemnden.

Det er sammenfallende regler om nemndenes vedtaksførhet for Børsklagenemnden, Klagenemnda for finansiell rapportering og Revisor- og regnskapsklagenemnden. For samtlige nemnder er det fastsatt at nemnda er vedtaksfør når fire av de innkalte medlemmene møter, se verdipapirforskriften § 12-4 annet ledd, verdipapirforskriften § 17-12 annet ledd og Forskrift om klagenemnd for revisor- og regnskapsførersaker § 2 tredje ledd. Verdipapirforskriften § 12-4 tredje ledd og § 17-12 tredje ledd gir regler om møteledelse der nemndas formann har forfall.

6.4.2 Utvalgets vurderinger

6.4.2.1 Utgangspunkter

Etter dagens regler behandles de aller fleste klager som etter utvalgets forslag skal behandles i nemnd, av departementet på grunnlag av forvaltningslovens regler for klagebehandling. For disse sakene er det ikke gitt regler som avviker fra forvaltningslovens regler. Saker som gjelder løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring samt

saker om overtakelsestilbud behandles i Børsklagenemnden. Som nevnt i kapittel 6.4.1, er det gitt enkelte regler om saksbehandling i Børsklagenemnden som avviker fra forvaltningslovens regler. Blant annet gir verdipapirforskriften omfattende regler om saksbehandlingsfrister og fremdrift i sakene, samt om innholdet i klagen. Utvalget har lagt til rette for at det kan utarbeides særlige saksbehandlingsregler i utkastet til forskriftsbestemmelse i § 19-11 fjerde ledd. Utvalget legger til grunn at forvaltningslovens regler om klagebehandling vil være egnet også for nemndas klagesaksbehandling. Der det er et påvist behov, må det imidlertid utarbeides særlige regler. Som nevnt i kapittel 6.1 gir forvaltningsloven i dag ikke regler om klagebehandling i nemnd. Det er derfor behov for å gi enkelte regler om organisering av arbeidet i nemnda.

I gjeldende § 19-12 er det presisert at forvaltningsloven kommer til anvendelse for virksomheten til klagenemnda for finansiell rapportering. I verdipapirforskriften § 17-11 annet ledd er det presisert at klagenemnda kan prøve alle sider av de vedtak som er gjenstand for klage. Forskriften § 17-13 presiserer at bestemmelsene i forvaltningsloven kapittel VI gjelder for klagebehandlingen, med de endringer og tillegg som følger av de særlige saksbehandlingsreglene i bestemmelsen. Tilsvarende regler er gitt for Børsklagenemnden. Utvalget bemerker at forvaltningslovens alminnelige regler gjelder for nemndas klagesaksbehandling med mindre annet er sagt. Utvalget kan dermed ikke se at det er noe materielt behov for å videreføre denne typen regler. Utvalget mener imidlertid at det har en pedagogisk funksjon å minne klager om at reglene i særloven ikke er fullstendige regler for klagesaksbehandlingen, men utgjør unntak og tillegg til de alminnelige reglene i forvaltningsloven. Det vises til utkast til verdipapirforskrift § 17-13 første ledd som presiserer dette.

6.4.2.2 Klagefrist

For klagesaker som behandles i departementet gjelder forvaltningslovens regler om klagefrist. For Børsklagenemnden er det fastsatt en frist på to uker, se verdipapirforskriften § 12-5 annet ledd. Utvalget bemerker at forvaltningslovens alminnelige klagefrist på tre uker er en godt innarbeidet frist som de fleste er kjent med og som ikke bør fravikes med mindre det er et klart identifisert behov.

Børsklagenemnden behandler enkelte saker hvor behovet for raske avgjørelser er påtrengende

og hvor den nye klagenemnda etter forslaget vil overta oppgaven som klageinstans. Dette gjelder saker om overtakelsestilbud. I slike saker er ofte tidsaspektet svært viktig, både for selskapet som er gjenstand for overtakelse, investorene og markedet som sådant. En forlengelse av klagefristen i disse sakene vil etter utvalgets syn, være uheldig. Utvalget foreslår at det for saker om overtakelsestilbud opprettholdes en klagefrist på to uker. For øvrig mener utvalget at det ikke er noe sterkt behov for å fravike den alminnelige klagefristen i forvaltningsloven. En generell nedkorting av klagefristen gir klager dårligere tid til å utarbeide klagen, hvilket kan gå på bekostning av innholdet i klagen og gjøre selve klagesaksbehandlingen mer tidkrevende.

Utvalget foreslår i tillegg at det innføres en generell regel om at klagefristen løper fra offentliggjøring av Finanstilsynets vedtak i tilfeller der den klageberettigede ikke er gitt melding om vedtaket, og heller ikke har krav på slik melding. Tilsvarende regel er i dag gitt for Børsklagenemnden i verdipapirforskriften § 12-5 annet ledd. Det vises til utkast til bestemmelser om klagefrist i verdipapirforskriften § 17-13 annet og tredje ledd.

6.4.2.3 *Krav til begrunnelse og innhold*

Utvalget kan ikke se at det er behov for å stille krav til innholdet i klagen som er mer omfattende enn de som følger av forvaltningslovens regler. Utvalget legger til grunn at klagen som skal behandles i nemnda vil variere nokså mye i kompleksitet og omfang. Den typen omfattende innholdskrav som verdipapirforskriften § 12-5 tredje ledd stiller for klager til Børsklagenemnden, vil ikke passe for alle saker på verdipapirmarkedsområdet. Omfattende innholdskrav vil kunne heve terskelen for å klage uten advokatbistand og vil dermed kunne virke kostnadsdrivende. For saker med komplekse problemstillinger hvor store verdier står på spill, legger utvalget til grunn at reglene om krav til innhold i klagen i praksis har minimal betydning. Klager har i slike saker sterk egeninteresse i å fremstille de faktiske og juridiske forhold som ligger til grunn for klagen så utførlig som mulig. All erfaring tilsier at klagerne legger grundig arbeid i å underbygge klagen så langt det lar seg gjøre, både faktisk og rettslig.

6.4.2.4 *Skriftlig eller muntlig behandling – krav om møteprotokoll*

Klagesaksbehandlingen i departementet skjer skriftlig på grunnlag av sakens dokumenter. For Børsklagenemnden er hovedregelen at saken skal

avgjøres på grunnlag av sakens dokumenter, men hvis særlige forhold tilsier det, kan det holdes muntlig forhandling, se verdipapirforskriften § 12-5 niende ledd. Utvalget mener det ikke bør åpnes adgang til å avholde muntlig forhandling i den nye klagenemnda. Utvalget kan vanskelig se at det er større behov for muntlig forhandling i klagenemnd, enn det er ved klagesaksbehandling i departementet. Utvalget mener skriftlig behandling er forsvarlig ut fra et rettsikkerhetsperspektiv. Utvalget bemerker også at det er et selvstendig poeng å unngå regler som kan virke kostnadsdrivende for klageordningen. På denne bakgrunn foreslår utvalget at det utarbeides en regel om at klagebehandlingen skjer på grunnlag av sakens dokumenter. Det vises til utkast til verdipapirforskrift § 17-13 fjerde ledd.

Et annet spørsmål er om selve klagebehandlingen må skje i møte, eller om det skal være en viss adgang til skriftlig behandling. Skriftlig behandling ved sirkulasjon av dokumenter og utkast til vedtak kan i enkle saker være en rimelig og effektiv form for saksbehandling, og det kan bidra til effektivitet der saken haster. Forvaltningslovutvalget har foreslått en generell regel som gir en viss adgang til skriftlig behandling, se NOU 2019: 5 utkast til § 69. Etter bestemmelsen skal en klagenemnd som hovedregel avgjøre saken i møte, på grunnlag av de saksdokumentene som foreligger når den mottar klagen. Vedtak kan treffes ved sirkulasjon til nemndsmedlemmene hvis saken haster, eller hvis saken er kurant på bakgrunn av en prinsippavgjørelse om tilsvarende forhold. Utvalget foreslår at en tilsvarende bestemmelse innarbeides i verdipapirforskriften § 17-13, femte ledd med den modifikasjon at saken kan avgjøres ved skriftlig behandling dersom den er kurant, uten at det stilles krav om at grunnen må være at det foreligger en tidligere prinsippavgjørelse. Så lenge saken ikke inneholder faktiske eller juridiske problemstillinger som bør drøftes i møte, bør kurante saker kunne sirkuleres og avgjøres ved skriftlig behandling.

Uavhengig av om behandlingen er skriftlig eller muntlig, foreslår utvalget at det utarbeides en regel om møteprotokoll, etter mønster av bestemmelsen Forvaltningslovutvalget foreslår i NOU 2019: 5 utkast til § 71. Det vises til utkast til bestemmelse i verdipapirforskriften § 17-13 sjette ledd.

6.4.2.5 *Vedtaksførhet og flertallskrav*

Det er sammenfallende regler om nemndenes vedtaksførhet for Børsklagenemnden, Klage-

nemnda for finansiell rapportering og Revisor- og regnskapsklagenemnden. For samtlige nemnder er det fastsatt at nemnda er vedtaksfør når fire av de innkalte medlemmene møter, se verdipapirforskriften § 12-4 annet ledd, verdipapirforskriften § 17-12 annet ledd og Forskrift om klagenemnd for revisor- og regnskapsførersaker § 2 tredje ledd. I NOU 2019: 5 foreslår Forvaltningslovutvalget en generell regel om at nemnder kan treffe vedtak når mer enn halvparten av medlemmene er til stede under forhandlingene og avgir stemme. Vedtak skal etter forslaget treffes ved alminnelig flertall av de avgitte stemmene. Det gis videre regler om at nemndsmedlemmer har plikt til å avgi stemme. Det stilles forslag om at et medlem kan søke om å bli fritatt fra å delta i behandlingen av en sak av personlige grunner. Etter forslaget skal det opplyses om eventuell dissens.

Utvalget legger til grunn at et varamedlem vil kalles inn dersom et medlem i nemnda melder forfall på et tidspunkt hvor det fortsatt er praktisk mulig å kalle inn varamedlemmet. Reglene om vedtaksførhet er dermed kun praktiske ved plutselig forfall og der det ikke har vært mulig å kalle inn et varamedlem. Slik utvalget ser det, taler hensynet til effektivitet og kostnader for at reglene om vedtaksførhet ikke er strengere enn nødvendig. Disse hensynene må imidlertid veies mot hensynet til at nemnda til enhver tid må besitte tilstrekkelig samlet kompetanse. Utvalget legger til grunn at en regel om vedtaksførhet når mer enn halvparten av medlemmene er til stede, vil ivareta begge hensyn i tilstrekkelig grad. Utvalget foreslår videre at det fastsettes regler om at nemnda treffer vedtak ved alminnelig flertall, og at det skal opplyses om eventuelle dissenser. Utvalget foreslår imidlertid ikke at det innføres regler om stemmeplikt og rett til å bli fritatt fra å stemme av personlige grunner. Det vises til forslag til regler i verdipapirforskriften § 17-11 femte ledd og § 17-13 sjette ledd.

6.5 Saksomkostninger

6.5.1 Gjeldende rett

For saker der Finanstilsynet har truffet vedtaket som påklages gjelder forvaltningsloven § 36 om saksomkostnader. I bestemmelsens første ledd reguleres partens rett til å få dekket saksomkostnader av forvaltningen. I annet ledd reguleres retten til å få saksomkostnadene dekket av andre parter. I tredje og fjerde ledd er det regler om saksbehandlingen av saksomkostnadsspørsmålet, herunder hvilken instans som skal dekke saksomkostnadene.

For Børsklagenemnden er det gitt regler om saksomkostninger i verdipapirforskriften § 12-8. Første ledd gir regler der en sak i det vesentlige er en tvist mellom to eller flere parter. Annet ledd gir regler om markedsoperatørens adgang til å kreve saksomkostninger av en part som ikke vinner frem, mens tredje ledd gir regler om når saksomkostningskravet må fremsettes.

6.5.2 Utvalgets vurderinger

Som omtalt i kapittel 5.1 faller deler av problemstillingene i det opprinnelige mandatet bort idet utvalget foreslår å overføre tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring og oppgaven som tilbudsmyndighet til Finanstilsynet. Med utvalgets forslag faller spørsmålet om hvem som bør bære ansvaret for eventuelle saksomkostninger når vedtak fattet av regulert marked endres til gunst for klager bort. Etter tilleggsmandatet skal imidlertid utvalget vurdere om det er behov for særlige regler om saksomkostninger for saker som etter forslaget vil behandles i klagenemnd og ikke av departementet.

Utvalget kan ikke se at det er grunn til å vurdere spørsmålet om klager skal ha rett til å få dekket sine saksomkostninger ulikt ut fra hvilket klageløp det legges opp til for Finanstilsynets vedtak. De samme hensyn gjør seg gjeldende uavhengig av om klagen behandles i departementet eller i nemnd. Utvalget kan heller ikke se at foreligger hensyn som tilsier at det er grunn til å vurdere spørsmålet om saksomkostninger ved klagebehandling annerledes på hele eller deler av Finanstilsynets område enn på andre samfunnsområder. Som utgangspunkt mener utvalget derfor at forvaltningslovens regler om adgang til å få dekket saksomkostninger skal legges til grunn. Utvalget vil imidlertid nevne at erfaringene viser at det i enkelte klagesaker, særlig i forbindelse med reglene om overtakelsestilbud, har vært fremsatt krav om svært høye kostnader til advokatbistand. Mange av disse sakene inneholder kompliserte faktiske og rettslige problemstillinger hvor tidsaspektet er vesentlig når underinstansen treffer sin avgjørelse. At kostnadene forbundet med klagesaksbehandling kan være betydelige for den part som får medhold er, slik utvalget ser det, ikke i seg selv en omstendighet som tilsier at det kan eller bør foretas en annen vurdering av spørsmålet om rett til å kreve saksomkostninger, enn på andre saksområder. Utvalget bemerker imidlertid at det er et vilkår for å få dekket kostnader etter forvaltningslovens § 36 at kostnadene har

vært «nødvendige». Partene i saker på finansområdet er i mange tilfeller svært ressurssterke med betydelig kompetanse på det området saken gjelder. Klager vil dermed i mange tilfelle være godt rustet til å fremstille saken for klageinstansen. Både Finanstilsynet som skal motta klagen og vurdere om de skal endre vedtaket av eget tiltak, og klagenemnda vil besitte betydelig spesialistkompetanse, og har plikt til å sørge for at saken er tilstrekkelig opplyst både faktisk og juridisk før vedtak treffes. Dette er forhold som kan ha betydning for vurderingen av hvilke utgifter som anses nødvendige etter forvaltningsloven § 36. Det bemerkes for øvrig at spørsmålet om retten til å få dekket saksomkostninger i klagesaker er drøftet av Forvaltningslovutvalget i NOU 2019: 5 kapittel 29. Forvaltningslovutvalget foreslår vesentlige endringer i retten til å få dekket kostnader til klagesaksbehandling.

Enkelte klagesaker på verdipapirmarkedsområdet skiller seg imidlertid fra andre klagesaker. Dette gjelder i særlig grad tilbudsmyndighetens avgjørelser, hvor en rekke saker gjelder retts spørsmål og tvister mellom en eller flere private parter om partenes formuesgoder (finansielle instrumenter). Uten en egen tilbudsmyndighet, ville slike saker vært løst som en tvist mellom partene for domstolen. For Børsklagenemnden fastsetter verdipapirforskriften § 12-8 at klagenem-

den, i en sak som i det vesentlige er en tvist mellom to eller flere parter, avgjør om en part som helt eller delvis har vunnet frem med sitt krav, helt eller delvis skal få dekket sine omkostninger i klagesaken av en eller flere av de øvrige parter. Ved avgjørelsen skal det, foruten utfallet av saken, særlig legges vekt på om saken var tvilsom eller om det av andre grunner var rimelig å bringe saken inn for klagenemnden. Utvalget foreslår at tilsvarende bestemmelse inntas i reglene for den nye nemnda. Utvalget nevner for ordens skyld at forvaltningsloven § 36 annet ledd har en regel om rett til å få dekket saksomkostninger i tvister mellom parter med en noe annen utforming. Forvaltningslovutvalget har foreslått at regelen oppheves idet den, i motsetning til regelen i verdipapirforskriften, i praksis ikke benyttes. Utvalget foreslår å beholde ordlyden i regelen som i dag er gitt i verdipapirhandelloven §12-8 første ledd som en spesialregel for saker på verdipapirmarkedsområdet. Utvalget foreslår videre at det fastsettes en regel om at krav om saksomkostninger må fremsettes før klagenemnda treffer sin avgjørelse i saken og at det skal ses bort fra krav om saksomkostninger som fremsettes senere. Tilsvarende regel følger i dag av verdipapirforskriften § 12-8. Det vises til utkast til bestemmelsen i verdipapirforskriften § 17-14.

Kapittel 7

Administrative og økonomiske konsekvenser

7.1 Generelt om forslagets konsekvenser – innledende betraktninger i henhold til utredningsinstruksen

7.1.1 Kort om bakgrunnen for forslagene

I denne utredningen slutfører Verdipapirlovutvalget arbeidet med å revidere verdipapirhandelloven. Utvalget har gjennom flere delutredninger foreslått nytt EØS-regelverket på verdipapirområdet. Gjennomføringen av MiFID II og MiFIR, innebærer endrede regler for verdipapirforetak og handelsplasser, MAR gir nye regler om atferden i verdipapirmarkedet, ny prospektforordning gir endrede prospektregler, endringer i rapporteringsdirektivet gir nye regler om blant annet flagging og periodisk rapportering. Utvalget har også foreslått endringer i reglene om overtakelsestilbud. Et markert utviklingstrekk er økt harmonisering. Det nye EØS-regelverket gis i form av detaljerte forordninger og fullharmoniserte direktiver med liten grad av valgmulighet for den enkelte stat. Et annet utviklingstrekk er at reglene om tilsyn og sanksjoner harmoniseres. Mens de tidligere EØS-rettsaktene ga generelle regler om at EØS-statene skulle sørge for å ha tilstrekkelige midler til å håndheve regelverket og sanksjonere brudd, stilles det nå krav om at nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha konkrete tilsynsvirkemidler og sanksjoner til rådighet, herunder gis det harmoniserte regler om administrative gebyrer. Endelig styrkes reglene om tilsynssamarbeid på tvers av landegrensene. Mens de tidligere reglene om tilsynssamarbeid var relativt generelle i sin form, gir de nye bestemmelsene detaljerte regler om samarbeidsforpliktelsens innhold, om hvordan samarbeidet skal foregå, hvordan bistand skal ytes og i hvilket tempo.¹

¹ For en nærmere gjennomgang av endringene i EØS-reglene og de overordnede regulatoriske grepene utvalget har foreslått for å møte utviklingen, vises det til NOU 2017: 1 kapittel 1.3.

Både markedsmessige endringer og endringer i legalt rammeverk for verdipapirmarkedet, gir behov for å vurdere om det også bør gjøres endringer i bestemmelsene om tilsynet med verdipapirmarkedet og organiseringen av forvaltningens oppgaver. I denne utredningen foreslår utvalget slike endringer. I motsetning til forslagene i Verdipapirlovutvalgets tidligere utredninger, innebærer ikke forslagene i denne utredningen gjennomføring av EØS-rett, men gir forslag på områder hvor det er adgang til å foreta nasjonale valg.

Utvalgets foreslår endringer i to retninger. For det første foreslår utvalget at tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring og oppgaven som tilbudsmyndighet overføres fra Oslo Børs til Finanstilsynet. Som en følge av forslaget foreslår utvalget også å legge ned Børsklagenemnden og å oppheve bestemmelsene om at forvaltningslovens saksbehandlingsregler skal gjelde for nærmere angitte beslutninger truffet av regulert marked. For det andre foreslår utvalget at Finansdepartementet skal avlastes for klagebehandlingen av Finanstilsynets vedtak, ved at det opprettes en klagenemnd som skal behandle klagesaker på verdipapirmarkedsområdet.

7.1.2 Forslag som gjelder markedsplassen og dennes myndighetsoppgaver

Forslaget om å overføre tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring og oppgaven som tilbudsmyndighet fra Oslo Børs til Finanstilsynet, innebærer slutføring av en gradvis utvikling hvor myndighetsoppgaver er flyttet vekk fra markedsplassen. Forslaget innebærer at markedsoperatøren ikke lenger vil utføre myndighetsoppgaver eller treffe enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Forslaget må ses i sammenheng med de generelle utviklingstrekkene, der fjerning av børsmonopolet har gitt en omstrukturering av markedet, og markedsplassene drives i fri konkurranse etter bedriftsøkonomiske prinsipper. Selv

om Oslo Børs har bygget opp kapasitet, tekniske løsninger og kompetanse som kreves for å utføre enkelte myndighetsoppgaver, gir ikke dagens situasjon noen garanti for at eksisterende eller nye markedsoperatører i fremtiden vil opprettholde og utvikle kapasitet innrettet på å ivareta slike oppgaver. Utvalget mener at de omfattende endringene både i legalt rammeverk og i markedsstrukturen medfører at det for fremtiden vil være svært vanskelig å opprettholde en ordening der markedsoperatøren pålegges denne typen oppgaver.

Utvalget mener det må trekkes et klart skille mellom vedtak som innebærer offentlige myndighetsutøvelse og beslutninger markedsoperatøren treffer som et ledd i forretningsvirksomheten. Utvalget foreslår at markedsoperatøren ikke lenger skal ha lovfestet adgang til å sanksjonere brudd på reglene som gjelder for markedsplassen. Sanksjonering av overtredelser av verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter, vil etter forslaget forbeholdes Finanstilsynet. Etter forslaget må markedsoperatøren selv sørge for å ha forretningsvilkår som ivaretar behovet for å sanksjonere markedsdeltakerne ved brudd på egne regler og forretningsvilkår; for eksempel ved å ta inn regler om gebyr i forretningsvilkårene.

Etter forslaget vil forvaltningslovens saksbehandlingsregler ikke lenger gjøres gjeldende for markedsoperatørens beslutninger. Forslaget innebærer en betydelig forenkling av regelverket, idet beslutningene markedsoperatørene treffer som ledd i virksomhetsutøvelsen ikke vil være underlagt et omfattende regelverk beregnet på offentlig myndighetsutøvelse, i tillegg til verdipapirhandellovens detaljerte regler for markedsoperatørens virksomhetsutøvelse, samt egne regler og forretningsvilkår.

Også forslaget om å legge ned Børsklagenemnden innebærer en forenkling av regelverket for markedsplassen, som etter forslaget vil stå fritt til å beslutte om en tvisteløsningsmekanisme skal opprettes og hvordan den i tilfelle skal organiseres. Børsklagenemnden ble i sin tid opprettet for å ivareta klagesaksbehandlingen når Oslo Børs traff enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Disse vedtakene vil ved en overføring av myndighetsoppgavene, kunne påklages til departementet eller en klagenemnd for Finanstilsynets avgjørelser, hvis en slik blir opprettet. Forslaget innebærer imidlertid at utstedere og medlemmer på markedsplassen ikke lenger vil ha en lovfestet rett til å klage på vedtak om tilgang til markedsplassen (notering, strykning og medlemskap på markedet) i et utenrettslig tvisteløsningsorgan. Dersom

markedsoperatøren ikke oppretter en klagenemnd, vil tvister om tilgang til markedsplassen og om eventuelle privatrettslige sanksjoner kunne bringes inn for domstolene. Utstederes og medlemmers mulighet for å få prøvet markedsoperatørens beslutninger er dermed ivaretatt.

Utvalgets forslag innebærer endringer for Finanstilsynet som får tilført oppgaver som Oslo Børs ivaretar i dag. Oslo Børs får på den annen side reduserte oppgaver. Overføringen i seg selv innebærer ikke at oppgavene som sådan endres. Den samlede ressursbruken bør dermed i utgangspunktet ikke endres vesentlig som følge av overføringen. Enhver overføring av oppgaver fra et organ til et annet, innebærer imidlertid at det påløper oppstartskostnader. Dette vil også gjelde for Finanstilsynet som vil måtte bruke ressurser på kompetanseoppbygging samt på å utvikle nye rutiner og systemer. Sistnevnte gjelder i første rekke tilsynet med den løpende informasjonsplikten. Omfanget av oppgavene og konkrete behov omtales nærmere i kapittel 7.2.

Både tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring og markedsoperatørens lovpålagte plikt til å drive effektiv markedsovervåking etter verdipapirhandelloven § 12-2 tredje ledd og § 12-5, forutsetter realtids-overvåking av markedet. En overføring av tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring vil derfor kunne medføre at markedsoperatøren og Finanstilsynet må utføre enkelte delvis overlappende oppgaver. At Finanstilsynet og markedsoperatøren har oppgaver som krever noen grad av overlappende funksjonalitet og kompetanse kan imidlertid bidra til at kontrollkjeden samlet sett blir styrket. Det er heller ikke gitt at Finanstilsynet må bygge opp en operativ kapasitet etter samme struktur som Oslo Børs har etablert i dag. Markedsoperatøren er forpliktet til å rapportere mistanke om brudd på verdipapirhandelloven kapittel 3, herunder brudd på reglene om utsteders løpende informasjonsplikt, til Finanstilsynet på eget initiativ og yte bistand til Finanstilsynet, se verdipapirhandelloven § 19-2 fjerde ledd. Det er i dag etablert rutiner for rapportering på andre områder hvor myndighetsoppgaven ligger hos Finanstilsynet. Utvalget har fått opplyst at arbeidsdelingen fungerer godt ved mistanke om brudd på markedsmisbruksbestemmelsene, melde- og flaggepliktbestemmelsene, mv. Det er dermed ikke gitt at en overføring av oppgaven trenger å medføre at den samlede ressursbruken øker vesentlig.

Opgaven som tilbudsmyndighet har mindre potensiale for overlapp. Likevel vil Oslo Børs, i

kraft av reglene om markedsovervåking, ha plikt til å overvåke om tilbudsplikt er inntrådt (herunder gjennom konsolidering av aksjonærer), se verdipapirhandelloven § 12-5. Idet markedsoperatøren allerede besitter operative ressurser, tilsier effektivitetshensyn at det etableres rutiner for samarbeid på samme måte som for oppgavene som er beskrevet over.

7.1.3 Forslaget om å opprette en klagenemnd på markedsområdet

Utvalget foreslår at det opprettes en klagenemnd for Finanstilsynets vedtak på markedsområdet. Dette har flere grunner. Det er vedtatt regler om administrative gebyrer for overtredelse av de aller fleste bestemmelsene i verdipapirhandelloven. Erfaringen så langt tilsier at økt bruk av administrative sanksjoner innebærer at klagesakerne blir flere når dette regelverket settes i kraft. I tillegg vil departementet etter forslaget bli klageinstans for vedtak som gjelder brudd på den løpende informasjonsplikten og vedtak som gjelder overtakelsestilbud. Mange klagesaker på verdipapirområdet er krevende, både faktisk og juridisk. Ikke minst gjelder dette saker om overtakelsestilbud, hvor tidsaspektet også er svært viktig i klagesaksbehandlingen. Økt klagesaksbehandling lar seg vanskelig forene med departementets øvrige oppgaver. Utvalget legger til grunn at det vil oppstå behov for å avlaste departementet fra denne oppgaven. For departementet utgjør imidlertid klagesaksbehandlingen en viktig kilde til kontroll med at Finanstilsynet utfører sitt samfunnsopdrag i tråd med lover og forskrifter samt styrings-signaler som gis gjennom tildelingsbrev mv. For å ivareta departementets behov, legger forslaget opp til at departementet kan velge å behandle en sak som oppfyller vilkårene for nemndsbehandling, samt at omgjøringsadgangen etter forvaltningsloven § 35 skal gjelde for nemndas vedtak.

Klagesaksbehandling i nemnd antas å være mer kostnadskrevende enn klagesaksbehandling i departementet.² Det vil kreves kostnader til opprettelse av nemnda og til videre organisering av arbeidet. Det vil også være behov for overlappende kompetanse i departementet og nemnda. På den annen side legger utvalget til grunn at opprettelse av en klagenemnd vil kunne bidra til å holde saksbehandlingstiden på et forsvarlig nivå. For klager er kort saksbehandlingstid ofte svært

viktig, og vil kunne innebære reduserte kostnader for både klager og andre som skal innrette seg etter det endelige vedtaket. Forslaget legger opp til at utgiftene til nemnda skal utlignes på institusjoner under Finanstilsynets tilsyn og utstedere på samme måte som utgiftene til tilsynet med de alminnelige bestemmelsene i verdipapirhandelloven. Dette innebærer økte kostnader for disse gruppene. På den annen side innebærer forslaget at Børsklagenemnden legges ned. Dette, sammen med øvrige forslag som reduserer og forenkler markedsoperatørens lovpålagte plikter, innebærer at markedsoperatøren får reduserte kostnader. Forslaget legger også opp til at klager som ikke får medhold, skal dekke utgiftene forbundet med klagesaken. En slik løsning bidrar til å redusere kostnadene som skal utlignes, og holde antallet grunnløse klager nede. Fra et rettsikkerhetsperspektiv er det imidlertid viktig å sikre retten til reell toinstansbehandling. Det legges derfor opp til at utgiftsdekning ikke skal finne sted dersom klager får medhold eller det av andre grunner var rimelig å bringe saken inn for klagenemnda. Det legges også opp til en mulighet for å ilegge klager en delvis kostnadsdekning. Alternativet til å opprette en klagenemnd, er å tilføre departementet økte ressurser. Idet sakstilfanget til enhver tid er uforutsigbart, vil det imidlertid by på utfordringer å bemanne opp med ressurser som står klar til å legge fra seg andre oppgaver (som ofte er styrt av frister og dessuten haster) for å få unna klagesaker innenfor rammen av forsvarlig saksbehandlingstid.

7.2 Administrative og økonomiske konsekvenser av forslaget om å overføre oppgaver til Finanstilsynet

7.2.1 Kort om oppgavens innhold og omfang

7.2.1.1 Tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring

Tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring innebærer i dag et stort spenn av oppgaver ved Oslo Børs. For det første brukes det ressurser til operative oppgaver som kontinuerlig overvåking av informasjonsbildet, vurdering av alarmer i børsens automatiske overvåkningssystem, umiddelbar håndtering ved mistanke om overtredelser, dialog med utstederforetak, gjennomgang av børsmeldinger og mottak og

² Det er generelt lagt til grunn at klagesaksbehandling i nemnd er dyrere enn klagesaksbehandling i overordnet organ, se blant annet NOU 2019: 5 kapittel 24.6.5.2.

oppfølging av tips. Informasjonsinnhenting og analyse av informasjon fra utstederforetak og andre kilder for å få bekreftet eller avkreftet mistanke er en vesentlig del av oppgaven. Dette kan være omfattende prosesser, også i saker som avsluttes uten å få bekreftet mistanke om brudd på utstедers løpende informasjonsplikt. Videre går det med betydelige ressurser til veiledning om regelverkforståelsen til utstederne og andre markedsaktører. For det andre brukes det ressurser på rene saksbehandlingsoppgaver i den videre oppfølging av saker hvor det er konstatert brudd og det skal treffes vedtak om reaksjoner på overtredelsen.

Overvåkingen og oppfølgingen av utstedere med omsettelige verdipapirer tatt opp til handel på Oslo Børs' markedsplasser ivaretas i all hovedsak av børsens markedsovervåkingsfunksjon. Avhengig av sakens karakter, er imidlertid også andre avdelinger og funksjoner ved børsen involvert. Oslo Børs har etablert vaktordninger, systemer og rutiner for overvåking av markedene.

I tabell 7.1 vises en oversikt over saker hvor Oslo Børs har ilagt en reaksjon i perioden 2014 til og med andre halvår 2020. Radene med uthevet skrift viser saksforhold som er direkte relatert til løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring. Det bemerkes for ordens skyld at saker knyttet til utstedere tatt opp til handel på Euronext Growth er inkludert.

Frem til integrasjonen av Oslo Børs i Euronext-konsernet har det vært om lag 12 ansatte ved børsens avdeling for Markedsovervåking og -administrasjon. Av disse har om lag halvparten vært tilknyttet markedsovervåkingsfunksjonen.

Utvalget har fått opplyst at antall årsverk som går med til tilsynet med løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring varierer fordi arbeidsbelastningen og behovet for kompetanse varierer fra sak til sak. Enkelte, alvorlige saker kan binde opp betydelige ressurser over en lengre periode.

7.2.1.2 Oppgaven som tilbudsmyndighet

Oppgaven som tilbudsmyndighet innebærer hovedsakelig arbeid med kontroll og godkjenning av tilbud og tilbudsdokumenter og overvåking av om tilbudsplikt er inntrådt (herunder gjennom konsolidering av aksjonærer). Tilbudsmyndighetens kontrolloppgave har flere likhetstrekk med Finanstilsynets prospektkontroll, herunder bruk av sjekklister og arbeidsformen med flere utkast og tilbakemeldinger til disse. Tilbudsmyndigheten kontrollerer også endringer i et tilbud som er fremmet og pris og bankgaranti i tilfeller der tilbyder etter et frivillig tilbud når 90 prosent eierskap og tvangsinnløser minoriteten. Tabell 7.2 viser en oversikt over tilbudsmyndighetens aktivitet og gebyrer ved kontroll av pliktig og frivillig tilbud, dispensasjoner og unntak mv. i perioden 2018–2019.

I tillegg medgår det betydelige ressurser til å avgi uttalelser og gi veiledning om regelverket. Tolkingsuttalelsene publiseres i dag årlig i Oslo Børs' «Vedtak og uttalelser». Veiledning knyttet til konkrete tilbud i forbindelse med kontroll av tilbudsdokumentet innebærer også betydelig ressursbruk. Henvendelsene rettes ofte av juridiske rådgivere, og knytter seg som regel til en konkret situasjon som krever at tilbudsmyndigheten blant

Tabell 7.1

	H1 2020	2019	2018	2017	2016
<i>Antall saksforhold vurdert knyttet til løpende informasjonsplikt</i>	17	42	37	24	26
Kritikkbrev/advarsler til utstedere (alle saksforhold)	11	58	70	24	59
<i>Kritikkbrev/advarsler relatert til løpende informasjonsplikt</i>	3	6	7	6	7
Avgjørelser i Oslo Børs' disiplinærnemnd (styreavgjørelser)	2	5	4	1	3
<i>Gebyr for overtredelse løpende informasjonsplikt</i>	0	3	2	1	2
Klagenemndavgjørelser (alle saksforhold)	0	3	1	1	3
<i>Klagenemndavgjørelser relatert til løpende informasjonsplikt</i>	0	1	0	1	2

Merknader til tabellen:

- 1) Løpende informasjonsplikt skal her forstås som dagens verdipapirhandellov § 5-2 og § 5-3, samt tilsvarende bestemmelser i Løpende Forpliktelser for Euronext Growth, som videreføres i MAR artikkel 17. Det innebærer at saker relatert til børsens øvrige regler er tatt ut av rad nr. 1, 3, 5 og 7.
- 2) Klagenemndavgjørelser omfatter, i tillegg til Børsklagenemndens vedtak, også vedtak i Euronext Growth klagenemnd. Dette fordi slike saker er foreslått omfattet av ny klageordning som følge av utvidelsen av virkeområdet for bestemmelsene ved gjennomføring av markedsmissbruksforordningen.

Tabell 7.2

Sakstype	2019	2018
Kontroll av pliktig tilbud	2	1
Kontroll av frivillig tilbud	2	5
Kontroll av tilbud som ikke blir fremsatt	0	0
Kontroll av endring av tilbud	4	4
Kontroll av tvangsinnløsning etter frivillig tilbud	2	4
Unntak fra tilbudsplikt	1	1
Dispensasjon for noterte selskaper utenfor EØS	0	1
Tilbud med delt tilbudsmyndighet innenfor EØS	0	0
Tilbud med målselskap utenfor EØS	1	0
Gebyrer (NOK mill.)	1,6	2

Tilsvarende tabell for perioden 2012–2017 er inntatt i NOU 2019: 1, s. 94.

annet må sette seg inn i kompliserte eierskapsstrukturer og transaksjoner. Veiledningsoppgavene utgjør derfor en ikke ubetydelig del av rollen som tilbudsmyndighet, og stiller høye krav til juridisk og/eller finansfaglig spisskompetanse. Finanstilsynet har i dag tilsvarende veiledningsoppgaver i forbindelse med kontroll av prospekter. Prospektkontrollen håndterer blant annet forhåndsveiledninger som relaterer seg til finansiell informasjon i prospekter. Disse forhåndsveiledningene stiller tilsvarende krav til forståelse av eierskapsstrukturer og tilknyttede transaksjoner. Oppgaven som tilbudsmyndighet innebærer også utstrakt kontakt med tilbudsmyndigheter i andre land og deltakelse i ESMA Takeover Bids Network.

Vedtakene som fattes av tilbudsmyndigheten, er forvaltningsrettslige enkeltvedtak som kan klages inn for Børsklagenemden. I tillegg til oppgavene som er nevnt, har tilbudsmyndigheten noe arbeid i forbindelse med klagesaker. Tabell 7.3 viser en oversikt over antall avgjørelser i Børsklagenemden fra 2016–2020, herunder de som relaterer seg til overtakelsestilbud.

7.2.2 Administrative og økonomiske konsekvenser av forslaget

7.2.2.1 Innledning

Forslaget om å overføre tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring samt oppgaven som tilbudsmyndighet fra markedsoperatøren til Finanstilsynet har først og fremst betydning for de nevnte institusjonene. Utvalget starter derfor med å redegjøre for konsekvensene for disse og behandler konsekvensen for institusjoner under tilsyn og øvrig næringsliv til sist.

7.2.2.2 Administrative og økonomiske konsekvenser for markedsoperatøren

Forslagene innebærer betydelige lettelser for markedsoperatøren, først og fremst fordi flere tunge oppgaver overføres til Finanstilsynet. Markedsoperatøren må imidlertid opprettholde ressurser som dels har vært brukt på arbeidet med den løpende informasjonsplikten, på grunn av plikten til å drive effektiv markedsovervåkning. Ettersom

Tabell 7.3

	H1 2020	2019	2018	2017	2016
Børsklagenemndens avgjørelser (alle saksforhold)	0	2	1	1	2
Børsklagenemndens avgjørelser relatert til overtakelsestilbud	0	2	0	0	0

1) Reglene om overtakelsestilbud gjelder ikke på Euronext Growth.

det allerede er etablert en arbeidsdeling mellom Oslo Børs og Finanstilsynet, legger utvalget til grunn at det fortsatt vil medgå ressurser til å bistå tilsynsmyndigheten med den operative delen av oppgavene. Arbeidet med saker som er avdekket bortfaller imidlertid hovedsakelig sammen med hele oppgaven som tilbudsmyndighet.

En direkte følge av forslaget om å overføre oppgaver, er at det legges opp til at forvaltningsloven ikke lenger skal gjelde for markedsoperatørens vedtak, samt at Børsklagenemnden legges ned. Samlet sett må det legges til grunn at forslagene innebærer betydelig reduserte kostnader for markedsoperatøren.

7.2.2.3 *Administrative og økonomiske konsekvenser for Finanstilsynet og departementet*

Utvalget legger til grunn at Finanstilsynet vil trenge ressurser til oppbygging av kapasitet og kompetanse (nyansettelser), nye tekniske løsninger og tilpasning av organisasjonen til nye oppgaver.

Når det gjelder overføring av *tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring*, må det forventes en særskilt ressursinnsats i etableringsfasen i form av utvikling av interne retningslinjer og prosedyrer, innkjøp eller egenutvikling av tekniske og administrative systemer, informasjonstiltak overfor markedsaktørene, mv. Utvalget legger også til grunn at det vil være nødvendig å bygge opp organisasjonen for å sikre en kritisk masse på fagmiljøet. Fagmiljøet må ha en størrelse som motvirker sårbarhet mot utskiftinger av personell, som gjør at det kan etableres vaktordninger eller andre operative funksjoner og som kan håndtere svingninger i arbeidsmengde.

For så vidt gjelder behovet knyttet til den operative delen av tilsynet med den løpende informasjonsplikten understreker utvalget at en hensiktsmessig arbeidsdeling mellom Finanstilsynet og markedsplassen vil være vesentlig både for å unngå unødvendige kostnader ved dobbeltarbeid og for kvaliteten på oppgaveløsningen. Som nevnt vil Oslo Børs fortsatt ha plikt til å drive markedsovervåking, herunder ha effektive ordninger for å påse at utstedere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til handel oppfyller sine forpliktelser, se verdipapirhandelloven § 12-2 tredje ledd og § 12-5.

Idet utvalget forutsetter en arbeidsdeling mellom Finanstilsynet og markedsplassen ser utvalget det som lite sannsynlig at Finanstilsynet vil utvikle tilsvarende realtidsovervåkingsløsninger som Oslo Børs har tilgang til i dag. Utvalget antar

likevel at Finanstilsynet vil måtte utvikle eller anskaffe enkelte tekniske overvåkingsløsninger for ikke å være avhengig av markedsplassenes overvåkingsløsninger. Finanstilsynet har allerede i dag tekniske systemer som benyttes til avdekking av bl.a. markedsmissbruk, brudd på flagge- og meldeplikt, samt overtredelse av rapporteringsbestemmelsene i shortsalgforordningen. Uavhengig av om nødvendige løsninger utvikles internt eller av tredjepart, legger utvalget til grunn at det vil kreve betydelig ressursinnsats i en etableringsfase. I tillegg vil løpende drift og vedlikehold av systemene innebære at det medgår ressurser. Disse kostnadene motsvares ikke nødvendigvis fullt ut av besparelser ved Oslo Børs. På den annen side vil eventuelle overlappende ressurser kunne styrke kontrollkjeden samlet sett. Den skisserte arbeidsfordeling har klare likhetstrekk med hvordan tilsynet med melde- og flaggeplikt er organisert i dag.

I tillegg til behovet for tekniske systemer, må det som nevnt tilføres personellmessige ressurser og vurderes behov for organisasjonsmessige tilpasninger. Utvalget legger til grunn at disse tilpasningene vil by på mindre utfordringer enn utviklingen av nye tekniske løsninger. Finanstilsynet fører allerede tilsyn med de generelle adferdsreglene i verdipapirhandelloven og følger herunder opp mistanke om innsidehandel, krav til behandling av innsideinformasjon, utsteders plikt til å føre innsiderlister ved utsatt offentliggjøring, mv. Dette er bestemmelser som har nær sammenheng med reglene om utstedernes løpende informasjonsplikt og det er ikke uvanlig at saker inneholder brudd på begge typer bestemmelser. Det er derfor synergieffekter forbundet med at tilsynet med alle disse bestemmelsene samles hos Finanstilsynet. Finanstilsynet har allerede organisasjonsmessige forutsetninger for raskt å bygge opp den kompetansen som eventuelt måtte mangle. En overføring av tilsynet med løpende informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring stiller imidlertid enkelte nye krav til organisering av arbeidet, blant annet må det trolig etableres en vaktordning. Oppgaven stiller således krav til tilgjengelighet, blant annet fordi det kan være behov for å gripe inn ved pågående brudd på bestemmelsene. Det er også behov for å ivareta nødvendig dialog med markedsoperatør og utstederforetak utenfor ordinær arbeidstid. En tillegg utfordring er at oppgaven må organiseres på en måte som gjør at større svingninger i arbeidsmengden kan håndteres.

Det er ikke mulig for utvalget å gi noe sikkert estimat knyttet til behov for personellmessige ressurser. Det konkrete behovet beror på flere fakto-

rer som ikke kan klarlegges i dag, blant annet i hvilken grad Oslo Børs vil beholde kompetanse og prioritere arbeidet med å identifisere mistanke om brudd på de aktuelle bestemmelsene. Det vil være naturlig at Finanstilsynet har en dialog med Oslo Børs, og eventuelle nye markedsoperatører, for å etablere prosedyrer som strømlinjeformer kontrollkjeden for deretter å anslå behovet. Det er også knyttet usikkerhet til omfanget av saker til behandling. Sistnevnte vil bl.a. være avhengig av antall utstedere som til enhver tid har sine finansielle instrumenter tatt opp til handel. Utvalget har fått opplyst at det samlet sett kan antydes at oppgaven krever minst tre fulle årsverksekvivalenter med tillegg for enkelte ledelses- og støttefunksjoner tilsvarende ca et halvt årsverk. Det presiseres likevel at tilsynsoppgaven neppe kan utføres av f.eks. tre ansatte som jobber fulltid på området, men av praktiske årsaker må fordeles på flere ansatte som også jobber på andre saksfelt.

Funksjonen som tilbudsmyndighet stiller høye krav til rask saksbehandling, juridisk spisskompetanse, beredskap og tilgang på overvåkingsressurser. Selv om tilbudsmyndighetens oppgaver på noen områder har fellestrekk med prospektkontrollen, vil en overføring av oppgaven som tilbudsmyndighet kreve både ny kompetanse og nye arbeidsformer.

På samme måte som for den løpende informasjonplikten vil utvalget antyde at det kan være behov for ressurser tilsvarende i hvert fall tre årsverk. Det må likevel tas forbehold om gjennomføring av forslaget i NOU 2019: 1 om et økt ansvarsområde for tilbudsmyndigheten. Utvalget antar at det ved en eventuell gjennomføring må foretas en ny vurdering av Finanstilsynets behov for ressurser.

Kontrollen med tilbudsdokumenter ligger nær de oppgavene som utføres av prospektkontrollen i Finanstilsynet i dag. Det samme gjelder tolkningshenvendelser, uttalelser og kontakt med utstederne. Her vil derfor arbeidsformen i seg selv ikke være ukjent for Finanstilsynet. I tilbudssaker oppstår det imidlertid spørsmål knyttet til jurisdiksjon og lovvalg som skiller seg fra prospektkontrollens oppgaver, fordi det kreves omfattende kommunikasjon med andre tilbudsmyndigheter. Utvalget legger til grunn at det må etableres rutiner og prosedyrer for kontakt med andre tilbudsmyndigheter.

På samme måte som for den løpende informasjonplikten, legger utvalget til grunn at det må etableres et samarbeid med markedsovervåking på Oslo Børs, knyttet til overvåking av at reglene om overtakelsestilbud overholdes.

I den grad utgiftene til nye oppgaver ikke dekkes av gebyrer, vil utgiftene etter forslaget utlignes på samme måte som utgiftene til øvrige oppgaver Finanstilsynet utfører.

For Finansdepartementet innebærer overføringen av oppgavene at de blir klageinstans på nye saksområder. Selv om klagesakene ikke har vært mange de senere årene, kan dette endre seg over tid. Klagesaksbehandling, særlig forbundet med saker om overtakelsestilbud, er krevende samtidig som saksbehandlingstiden er svært viktig.

7.2.2.4 *Administrative og økonomiske konsekvenser for utstedere, tilbydere og andre investorer*

En overføring av tilbudsmyndigheten til Finanstilsynet antas å ha få konsekvenser for utstederne. Utstederne forholder seg allerede til Finanstilsynet som fører tilsyn med deres finansielle rapportering, og mange forholder seg til Finanstilsynet som prospektmyndighet. Videre antas de økonomiske konsekvensene for utstedere å være begrenset. I NOU 2019: 1 la utvalget til grunn at tilbudsmyndighetens virksomhet bør være selvfinansierende og foreslo å utvide adgangen til å kreve gebyr til å gjelde for flere oppgaver. Etter forslaget vil tilbudsmyndigheten kreve gebyr i saker som gjelder kontroll og godkjenning av tilbud og tilbudsdokument, endring av tilbud og vilkår for tvungen overføring, behandling av søknad om unntak fra reglene om overtakelsestilbud, søknad om unntak fra reglens virkeområde og søknad om nedskrivning av garantibeløp. Som utvalget påpekte i NOU 2019: 1 vil imidlertid tilbudsmyndigheten også ha oppgaver som ikke kan knyttes direkte til de gebyrbelagte tjenestene, for eksempel generelt tilsyn med at reglene om overtakelsestilbud overholdes og samarbeid med utenlandske tilsynsmyndigheter. I den grad inntektene fra gebyrer ikke dekker også disse utgiftene, vil slike utgifter etter dagens regler dekkes av Oslo Børs som tilbudsmyndighet. Utvalget foreslo i NOU 2019: 1 at gebyrene settes så høyt at de i noen grad også dekker den delen av tilbudsmyndighetens virksomhet som ikke har direkte dekning gjennom gebyrene. Dersom det skulle være utgifter som ikke dekkes av gebyr, vil disse etter forslaget utlignes på utstederne som da vil få økte kostnader. Utvalget har imidlertid fått opplyst at gebyrene de senere årene har dekket utgiftene til tilbudsmyndighetens virksomhet.

Tilbydere og andre som får sine søknader behandlet hos tilbudsmyndigheten vil måtte forholde seg til en ny tilbudsmyndighet. Ettersom oppgaven som skal løses er den samme uavhen-

gig av hvem som er myndighet, burde ikke skifte av myndighet være av noen stor betydning. Mange investorer er imidlertid vant til å forholde seg til Oslo Børs, og vil også for fremtiden forholde seg til markedsplassen i en rekke sammenhenger. Investorene er imidlertid i liten grad i kontakt med Finanstilsynet. For investorene vil det kunne oppfattes som en administrativ ulempe å måtte forholde seg til Finanstilsynet som en ny instans i tillegg til markedsplassen, selv om skifte av tilbudsmyndighet i seg selv ikke bør medføre økte kostnader.

For utstedere med finansielle instrumenter tatt opp til handel, på regulert marked (per i dag Oslo Børs og Euronext Expand) eller multilateral handelsfasilitet (per i dag Euronext Growth), innebærer også overføringen av tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring at de må forholde seg til Finanstilsynet i større grad enn i dag. Dette gjelder både ved Finanstilsynets eventuelle forespørsler der det foreligger mistanke om brudd på bestemmelsene, og når utstederforetaket har behov for en avklaring av hvorledes regelverket skal forstås eller praktiseres. Videre vil Finanstilsynet bli mottaker av underretning om utsatt offentliggjøring.

Tilsynet med låntagere med lån notert på Nordic ABM vil fremdeles være underlagt Oslo Børs' regelverk og ikke komme inn under Finanstilsynets tilsyn.

Utgiftene til tilsynet med den løpende informasjonsplikten og utsatt offentliggjøring dekkes i dag av Oslo Børs. Tilsynet med overholdelse av disse bestemmelsene vil hvis delegasjonen trekkes tilbake, være en del av Finanstilsynets tilsyn med den alminnelige adferden i verdipapirmarkedet. Utgiftene til tilsynet med overholdelsen av de alminnelige bestemmelsene om verdipapirhandel utliknes på institusjoner under tilsyn og på utstederne etter finanstilsynsloven § 9 tredje ledd. Forslaget innebærer dermed at institusjoner under tilsyn og utstedere får noe økte utgifter, mens markedsoperatørens utgifter reduseres.

7.3 Administrative og økonomiske konsekvenser av å opprette en klagenemnd på verdipapirmarkedet

7.3.1 Administrative og økonomiske konsekvenser for utstedere, investorer og foretak under tilsyn

Klageberettigede på Finanstilsynet vedtak på markedet, vil først og fremst være utstedere av

finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på en markedsplass, foretak med konsesjon til å drive virksomhet i verdipapirmarkedet og investorer. Det er altså hovedsakelig tale om profesjonelle aktører i verdipapirmarkedet. Hovedinteressene til klageberettigede vil være at klagesaksbehandlingen holder høy kvalitet, at saksbehandlingstiden er så kort som mulig og at kostnadene forbundet med klagebehandlingen ikke er for høye.

Etter forslaget vil klagesaker på verdipapirmarkedet overføres til en klagenemnd under Finansdepartementet, bestående av fem medlemmer som både individuelt og som kollegium vil ha høy og tilstrekkelig variert kompetanse på finansområdet. Utvalget legger til grunn at forslaget legger til rette for at den klageberettigede kan ha tillit til at avgjørelsene holder høy kvalitet. Utvalget antar videre at klagebehandling i nemnd vil innebære en vesentlig kortere saksbehandlingstid enn klagebehandling i departementet. Forslaget innebærer imidlertid at de klageberettigede får økt sine kostnader til klagesaksbehandling, ettersom kostnadene når Finansdepartementet er klageinstans oppebæres av departementet. Dette gjelder med unntak av klagebehandling av saker som gjelder løpende informasjonsplikt og overtakelsestilbud, som til nå har vært behandlet i Børsklagenemnden. I disse sakene belastes klager etter dagen regler for utgiftene til klagebehandlingen dersom klager ikke gis medhold. Øvrige utgifter dekkes av Oslo Børs. Etter forslaget vil tilsvarende ordning gjøres gjeldende for den nye klagenemnda. Utgiftene til saker hvor klager ikke får medhold vil med visse modifikasjoner måtte dekkes av klageren selv. Utgifter som ikke kan tilordnes en konkret sak, eller til saker hvor klager ikke skal belastes utgifter, skal dekkes ved utligning på de tilsynsobjektene som etter dagens regler utlignes for utgiftene til tilsynet med de alminnelige reglene i verdipapirhandelloven, det vil si foretak som er underlagt Finanstilsynets tilsyn og utstederne. Oslo Børs får på den annen side redusert sine kostnader, ettersom Børsklagenemnden legges ned.

Per i dag godtgjøres Børsklagenemndens leder med et årlig beløp på NOK 68.500. Børsklagenemndens medlemmer godtgjøres med en sats på hhv. NOK 31.600 og 13.700 til møteleder og medlemmer per møte, i tillegg til at reiseutgifter mv. refunderes. Utvalget har fått opplyst at det normalt avholdes ett møte per sak som behandles. Satsene fastsettes årlig av Finansdepartementet. Oslo Børs dekker også Finansdepartementets kostnader med å stille sekretariat for Børsklagenemnden. Utgiftene utgjør etter det som er opp-

lyst om lag NOK 15.000 per sak. Utvalget antar at utgiftene til klagebehandling i Børsklagenemnden vil gi en pekepinn om hvilke utgifter som kan påregnes til klagebehandling i den nye nemnda. Ettersom den nye nemnda får et annet sakstilfang, må det imidlertid tas høyde for at sakene kan skille seg fra Børsklagenemndens saker med hensyn til kompleksitet og omfang. Idet hovedtyngden av klagere er store, profesjonelle aktører i verdipapirmarkedet, legger utvalget til grunn at utsikten til kort saksbehandlingstid kan veie opp for at klagere som ikke får medhold må dekke utgiftene til klagesaksbehandlingen og en presumptivt liten økning av tilsynsavgiften.

7.3.2 Administrative og økonomiske konsekvenser for forvaltningen

7.3.2.1 Kort om omfanget av oppgaven som klageinstans

Utvalget legger som nevnt i kapittel 5.6.2 til grunn at omfanget av klagesaker for departementet vil øke i tiden frem over, både som følge av at Finanstilsynet får overført oppgaven som tilbudsmyndighet og tilsynet med den løpende informasjonsplikten, og fordi regler som innebærer økt bruk av administrative sanksjoner vil settes i kraft første mars 2021.

Som det fremgår av tabellene i kapittel 7.1.1 og 7.1.2 er det relativt få saker til behandling i Børsklagenemnden og klagenemnda for Euronext Growth. I perioden 2016 tom. andre halvår 2020 ble det totalt behandlet åtte saker, og av disse har Børsklagenemnden behandlet seks. To saker er behandlet av klagenemnda til Euronext Growth. To av sakene behandlet av Børsklagenemnden er relatert til klage på Oslo Børs' vedtak om strykning. Slike saker skal etter forslaget ikke behandles av den nye klageordningen. Basert på statistikk kan det i gjennomsnitt forventes om lag en sak til behandling for ny klageordning per år relatert til løpende informasjonsplikt, utsatt offentliggjøring og overtakelsestilbud. Det kan likevel ikke utelukkes at omfanget av slike klager, særlig relatert til løpende informasjonsplikt, i fremtiden kan øke. Herunder pekes det på den sterke veksten i antall selskaper tatt opp til handel på Euronext Growth den senere tiden. Det er heller ikke gitt at Finanstilsynet vil prioritere ressursene på samme måte som Oslo Børs har gjort. Som nevnt i kapittel 5.6.2, er klagesakene som til nå er behandlet i Oslo Børs' klagenemnder ofte omfattende og komplekse. Tidsaspektet ved klagesaksbehandlingen er også svært viktig.

Ettersom hovedtyngden av regler om administrative sanksjoner ennå ikke er satt i kraft, er det noe vanskelig å anslå omfanget av klagesaker på Finanstilsynets vedtak om sanksjoner. Basert på erfaringen fra områder hvor det er anledning til å utferdige overtredelsesgebyr, legger utvalget til grunn at det vil komme flere klager på Finanstilsynets vedtak når de nye reglene trer i kraft, enn vi har sett til nå.

7.3.2.2 Konsekvenser for Finanstilsynet

Et bytte av klageinstans vil ikke i seg selv ha nevneverdige administrative eller økonomiske konsekvenser for Finanstilsynet. Finanstilsynet vil på samme måte som i dag motta klagesaken, og foreta de undersøkelser som er nødvendige for å vurdere om det er grunnlag for å omgjøre vedtaket av eget tiltak. Når saken er ferdig utredet hos Finanstilsynet, vil den som i dag sendes videre til klageinstansen. At klagesakene blir flere og at Finanstilsynet skal behandle saker på nye områder, innebærer imidlertid at Finanstilsynet vil måtte bruke flere ressurser på å ta imot klagesaker og gjøre vurderingene de er forpliktet til etter forvaltningsloven.

7.3.2.3 Konsekvenser for Finansdepartementet

Økt omfang av klagesaker vil legge press på Finansdepartementets ressurser. Finansdepartementets øvrige arbeidsprosesser er heller ikke godt egnet til å innpasse klagesaksbehandling på en smidig måte. Faren for at en klagesak kan måtte bli liggende på grunn av andre, presserende oppgaver er dermed til stede. Opprettelse av en klagenemnd på markedsområdet innebærer at departementets ressurser skjermes for den ordinære klagesaksbehandlingen, samtidig som saksbehandlingstiden antakelig vil kortes ned. Ved å stille krav om at nemnda settes sammen på en måte som sikrer høy og allsidig kompetanse, legger forslaget til rette for at avgjørelsene blir respektert og at antall rettssaker om vedtakene forblir lavt. Samtidig er det slik at klagesaksbehandlingen utgjør en viktig del av Finansdepartementets overordnede kontroll på Finanstilsynets område. For å ivareta Finanstilsynets behov legger forslaget opp til at departementet kan velge å ta en sak til behandling selv om den kunne vært behandlet i klagenemnd. Det legges videre opp til at departementet beholder adgangen til å omgjøre klagenemndas vedtak av eget tiltak. I tillegg vil departementet kunne gi generelle instruksjoner til klagenemnda. De to førstnevnte mulighetene for-

utsettes å benyttes unntaksvis, slik at den effektivitetsgevinst klagesaksbehandling i nemnd kan medføre for departementet ikke samtidig hules ut. Det understrekes at det vil være opp til departementet om mulighetene skal benyttes. Klager har således ikke krav på å få vurdert en begjæring om at departementet skal behandle en klagesak

eller omgjøre nemndas vedtak. Det offentlige kostnader vil reduseres, idet forslaget legger opp til at klagere som ikke får medhold skal dekke kostnadene forbundet med klagebehandlingen og at øvrige utgifter til klagenemnden skal dekkes ved utligning.

Kapittel 8

Merknader til de enkelte bestemmelsene

Til § 6-4 Tilbudsmyndigheten

Første ledd endres slik at Finanstilsynet utpekes som tilbudsmyndighet for selskaper notert på regulert marked i Norge. Finanstilsynet vil etter bestemmelsen også være tilbudsmyndighet for selskaper som er etablert i Norge, men som er notert på regulert marked i en eller flere andre EØS-stater. Annet ledd oppheves idet bestemmelsen er overflødig ved skifte av tilbudsmyndighet. Det vises til omtale i utredningens kapittel 2.3.

Til § 9-30a Forskrifter om saksbehandling mv.

I første setning utvides departementets forskriftshjemmel til å kunne fastsette regler om at § 11-13 om taushetsplikt skal kunne gjøres gjeldende i tilpasset form for MHF og OHF. Forslaget er en konsekvens av at det foreslås regler om opplysningsplikt overfor MHF og OHF som er omfattet av reglene om løpende informasjonsplikt. Henvisningen til §§ 12-8 til 12-10 fjernes, idet disse bestemmelsene er foreslått opphevet. Annen setning svarer i hovedsak til gjeldende bestemmelse, men adgangen til å fastsette forskrifter om omgjøring faller bort. Etter forslagene i utredningen vil ikke lenger handelsplassene utføre myndighetsoppgaver. Forskriftsregulering av omgjøringsadgang anses ikke aktuelt for andre avgjørelser truffet av operatøren av handelsplassen. Endringen av bestemmelsen her, må ses i sammenheng med ny § 12-8 hvor departementet gis adgang til å fastsette forskrifter om saksbehandling og klage for avgjørelser truffet av markedsoperatør for regulert marked. Nevnte bestemmelse erstatter tidligere § 12-10 om forvaltningslovens anvendelse for avgjørelser truffet av markedsoperatøren, med tilhørende adgang til å gi supplerende forskrifter. Henvisningen til § 12-11 om klagenemnd faller bort idet bestemmelsen foreslås opphevet. Det vises til omtale i kapittel 3.2 og 4.

Til § 11-13 Taushetsplikt for markedsoperatøren og dennes ansatte mv.

Bestemmelsen viderefører regler om taushetsplikt for markedsoperatøren og dennes ansatte, men med en annen ordlyd. Bakgrunnen for endringene er at markedsoperatøren etter forslaget i utredningen her ikke lenger vil ha myndighetsoppgaver. Ny bestemmelse er laget etter mønster av tilsvarende bestemmelse om taushetsplikt for verdipapirforetak og deres ansatte mv. i § 10-5. Endringene er i hovedsak av språklig art og overflødige/utdaterte ledd er tatt ut av bestemmelsen. Det vises til omtale i utredningens kapittel 3.3.2.

Til § 11-14 Markedsoperatørens adgang til å eie finansielle instrumenter

Første ledd viderefører tidligere § 11-15 første ledd uendret. Tidligere § 11-15 annet og tredje ledd oppheves. Det vises til omtale i kapittel 3.3.2.2.

Til § 12-8 Forskrifter om saksbehandling mv.

Bestemmelsen er ny og fastsetter at departementet kan gi forskrifter om saksbehandling og klageordning på regulert marked. Bestemmelsen må ses på bakgrunn av at tidligere § 12-10 om forvaltningslovens anvendelse på vedtak truffet av markedsoperatøren med tilhørende adgang til å gi supplerende forskrifter, oppheves. Det samme gjelder reglene om Børsklagenemnden. Det vises til omtale i kapittel 3.2 og kapittel 4. Tidligere sto det regler om tvangsmulkt i § 12-8. Bestemmelsene om tvangsmulkt foreslås opphevet. Det vises til omtale i kapittel 3.3.3.

Til § 19-2 Kontrollvirksomhet, opplysningsplikt og meldeplikt

Bestemmelsen får ett nytt tiende ledd som innarbeider tidligere § 19-4. Gamle tiende til tolvte

ledd blir nye ellefte til trettende ledd. Det vises til omtale i kapittel 2.4.2.

Endringen medfører at etterfølgende bestemmelser får nye nummerering, slik at tidligere §§ 19-5 til 19-12 blir nye §§ 19-4 til 19-11. Bortsett fra at § 19-6 tiende ledd og § 19-9 annet ledd, som begge gir regler som blir overflødige ved skifte av tilbudsmyndighet, oppheves skjer det ingen andre endringer av bestemmelsene om tilsyn i kapittel 19. Merknadene til bestemmelsene i Prop. 96 LS (2018–2019) gir dermed fortsatt veiledning til bestemmelsene, men bestemmelsene (og noen ledd) vil ha ny nummerering.

Til § 19-11 Klagenemnd

Bestemmelsen legger opp til at det skal opprettes en klagenemnd på verdipapiriområdet, men at den nærmere avgrensningen av nemndas kompetanse skal fastlegges i forskrift. På denne måten legges det til rette for at nemndas kompetanse kan utvides eller innskrenkes etter erfaring og behovet for avlastning av departementet som ellers er klageinstans for Finanstilsynets vedtak. I utkast til verdipapirforskrift § 17-1 fastsettes nemndas kompetanseområde. Etter bestemmelsen skal nemnda behandle klager på vedtak på markedsområdet. Det er viktig å merke seg at formålet med å opprette en klagenemnd på verdipapirmarkedsområdet er å avlaste departementets ressurser. Formålet er ikke å redusere departementets kontroll med klagesaksbehandlingen. Bestemmelsen fastsetter derfor at departementet i enkelttilfeller kan beslutte at de skal behandle en klage som ellers kunne vært behandlet i klagenemnda. Det legges også opp til at departementet kan omgjøre klagenemndas vedtak dersom vilkårene i forvaltningsloven § 35 er oppfylt, se utkast til tredje ledd. Det legges imidlertid ikke opp til at klagenemnda skal kunne instrueres i den enkelte sak, se utkast til annet ledd. I fjerde ledd fastsettes det at departementet kan gi nærmere regler om nemndas organisering og virksomhet. Det vises til omtale i kapittel 5.

Til § 19-12 Finansiering

Bestemmelsens første ledd fastsetter at departementet bestemmer godtgjørelsen til medlemmene i klagenemnda og treffer bestemmelse om sekretariat, se omtale i kapittel 6.3 og 5.7. Bestemmelsens annet ledd gir regler om dekningen av utgiftene forbundet med klagebehandling i nemnda.

Som hovedregel legger utvalget opp til at den part som ikke får medhold i en klage må bære de faktiske kostnadene ved klagesaksbehandlingen. Parter som får medhold, skal ikke avkreves kostnader forbundet med klagesaken. Gjelder klagen en tvist mellom to parter, kan klagenemnda fatte vedtak om at utgiftene forbundet med saken, skal dekkes av den part som ikke gis medhold. Bestemmelsens tredje ledd åpner for at nemnda i særlige tilfeller kan fastsette at klager eller en annen part som ikke får medhold, likevel ikke skal dekke kostnadene forbundet med klagen. Bestemmelsen er ment som en sikkerhetsventil der det fremstår urimelig å kreve kostnadsdekning, for eksempel der saken var så tvilsom at den avgjøres ved dissens, eller hadde klare prinsipielle sider, eller det av andre grunner vil virke urimelig å kreve kostnadsdekning fra klager eller andre parter. Fjerde ledd fastsetter at vedtak om kostnadsdekning skal treffes samtidig med øvrige vedtak i saken. Vedtaket anses om en del av saken og kan ikke påklages på selvstendig grunnlag. Femte ledd fastsetter at vedtaket er tvangsgrunnlag for utlegg. Etter sjettede ledd skal utgifter til klagenemndsbehandling som ikke dekkes av klager, dekkes av Finanstilsynet og utlignes etter finanstilsynslovens regler. Det vises til omtale i kapittel 5.7.

Merknader til forslag til endringer i Lov om tilsynet med finansforetak mv.

Til endringer i § 9

Utvalget foreslår at det opprettes en klagenemnd som skal behandle klager på Finanstilsynets vedtak på verdipapirmarkedsområdet. Etter forslaget skal utgifter til klagebehandling der klager får medhold og eventuelle utgifter til klagenemnda som ikke hører til noen enkelt klagesak, utlignes på samme måte som utgiftene til tilsynet med overholdelsen av de alminnelige bestemmelsene om verdipapirhandel, se forslag til tillegg i tredje ledd. Se også utkast til bestemmelser i verdipapirhandelloven §§19-11 og 19-12 og omtale i kapittel 5.7 i utredningen.

I femte ledd endres henvisningen til verdipapirhandelloven. Endringen har ingen materiell betydning, men innebærer retting av en inkurie.

Sjettede ledd endres slik at bestemmelsen utvides til å omfatte utligning av utgifter til kontroll med reglene om overtakelsestilbud i verdipapirhandelloven kapittel 6. Det vises til utredningens kapittel 2.5.

Merknader til forslag til endringer i verdipapirforskriften:

Til § 9-39a Opplysningsplikt overfor MHF og OHF

Bestemmelsen er ny og gir regler om opplysningsplikt for utstedere og brukere eller deltakere på en MHF eller OHF. Det vises til omtale i kapittel 3.3.2.

Til § 17-10 Klagenemnd

Bestemmelsen gir nye regler som fasetter at klage på vedtak på verdipapirmarkedsområdet skal behandles i klagenemnd. Bestemmelsens første ledd avgrenser nemndas kompetanse til behandling av vedtak som gjelder forhold som omfattes av verdipapirhandelloven kapittel tre til syv med tilhørende forskrifter. Klager på vedtak som gjelder virksomhetsreglene for foretak under tilsyn, skal fortsatt behandles av departementet. Annet ledd fastsetter at vedtak om forbud mot å ha ledelsesfunksjon eller midlertidig forbud mot medlemskap på regulert marked skal behandles av departementet, selv om vedtaket skyldes overtredelse av bestemmelsene i kapittel tre til syv i loven. Bakgrunnen for denne avgrensningen er at slike reaksjoner har nær sammenheng med den konsesjonspliktige virksomheten. Det vises til omtale i kapittel 5.6.3 til 5.6.6.

Til § 17-11 Oppnevning og sammensetning av nemnda

Bestemmelsens første til fjerde ledd gir regler om oppnevning og sammensetning av klagenemnda. Første ledd fastsetter at departementet skal oppnevne fem medlemmer og fem varamedlemmer til i nemnda. Varamedlemmene er ikke personlige. Etter annet ledd skal departementet utpeke både leder og nestleder for nemnda. Begge skal være jurister som fyller kravene til å være dommer, se domstolloven § 55. Tredje ledd stiller krav til medlemmenes kompetanse. Etter bestemmelsen skal medlemmene ha juridisk, revisjonsfaglig eller økonomisk kompetanse, eller omfattende erfaring fra verdipapirmarkedet. Det stilles ikke krav om at nemnda skal settes sammen med en bestemt kompetanse, men det forutsettes at nemnda settes sammen slik at den har kompetansen som kreves for å treffe avgjørelser av høy faglig kvalitet innenfor hele kompetanseområdet til nemnda. Det vises til omtale i kapittel 6.2.

Femte ledd gir regler om vedtaksførhet og flertallskrav. Det vises til omtale i kapittel 6.4.2.5.

Sjette ledd gir regler om ledelse av klagenemnda.

Til § 17-12 Opphør av verv som medlem av nemnda

Bestemmelsen gir regler om at departementet i nærmere angitte tilfeller kan løse et medlem fra vervet, enten fordi vedkommende ber om det selv eller på eget initiativ. Etter første ledd bokstav a kan et medlem bli løst fra vervet av personlige grunner, for eksempel fordi vedkommendes livssituasjon eller arbeidssituasjon har endret seg. Bokstav b gir departementet adgang til å løse medlemmet fra vervet når vedkommende grovt har krenket pliktene som følger med vervet, for eksempel ved klare brudd på taushetsplikten eller ved å foreta straffbare handlinger som er uforenlige med vervet.

Etter annet ledd har departementet en begrenset adgang til å løse medlemmer fra vervet mot sin vilje hvis det er *nødvendig* for at nemnda skal kunne ivareta sine oppgaver, for eksempel hvis samarbeidsforholdene i nemnda er blitt umulige. Bestemmelsen kan også anvendes dersom et medlem har opptrådt slik utenfor nemnda at vedkommende og nemnda ikke lenger har nødvendig tillit. Det vil også være mulig å skifte ut medlemmer etter bestemmelsen dersom ett eller flere av medlemmene i løpet av oppnevningsperioden går inn i stillinger som innebærer at vedkommende vil være inhabil i mange saker slik at det blir vanskelig å sette sammen nemnda med tilstrekkelig kompetanse. Det vises til omtale i kapittel 6.2.2.

Til § 17-13 Saksbehandlingsregler

Bestemmelsens første ledd presiserer at forvaltningsloven kapittel VI gjelder for klagebehandlingen i nemnda, med de endringer og tillegg som følger av bestemmelsene i forskriften.

I annet ledd gis det forkortet klagefrist for vedtak som gjelder overtakelsestilbud i verdipapirhandelloven kapittel 6. Den kortere fristen gjelder ikke vedtak om tiltak og sanksjoner som følge av overtredelse av reglene i kapittel 6 i medhold av kapittel 19 og 21 i loven. Klage på vedtak om tiltak og sanksjoner haster ikke på samme måte som klage over materielle avgjørelser om overtakelsestilbud. Dette kommer til uttrykk ved at bestemmelsen kun viser til vedtak etter kapittel seks, uten samtidig å vise til kapittel 19 og 21. Tredje ledd gir regler om beregning av klagefristen i tilfeller der den klageberettigete ikke har krav på melding om Finanstilsynets vedtak. Det vises til omtale i kapittel 6.4.2.2.

Fjerde ledd fastsetter at klagenemnda avgjør saken på grunnlag av de saksdokumentene som foreligger når den mottar klagen. Det åpnes ikke for muntlig forhandling. Det vises til omtale i kapittel 6.4.2.4.

Femte ledd fastsetter at nemnda skal behandle saker og treffe vedtak i møte. Det åpnes for behandling ved sirkulasjon av saksdokumenter hvis saken haster eller er kurant. Saken vil for eksempel være kurant hvis det foreligger en prinsippavgjørelse i tilsvarende sak. En sak kan også være kurant hvis de juridiske og faktiske spørsmålene ikke reiser nevneverdig tvil, eller klagen

er åpenbart grunnløs. Sjetten ledd fastsetter at det skal føres møteprotokoll. Det vises til omtale i kapittel 6.4.2.4.

Til § 17-14 Saksomkostninger

Bestemmelsen gir regler om dekning av saksomkostninger der klagesaken i det vesentlige er en tvist mellom to eller flere parter. Bestemmelsen viderefører ordlyden i verdipapirforskriften § 12-8 første ledd som gjelder saksomkostninger for Børsklagenemnden. Det vises til omtale i kapittel 6.5.

Kapittel 9

Forslag til lov- og forskriftsendringer

I lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel gjøres følgende endringer:

I § 6-4 gjøres følgende endringer:

Første ledd skal lyde:

(1) *Finanstilsynet er tilbudsmyndighet for selskaper etablert i Norge og selskaper notert på regulert marked i Norge.*

Annet ledd oppheves.

§ 9-30a skal lyde:

Departementet kan fastsette bestemmelser i forskrift om *at § 11-13, § 12-2 syvende ledd og § 12-4 åttende ledd* helt eller delvis skal gjelde i tilpasset form for operatør av multilaterale handelsfasiliteter og organiserte handelsfasiliteter. Departementet kan fastsette bestemmelser i forskrift om saksbehandlingen for beslutninger fattet av operatør av multilaterale handelsfasiliteter og organiserte handelsfasiliteter og bestemmelser om *klage og klageordning* for slike beslutninger.

§ 11-13 skal lyde:

§ 11-13 *Taushetsplikt for markedsoperatøren og dennes ansatte mv.*

(1) *Ansatte, tillitsmenn og personer med bestemmende innflytelse i en markedsoperatør har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold, med mindre annet er bestemt i lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov.*

(2) *Første ledd gjelder tilsvarende for enhver som utfører arbeid for markedsoperatøren, selv om vedkommende ikke er ansatt i foretaket.*

(3) *Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.*

§ 11-14 oppheves.

§§ 11-15 til 11-26 blir nye §§ 11-14 til 11-25.

I ny § 11-14 gjøres følgende endringer:

Overskriften skal lyde:

§ 11-14 *Markedsoperatørens adgang til å eie finansielle instrumenter*

Annet og tredje ledd oppheves.

Ny § 12-8 skal lyde:

§ 12-8 *Forskrifter om saksbehandling mv.*

Departementet kan fastsette bestemmelser i forskrift om saksbehandlingen for beslutninger fattet av en markedsoperatør og bestemmelser om klage og klageordning for slike beslutninger.

§ 12-9 oppheves.

Kapittel 12 avsnitt II oppheves.

I § 19-2 gjøres følgende endringer:

Nytt tiende ledd skal lyde:

(10) *Finanstilsynet kan kreve opplysninger som antas å ha betydning for spørsmål som omfattes av kapittel 6 fra verdipapirforetak, andre foretak og personer.*

Tiende til tolvte ledd blir nye ellevte til trettende ledd.

§ 19-4 oppheves.

§§ 19-5 til 19-12 blir nye §§ 19-4 til 19-11.

Ny § 19-6 tiende ledd oppheves. Ellevte ledd blir nytt tiende ledd.

Ny § 19-9 annet ledd oppheves. Tredje ledd blir annet ledd.

Ny § 19-11 skal lyde:

§ 19-11 Klagenemnd

(1) Departementet kan i forskrift fastsette at en klagenemnd skal avgjøre klager på vedtak etter verdipapirhandelloven.

(2) Klagenemnda kan ikke instrueres om det enkelte vedtaket. Nemnda kan ikke gi instruks til Finanstilsynet eller omgjøre Finanstilsynets vedtak uten at det er klaget.

(3) Departementet kan i enkelttilfeller avgjøre en klage som ellers skulle ha vært avgjort av klagenemnda, og kan omgjøre klagenemndas vedtak dersom vilkårene i forvaltningsloven § 35 er oppfylt.

(4) Departementet kan fastsette forskrifter om nemndas kompetanse, frister, innholdet av klage, tilsvare og muntlig forhandling, dekning av partenes sakskostnader og klagenemndas sammensetning og virksomhet.

Ny § 19-12 skal lyde:

§ 19-12 Finansiering mv.

(1) Departementet fastsetter medlemmenes godtgjørelse og treffer bestemmelser om nemndas sekretariat.

(2) Utgiftene til godtgjørelse til klagenemndas medlemmer og sekretariat, samt andre utgifter som påløper i forbindelse med klagebehandlingen, skal dekkes av klageren dersom klagenemnda ikke gir medhold i klagen. Gjelder klagen i det vesentlige en tvist mellom to parter, kan klagenemnda fatte vedtak om at utgifter som nevnt i første punktum skal dekkes av den part som ikke gis medhold.

(3) Nemnda kan i særlige tilfeller beslutte at klager helt eller delvis skal unntas fra å dekke kostnader etter annet ledd. Ved avgjørelsen skal det legges vekt på om saken var av prinsipiell art eller om det av andre grunner var rimelig å bringe saken inn for klagenemnda.

(4) Klagenemnda skal treffe vedtak om kostnadsdekning etter annet og tredje ledd samtidig med øvrige vedtak i saken. Klagenemndas vedtak om kostnadsdekning kan ikke påklages.

(5) Vedtak om kostnadsdekning er tvangsgrunnlag for utlegg.

(6) Utgifter til klagenemndsbehandling som ikke dekkes etter denne bestemmelsens annet til fjerde ledd, dekkes av Finanstilsynet og utlignes på institusjoner og utstedere som nevnt i finanstilsynsloven § 9 tredje ledd.

(7) Departementet kan fastsette nærmere forskrifter om finansiering, herunder nærmere regler om kostnadsdekning og fastsette regler om nemndas sekretariat.

§ 21-7 oppheves.

§§ 21-8 til 21-16 blir nye §§ 21-7 til 21-15.

I ny § 21-7 første ledd gjøres følgende endringer:

(1) Finanstilsynet kan ilegge overtredelsesgebyr til den som ikke etterkommer Finanstilsynets pålegg etter § 19-6 femte, sjette eller niende ledd

I lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet med finansforetak mv. (finanstilsynsloven) gjøres følgende endringer:

I § 9 gjøres følgende endringer:

Tredje ledd skal lyde:

Utgiftene ved tilsynet med overholdelsen av de alminnelige bestemmelser om verdipapirhandel og til klagenemndsbehandling etter samme lov §§ 19-11 og 19-12 utlignes på institusjoner som nevnt i første ledd samt på utstedere som nevnt i femte ledd. Fordelingen på institusjonene skjer etter størrelsen på beløpene etter fordelingen etter første ledd. Fordelingen på utstedere skjer etter størrelsen på beløpene etter fordeling etter femte og sjette ledd. Slike utgifter skal likevel ikke utlignes på eiendomsmeglerforetak, inkassoforetak, revisorer, revisjonsselskap, regnskapsførere, betalingsforetak eller e-pengeforetak

Femte ledd skal lyde:

Finanstilsynets utgifter til kontroll etter lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel § 19-1 annet ledd skal utlignes på utstedere av omsettelige verdipapirer som er notert på regulert marked i EØS med Norge som hjemstat.

Sjette ledd skal lyde:

Finanstilsynets utgifter til oppgaven som tilbudsmyndighet og til kontroll med prospekter etter verdipapirhandelloven kapittel 6 og 7 utlignes på utstedere som nevnt i femte ledd. Inntekter fra gebyrer knyttet til Finanstilsynets virksomhetsutøvelse kommer til fratrukk i utlikningen til den utlikningsgruppen gebyrene refererer seg til.

I forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) gjøres følgende endringer:

Ny § 9-38a skal lyde:

§ 9-38a *Opplysningsplikt overfor MHF og OHF*

(1) *Verdipapirhandelloven § 12-2 fjerde ledd gjelder tilsvarende for utstedere som har godkjent at deres finansielle instrumenter handles på en MHF eller en OHF, eller som har søkt om opptak av sine finansielle instrumenter til handel på en MHF.*

(2) *Verdipapirhandelloven § 12-4 åttende ledd gjelder tilsvarende for brukere eller deltakere som nevnt i verdipapirhandelloven § 9-26 første ledd nr. 7, på MHF eller OHF.*

Kapittel 11 avsnitt II oppveves. Avsnitt III blir nytt avsnitt II.

§ 11-8 blir ny § 11-4.

Kapittel 12 avsnitt II og III oppheves.

I kapittel 17. Tilsyn gjøres følgende endringer:

Avsnitt I oppheves.

Avsnitt II blir nytt avsnitt I.

§§ 17-2 til 17-10 blir nye §§ 17-1 til 17-9.

§§ 17-11 til 17-14 oppheves.

Etter ny § 17-9 innsettes følgende nye avsnitt:

II. Klage

Nye §§ 17-10 til 17-14 skal lyde:

§ 17-10 *Klagenemnd*

(1) *Klager på vedtak etter verdipapirhandelloven kapittel 3 til 7 med tilhørende forskrifter, jfr. kapittel 19 og 21 behandles i klagenemnd. Der klagesaken også omfatter andre forhold enn de som er omtalt i første punktum, skal departementet behandle klagen med mindre de henviser saken til nemnda.*

(2) *Klage på vedtak om forbud mot å ha ledelsesfunksjon etter verdipapirhandelloven § 19-8 og midlertidig forbud mot medlemskap på regulert marked etter verdipapirhandelloven § 19-9 behandles av departementet, selv om vedtaket skyldes overtredelse av bestemmelser i kapittel 3 til 7 i verdipapirhandelloven.*

§ 17-11 *Oppnevning og sammensetning av nemnda*

(1) *Klagenemnda skal bestå av fem medlemmer og fem varamedlemmer som oppnevnes av departementet.*

(2) *Lederen og nestlederen i nemnda oppnevnes av departementet og skal være jurister som fyller kravene til å være dommer.*

(3) *Øvrige medlemmer i nemnda skal ha juridisk, revisjonsfaglig eller økonomisk kompetanse eller omfattende erfaring fra verdipapirmarkedet.*

(4) *Alle medlemmer oppnevnes for en periode på fire år, med mulighet for gjentatt oppnevning. Ved første gangs oppnevning, oppnevnes tre av medlemmene for fire år og to av medlemmene for to år, mens alle varamedlemmene oppnevnes for to år.*

(5) *Klagenemnda treffer vedtak ved alminnelig flertall. Nemnda er vedtaksfør dersom et flertall av de innkalte møter.*

(6) *Dersom lederen har forfall, ledes arbeidet i klagenemnda av nestlederen.*

§ 17-12 *Opphør av verv som medlem av nemnda*

(1) *Departementet kan løse et medlem fra vervet når medlemmet:*

- ber om det av personlige grunner*
- grovt har krenket plikter som følger med vervet.*

(2) *I særlige tilfeller kan departementet løse ett eller flere medlemmer fra vervet hvis det er nødvendig for at nemnda skal ivareta sine oppgaver.*

(3) *Når et medlem av nemnda fratrer etter første eller annet ledd, skal et varamedlem rykke opp eller departementet oppnevne et nytt medlem for resten av oppnevningsperioden.*

§ 17-13 *Saksbehandlingsregler*

(1) *Forvaltningsloven kapittel VI gjelder for klagebehandlingen i nemnda, med de endringer og tillegg som følger av bestemmelsene i kapittelet her.*

(2) *For vedtak etter verdipapirhandelloven kapittel 6 med tilhørende forskrifter er klagefristen to uker.*

(3) *For klageberettigede som ikke er gitt melding om Finanstilsynets vedtak, og som heller ikke har krav på slik melding, løper klagefristen fra offentliggjøring av vedtaket.*

(4) *Klagenemnda avgjør saken på grunnlag av de saksdokumentene som foreligger når den mottar klagen.*

(5) *Nemnda skal behandle saker og treffe vedtak i møte. Vedtak kan treffes ved sirkulasjon til nemndsmedlemmene hvis saken haster, eller hvis saken er kurant.*

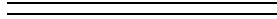
(6) Nemnda skal føre protokoll med opplysninger om når vedtak er truffet, hva vedtaket gjelder, og hvordan nemndas medlemmer har stemt.

§ 17-14 Saksomkostninger

(1) I en sak som i det vesentlige er en tvist mellom to eller flere parter, avgjør klagenemnda om en part som helt eller delvis har vunnet frem med sitt krav, helt eller delvis skal få dekket sine omkost-

ninger i klagesaken av en eller flere av de øvrige parter. Ved avgjørelsen skal det, foruten utfallet av saken, særlig legges vekt på om saken var tvilsom eller om det av andre grunner var rimelig å bringe saken inn for klagenemnda.

(2) Krav om saksomkostninger må fremsettes før klagenemnda treffer sin avgjørelse i saken. Saksomkostningskrav som fremsettes senere, skal det ses bort fra.



Norges offentlige utredninger

2020

Arbeids- og sosialdepartementet:

NOU 2020: 8 Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2020
NOU 2020: 9 Blindsonen

Barne- og familiedepartementet:

NOU 2020: 14 Ny barnelov

Finansdepartementet:

NOU 2020: 7 Verdier og ansvar

Helse- og omsorgsdepartementet:

NOU 2020: 1 Tjenester til personer med
autismespekterforstyrrelser og til personer
med Tourettes syndrom

Justis- og beredskapsdepartementet:

NOU 2020: 4 Straffelovrådets utredning nr. 1
NOU 2020: 5 Likhhet for loven
NOU 2020: 10 Straffelovrådets utredning nr. 2
NOU 2020: 11 Den tredje statsmakt
NOU 2020: 17 Varslede drap?

Kommunal- og moderniseringsdepartementet:

NOU 2020: 6 Frie og hemmelige valg
NOU 2020: 12 Næringslivets betydning for levende og
bærekraftige lokalsamfunn
NOU 2020: 15 Det handler om Norge
NOU 2020: 16 Levekår i byer

Kunnskapsdepartementet:

NOU 2020: 2 Fremtidige kompetansebehov III
NOU 2020: 3 Ny lov om universiteter og høyskoler
NOU 2020: 16 Levekår i byer

Nærings- og fiskeridepartementet:

NOU 2020: 12 Næringslivets betydning for levende og
bærekraftige lokalsamfunn
NOU 2020: 13 Private aktører i velferdsstaten

Bestilling av publikasjoner

Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
www.publikasjoner.dep.no
Telefon: 22 24 00 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på
www.regjeringen.no

Trykk: Departementenes sikkerhets- og
serviceorganisasjon – 01/2021