



DET KONGELIGE  
FINANSDEPARTEMENT

# Ot.prp. nr. 12

(2004–2005)

---

Om lov om endringer i verdipapir-  
handelloven og enkelte andre  
lover (gjennomføring av markeds-  
misbruksdirektivet mv.)



## Innhold

<b>1</b>	<b>Proposisjonens hovedinnhold</b> .....	5			
1.1	Innledning .....	5	6.4	Høringsinstansenes merknader .....	39
1.2	Sammendrag .....	5	6.5	Departementets vurdering .....	40
1.2.1	Gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet .....	5	<b>7</b>	<b>Undersøkelsesplikt</b> .....	42
1.2.2	Sikkerhetsstillelse for verdipapirforetak .....	7	7.1	Gjeldende rett .....	42
1.2.3	Endringer i revisorloven mv. ....	7	7.2	EØS-rett .....	42
1.2.4	Hjemmel for regulering av handel i børsnoterte aksjer mv. for ansatte i Kredittilsynet .....	7	7.3	Kredittilsynets forslag .....	42
			7.4	Høringsinstansenes merknader .....	42
			7.5	Departementets vurdering .....	43
<b>2</b>	<b>Bakgrunnen for lovforslaget</b> .....	8	<b>8</b>	<b>Rådgivningsforbud</b> .....	44
2.1	Generelt om EØS-forpliktelser på finansmarkedsområdet .....	8	8.1	Gjeldende rett .....	44
2.1.1	Bakgrunn .....	8	8.2	EØS-rett .....	44
2.1.2	Handlingsplanen for finansielle tjenester .....	8	8.3	Kredittilsynets forslag .....	45
2.1.3	Lamfalussy-prosessen .....	8	8.4	Høringsinstansenes merknader .....	46
2.2	Markedsmisbruksdirektivet og Kommisjonens utfyllende bestemmelser .....	9	8.5	Departementets vurdering .....	44
2.3	Kredittilsynets høringsnotat .....	10	<b>9</b>	<b>Offentliggjøring av inside-informasjon</b> .....	47
2.4	Høring .....	11	9.1	Gjeldende rett .....	47
			9.2	EØS-rett .....	47
			9.3	Kredittilsynets forslag .....	50
			9.4	Høringsinstansenes merknader .....	52
			9.5	Departementets vurdering .....	54
<b>3</b>	<b>Saklig og stedlig virkeområde for markedsmisbruksreglene</b> .....	12	<b>10</b>	<b>Markedsmanipulasjon</b> .....	55
3.1	Gjeldende rett .....	12	10.1	Generelt .....	55
3.2	EØS-rett .....	12	10.2	Gjeldende rett .....	55
3.3	Kredittilsynets forslag .....	13	10.3	EØS-rett .....	55
3.4	Høringsinstansenes merknader .....	14	10.4	Kredittilsynets forslag .....	57
3.5	Departementets vurdering .....	14	10.5	Høringsinstansenes merknader .....	59
			10.6	Departementets vurdering .....	63
<b>4</b>	<b>Straffbar insidehandel</b> .....	16	<b>11</b>	<b>Kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer</b> .....	69
4.1	Gjeldende rett .....	16	11.1	Generelt .....	69
4.2	EØS-rett .....	16	11.2	Gjeldende rett .....	69
4.3	Kredittilsynets forslag .....	19	11.3	EØS-rett .....	69
4.4	Høringsinstansenes merknader .....	20	11.4	Kredittilsynets forslag .....	69
4.5	Departementets vurdering .....	27	11.5	Høringsinstansenes merknader .....	70
			11.6	Departementets vurdering .....	71
<b>5</b>	<b>Taushetsplikt og krav om tilbørlig informasjonshåndtering</b> .....	32	<b>12</b>	<b>Forbudet mot urimelige forretningsmetoder mv.</b> .....	73
5.1	Gjeldende rett .....	32	12.1	Gjeldende rett .....	73
5.2	EØS-rett .....	32	12.2	EØS-rett .....	73
5.3	Kredittilsynets forslag .....	33	12.3	Kredittilsynets forslag .....	73
5.4	Høringsinstansenes merknader .....	34	12.4	Høringsinstansenes merknader .....	73
5.5	Departementets vurdering .....	35	12.5	Departementets vurdering .....	73
<b>6</b>	<b>Innsidelister</b> .....	37	<b>13</b>	<b>Investeringsanbefalinger</b> .....	74
6.1	Gjeldende rett .....	37	13.1	Gjeldende rett .....	74
6.2	EØS-rett .....	37			
6.3	Kredittilsynets forslag .....	38			

13.2	EØS-rett .....	74	19.1.6	Departementets vurdering .....	130
13.3	Kredittilsynets forslag .....	75	19.2	Innholdet av revisjonsberetningen ....	131
13.4	Høringsinstansenes merknader .....	76	19.2.1	EØS-regler etter direktiv 2003/51/ EF .....	131
13.5	Departementets vurdering .....	81	19.2.2	Høring .....	131
<b>14</b>	<b>Rapporteringsplikt ved mistenkelige transaksjoner</b> .....	87	19.2.3	Gjeldende rett .....	132
14.1	Gjeldende rett .....	87	19.2.4	EØS-rett .....	132
14.2	EØS-rett .....	87	19.2.5	Kredittilsynets forslag .....	133
14.3	Kredittilsynets forslag .....	87	19.2.6	Høringsinstansenes merknader .....	133
14.4	Høringsinstansenes merknader .....	89	19.2.7	Departementets vurdering .....	134
14.5	Departementets vurdering .....	90	<b>20</b>	<b>Regulering av handel i børs- noterte aksjer mv. for ansatte i Kredittilsynet</b> .....	136
<b>15</b>	<b>Unntak for visse transaksjoner</b> .....	93	20.1	Bakgrunn for lovforslaget .....	136
15.1	Gjeldende rett .....	93	20.2	Gjeldende rett .....	136
15.2	EØS-rett .....	93	20.3	Forslaget .....	136
15.3	Kredittilsynets forslag .....	93	20.4	Høringsinstansenes merknader .....	138
15.4	Høringsinstansenes merknader .....	93	20.5	Departementets vurdering .....	139
15.5	Departementets vurdering .....	93	<b>21</b>	<b>Økonomiske og administrative konsekvenser</b> .....	140
<b>16</b>	<b>Meldeplikt for primærinnsidere</b> ...	94	21.1	Gjennomføring av markedsmisbruks- direktivet mv. ....	140
16.1	Gjeldende rett .....	94	21.1.1	Administrative konsekvenser .....	140
16.2	EØS-rett .....	94	21.1.2	Økonomiske konsekvenser .....	140
16.3	Kredittilsynets forslag .....	96	21.2	Sikringsordning for verdipapirforetak	140
16.4	Høringsinstansenes merknader .....	96	21.3	Endringer i revisorloven .....	140
16.5	Departementets vurdering .....	97	21.4	Regulering av handel i børsnoterte aksjer mv. for ansatte i Kredittilsynet	140
<b>17</b>	<b>Tilsyn og sanksjoner</b> .....	99	<b>22</b>	<b>Merknader til de enkelte bestemmelser</b> .....	141
17.1	Gjeldende rett .....	99	22.1	Endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (verdipapir- handelloven): .....	141
17.1.1	Tilsyn med verdipapirhandelen .....	99	22.2	Endringer i lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. (børsloven): .....	145
17.1.2	Sanksjoner .....	99	22.3	Endringer i lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapir- handel m.v. (kredittilsynsloven) § 7 nytt femte ledd: .....	146
17.2	Endringsforslag .....	100	22.4	Endringer i lov 22. mai 1902 nr. 10 Almindelig borgerlig Straffelov (straffeloven) § 273 annet ledd og § 274 femte ledd: .....	146
17.2.1	Tilsynsmyndighet .....	100	22.5	Endringer i lov 15. januar 1999 nr. 2 om lov om revisjon og revisorer (revisorloven): .....	146
17.2.2	Kompetanse .....	100	<b>Forslag til lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markeds- misbruksdirektivet mv.)</b> .....	147	
17.2.3	Sanksjoner .....	109			
17.2.4	Samarbeid .....	111			
<b>18</b>	<b>Sikkerhetsstillelse for verdipapir- foretak</b> .....	113			
18.1	Innledning .....	113			
18.2	Gjeldende rett .....	113			
18.3	EØS-rett .....	114			
18.4	Generelt om Kredittilsynets høringsnotat .....	114			
18.5	Høringen .....	115			
18.6	Nærmere om Kredittilsynets forslag	115			
18.7	Høringsinstansenes merknader .....	120			
18.8	Departementets vurdering .....	124			
<b>19</b>	<b>Endringer i revisorloven mv.</b> .....	127			
19.1	Forskriftshjemmel for bestemmelser om revisors uavhengighet .....	127			
19.1.1	Høring .....	127			
19.1.2	Gjeldende rett .....	127			
19.1.3	EØS-rett .....	128			
19.1.4	Kredittilsynets forslag .....	128			
19.1.5	Høringsinstansenes merknader .....	128			



DET KONGELIGE  
FINANSDEPARTEMENT

# Ot.prp. nr. 12

(2004–2005)

## Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)

*Tilråding fra Finansdepartementet av 5. november 2004,  
godkjent i statsråd samme dag.  
(Regjeringen Bondevik II)*

### 1 Proposisjonens hovedinnhold

#### 1.1 Innledning

Finansdepartementet fremmer i denne proposisjonen forslag til lov om endringer i verdipapirhandelloven. Lovforslaget er utformet for å gjennomføre EØS-regler som svarer til det nylig vedtatte direktiv 2003/6/EF om markedsmisbruk og dets utfyllende rettsakter. Lovforslaget bygger på utkast til lovendringer som foreslått av Kredittilsynet i et høringsnotat av 1. mars 2004. I tillegg foreslås nye regler om sikkerhetsstillelse for verdipapirforetak, enkelte endringer i revisorloven og en hjemmel for regulering av handel i verdipapirer for ansatte i Kredittilsynet.

Verdipapirmarkedets hovedoppgave er å formidle kreditt og egenkapital. Dette bidrar til at samfunnets kapital kanaliseres dit den kaster mest av seg. Et effektivt verdipapirmarked bidrar til økt effektivitet i anvendelsen av samfunnets ressurser. Verdipapirmarkedet kan bare fungere etter hensikten hvis deltakerne har den nødvendige tillit til dets virkemåte.

#### 1.2 Sammendrag

##### 1.2.1 Gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet

Lovforslaget legger opp til å videreføre gjeldende *innsidehandelforbud* i norsk rett, jf. lovforslaget § 2–2 og § 2–3. Det foreslås imidlertid enkelte språklige endringer. Etter departementets syn er en mest mulig fullstendig gjennomføring basert på direktivets ordbruk å foretrekke fremfor å videreføre dagens bestemmelser i den språkdrakt de nå har. Det vises til nærmere omtale i kapittel 4.

Det legges videre opp til å videreføre dagens regler om *taushetsplikt og krav om tilbørlig informasjonshåndtering*, jf. lovforslaget § 2–4. Det foreslås enkelte mindre justeringer, se nærmere omtale i kapittel 5.

Etter gjeldende rett har utsteder av aksjer mv. plikt til å føre *innsidelister*, dvs. lister over rådgivere mv. som gis tilgang til innsideinformasjon. Dette har bl.a. betydning ved etterforskning av mulig innsidehandel. Det foreslås å videreføre disse reglene, men i samsvar med direktivet foreslås å pålegge utsteder å føre slike lister også over personer internt i

foretaket som har tilgang til innsideinformasjon. Det vises til lovforslaget § 2–5 og omtale i kapittel 6.

Det foreslås også å videreføre hovedtrekkene i dagens regler om *undersøkelsesplikt og rådgivningsforbud*, jf. nærmere omtale i kapittel 7 og 8.

Direktivet nødvendiggjør endringer i de norske reglene om *utsteders plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon*. Etter gjeldende rett plikter utsteder å offentliggjøre all informasjon av «ikke uvesentlig betydning» for kursen, og det er alminnelig antatt at dette er informasjon av en mer kvalifisert art enn innsideinformasjon omtalt i innsidehandelforbudet. Endringsforslaget innebærer at utsteder som hovedregel vil måtte offentliggjøre all innsideinformasjon i foretaket, jf. nærmere omtale i kapittel 9. De nærmere reglene om dette vil imidlertid kunne gis i forskrift.

Det sentrale *markedsmanipulasjonsforbudet* drøftes nærmere i kapittel 10. Direktivet innebærer at det må inntas til dels svært tekniske og kompliserte regler i norsk rett, men de fleste reglene vil kunne gis i forskrift. Etter omstendighetene kan en rekke transaksjoner som utad fremstår som legitime og akseptert i markedet, utgjøre markedsmanipulasjon. I samsvar med direktivet foreslås å lovfeste at *tilbakekjøpsprogrammer* (dvs. at et selskap kjøper egne aksjer) og *kursstabilisering* (f.eks. at en tilrettelegger forsøker å stabilisere kursen på en aksje etter børsnotering) som oppfyller nærmere bestemte vilkår ikke skal rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon. Dette omtales i kapittel 11.

Det foreslås å videreføre gjeldende *forbud mot urimelige forretningsmetoder*, selv om direktivet ikke har regler om dette, jf. omtale i kapittel 12.

I gjeldende rett er det ingen spesifikk regulering av utarbeidelse og formidling av *investeringsanbefalinger*. Direktivet inneholder imidlertid en rekke regler om dette som må gjennomføres i norsk rett. Det sentrale innholdet i disse reglene er at den som utarbeider eller formidler slike anbefalinger må gjøre rede for eventuelle interessekonflikter (f.eks. at vedkommende eier aksjer i samme selskap som omtales i anbefalingen). I tillegg gjelder enkelte krav til anbefalingens innhold. Etter direktivet kan en her erstatte lov- og forskriftsregler med selvregulering i den aktuelle bransje, forutsatt at selvregulering gir tilsvarende virkninger som offentligrettslig regulering. Departementet foreslår at offentligrettslig regulering i utgangspunktet bør kreves i denne sammenheng. Det foreslås imidlertid et unntak for presse som er underlagt tilfredsstillende selvregulering. Det vises til nærmere drøftelse i kapittel 13.

Direktivet inneholder også nye regler om *rapporteringsplikt ved mistenkelige transaksjoner*, dvs.

transaksjoner som reiser mistanke om at innsidehandel eller markedsmanipulasjon har funnet sted. I samsvar med direktivet foreslås at den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter, skal rapportere slik mistanke til Kredittilsynet, jf. lovforslaget § 2–11. Direktivreglene synes i stor grad å være basert på rapporteringsplikten som gjelder ved mistanke om hvitvasking av utbytte fra straffbare handlinger, jf. nærmere omtale i kapittel 14.

Det foreslås enkelte *unntak fra lovreglenes anvendelsesområde* for visse sentralbankdisposisjoner mv., i samsvar med direktivet. Det vises til lovforslaget § 2–13 og omtale i kapittel 15.

Direktivet innebærer også nye EØS-regler om *meldeplikt for visse ansattes (hos utsteder) personlige transaksjoner*. I norsk rett har vi allerede regler om dette, og direktivet nødvendiggjør kun enkelte justeringer i disse, jf. lovforslaget § 3–1 og omtale i kapittel 16.

En vesentlig nyskapning i direktivet er dets fokus på effektive håndhevelsesmuligheter og administrative sanksjoner. Direktivet krever som utgangspunkt at tilsynsmyndigheten skal inneha vid kompetanse for å sikre en effektiv håndhevelse av reglene, herunder kompetanse til å foreta beviskring og til å innhente historikk om telefonbruk mv. Kredittilsynet har etter norsk rett på mange punkter den kompetanse direktivet krever at tilsynsmyndigheten skal ha, men det er nødvendig med visse endringer. Departementet foreslår at Kredittilsynet får samme beviskringsmuligheter som Konkurransetilsynet. Bestemmelsen om beviskring foreslås etter modell av konkurranseloven § 25. Departementet foreslår videre å gi Kredittilsynet adgang til å anmode om fritak fra taushetsplikten i lov om elektronisk kommunikasjon med hensyn til trafikkdata, dvs. historikk om telefonbruk mv. Dette er hovedsakelig begrunnet i hensynet til å unngå bevisforspillelse fordi teletilbydere bare oppbevarer slik informasjon i begrenset tid. Direktivet krever at det skal innføres effektive sanksjoner mot brudd på direktivets bestemmelser. Det er en særlig fokus på administrative sanksjoner. Etter departementets vurdering er allerede norsk rett i samsvar med direktivet på dette punktet, og det synes uansett hensiktsmessig å avvente den nærmere oppfølgingen av forslagene i NOU 2003: 15 Fra bot til bedring, før en går nærmere inn på disse spørsmålene. Det vises til nærmere omtale i kapittel 17.

Det foreslås en ny lovbestemmelse om *saklig og stedlig virkeområde*, jf. lovforslaget § 2–1. Bestemmelsen gjennomfører direktivets bestemmelser, og innebærer bl.a. at handlinger foretatt i Norge knyttet til finansielle instrumenter i andre EØS-land er om-

fattet av regelverket. Nytt i forhold til norsk rett er at også varederivater (som for eksempel finansielle kraftderivater) vil omfattes av de reglene som nå foreslås inntatt i norsk rett. I dag er for eksempel ikke slike derivater omfattet av innsidehandelforbudet. Det vises til nærmere omtale i kapittel 3.

### **1.2.2 Sikkerhetsstillelse for verdipapirforetak**

Det foreslås å endre gjeldende individuelle sikringsordning for verdipapirforetak til en kollektiv sikringsordning under betegnelsen Verdipapirforetakenes sikringsfond. Forslaget er i tråd med Europaparlaments- og rådsdirektiv 97/9/EF om erstatningsordninger for investorer (ICS-direktivet). Hovedprinsipper for sikringsordningen foreslås lovfestet. Det legges til grunn at det gis nærmere regler i forskrift. Det vises til nærmere omtale i kapittel 18.

### **1.2.3 Endringer i revisorloven mv.**

I proposisjonen foreslår departementet også endringer i revisorloven som skal gi adgang til i for-

skrift å presisere revisors adgang til å yte rådgivningstjenester. Det foreslås videre endringer i kravene til revisjonsberetningens innhold til gjennomføring av nye EØS-regler om dette. Forslaget omfatter særlig et krav om å gi en klar angivelse i revisjonsberetningen av om årsregnskapet etter revisors oppfatning gir et rettviseende bilde i samsvar med det regelverket for finansiell rapportering som er anvendt.

### **1.2.4 Hjemmel for regulering av handel i børsnoterte aksjer mv. for ansatte i Kredittilsynet**

Kredittilsynet har den siste tiden fått økt ansvar for overvåkning av atferd i verdipapirmarkedet. Kredittilsynet har et grunnleggende behov for tillit, og det er vesentlig at det ikke kan skapes tvil om de ansattes integritet, habilitet og etiske standard. På denne bakgrunn fremmer departementet forslag om å innføre en forskriftshjemmel til å innføre forbud mot handel i børsnoterte aksjer og lignende for Kredittilsynets ansatte.

## 2 Bakgrunnen for lovforslaget

### 2.1 Generelt om EØS-forpliktelser på finansmarkedsområdet

#### 2.1.1 Bakgrunn

Arbeidet med å integrere de europeiske finansmarkeder har vært et hovedsatsningsområde i EU de siste årene. I en rapport utarbeidet for EU-kommisjonen i 2002, ble det antatt at et integrert europeisk finansmarked ville innebære en økning i BNP (i EU-området) på om lag 0,5 pst. over det neste tiåret (tilsvarer en økning i verdiskapningen på ca 130 milliarder euro) og en økning i sysselsettingen på 0,5 pst, bl.a. som følge av lavere finansieringskostnader for næringslivet.

Satsningen på finansmarkedsspørsmål viser seg dels ved vedtakelsen av en forholdsvis ambisiøs handlingsplan («Financial Services Action Plan») hvor det identifiseres en rekke tiltak som skal gjennomføres for å skape et reelt indre marked for finansielle tjenester og dels ved nye måter å vedta finansmarkedslovgivning på (Lamfalussy-prosessen). Direktiv 2003/6/EF om innsidehandel og markedsmisbruk er det første EU-direktivet som er vedtatt i samsvar med Lamfalussy-prosessen, og det utgjør et sentralt element av EUs handlingsplan for finansielle tjenester. Handlingsplanen og Lamfalussy-prosessen vil derfor beskrives kort i det følgende.

#### 2.1.2 Handlingsplanen for finansielle tjenester

I 1999 publiserte EU-kommisjonen en «Handlingsplan for finansielle tjenester», hvor det ble identifisert 42 ulike tiltak som ble ansett nødvendige for å skape et integrert europeisk finansmarked. Det ble satt en frist for full gjennomføring innen 2005. Til nå er 37 tiltak vedtatt i EU. Direktivet om markedsmisbruk utgjør et sentralt element i handlingsplanen. Andre elementer i handlingsplanen er forordning 1606/2002 om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder (foreslått gjennomført i Ot.prp. nr. 89 (2003–2004)), direktiv 2003/71/EF om prospekter (høringsnotat om norsk gjennomføring av direktivet har vært på høring), direktiv 2004/25/EF om overtagelsestilbud, direktiv 2004/

39/EF om markeder for finansielle instrumenter og et direktiv om periodisk rapportering for utstedere av finansielle instrumenter. Finansdepartementet har nedsatt et verdipapirmarkedslovutvalg som skal fremme forslag til norsk gjennomføring av de tre sistnevnte direktiver innen 20. august 2005.

#### 2.1.3 Lamfalussy-prosessen

En arbeidsgruppe ledet av den tidligere belgiske sentralbanksjef Lamfalussy, anbefalte i 2001 at EU endret regelverksprosessen på verdipapirområdet. Gruppen viste bl.a. til at den alminnelige regelverksprosessen tok for lang tid. Dette skyldtes at alle endringer måtte gjennom Europaparlamentet og Rådet, uansett detaljeringsgrad. Gruppen foreslo i stedet en struktur basert på fire ulike «nivåer». EU vedtok å benytte denne regelverksprosessen på verdipapirområdet. De fire nivåene kan beskrives som følger:

- Nivå 1: Rammedirektiver vedtas på vanlig måte av Europaparlamentet og Rådet. Her skal hovedregler og prinsipper fastlegges. Detaljregler fastsettes i samsvar med en egen prosedyre på nivå 2.
- Nivå 2: Fastsettelse av detaljregler (kan sammenlignes med forskrifter i norsk rett) skjer i samarbeid mellom EU-kommisjonen og en særskilt regelverkskomité som består av representanter for medlemslandenes ulike finansdepartementer (European Securities Committee – ESC). Arbeidet i denne komiteen skjer på bakgrunn av innspill fra en komité bestående av medlemslandenes tilsynsmyndigheter (Committee of European Securities Regulators – CESR).
- Nivå 3: I tillegg til å bistå i arbeidet med å utforme regelverk, utarbeider CESR standarder og retningslinjer på områder som ikke er regulert i lovgivningen. Slike retningslinjer mv. er ikke-bindende, men vil tillegges stor vekt av nasjonale tilsynsmyndigheter.
- Nivå 4: Dette nivå regulerer EU-kommisjonens (og EFTAs Overvåkningsorgans – ESAs) kontroll med gjennomføring og håndhevelse av regelverket. Brudd på gjennomføringsforpliktelsene forfølges på vanlig måte gjennom EF-domstolen (og EFTA-domstolen).



Regelverksprosessen der Kommissjonen får kompetanse til å fastsette nærmere regler gjennom kommisjonsdirektiver eller kommisjonsforordninger i samarbeid med komiteer der medlemsstatene er representert, kalles gjerne komitologiprosedyrer. Forholdet mellom rammedirektiv og utfyllende rettsakter kan på mange måter sammenlignes med forholdet mellom lov og forskrift i norsk rett.

EU har også nylig vedtatt å utvide anvendelsesområdet for denne regelverksprosessen til bank (European Banking Committee), forsikring/pensjon (European Insurance and Occupational Pensions Committee), regnskap (Accounting Committee) og revisjon (Auditing Committee).

Gjennom samarbeidsprosedyrene i EØS-avtalen deltar Finansdepartementet på nivå 2, mens Kredittilsynet deltar i tilsynskomiteene (CESR etc.).

Det kan nevnes at det er vedtatt en rekke andre EU-direktiver basert på samme todeling i trinnhøyde, som i tiden fremover vil fremmes i egne odelsingsproposisjoner (her nevnes nytt prospektdirektiv, nytt direktiv om periodisk rapportering og nytt direktiv om verdipapirmarkedet).

Generelt innebærer Lamfalussy-prosessen store utfordringer for de myndigheter som har ansvaret for å gjennomføre EU-regelverket i nasjonal rett, siden den samlede regelmengde (med både rammedirektiv og utfyllende regler) kan bli svært omfattende. Nye nasjonale regler basert på omfattende EU/EØS-forpliktelser kan også skape utfordringer for de ulike aktørene i finansmarkedet som må forholde seg til de nye reglene, og for tilsynsmyndigheter som må kontrollere at det nasjonale regelverket blir fulgt opp i praksis.

Hensynet til verdipapirmarkedenes tillit er det bærende hensyn bak de eksisterende norske reglene om innsidehandel og markedsmisbruk, jf. bl.a. lovforarbeidene til verdipapirhandelloven. Det sentrale formålet med det nye markedsmisbruksdirektivet er også å legge til rette for øket tillit til de europeiske verdipapirmarkedene gjennom nye krav til sanksjonering av markedsmisbruk og videreføring av krav til sanksjonering av innsidehandel i nasjonal rett.

Direktivet stiller krav om enkelte rettsregler som ikke finnes i norsk rett i dag, bl.a. at ansatte i meglerforetak mv. skal ha plikt til å melde fra til myndighetene ved mistanke om innsidehandel eller markedsmisbruk. Videre inneholder direktivet krav om nye regler om utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger. En viktig forskjell mellom direktivet og norsk rett (både mht forhold som allerede er regulert i norsk rett og nye forhold) er at direktivet inneholder langt mer detaljerte regler enn det som er vanlig etter alminnelig

norsk rettstradisjon på området. Dette skaper særlige utfordringer for både lovgiver og markedsaktører, bl.a. ved at det nasjonale regelverket kan fremstå som forholdsvis komplisert og vanskelig tilgjengelig. Det er nok samtidig slik at denne kompleksiteten i regelverket i stor grad gjenspeiler kompleksiteten i det markedet en søker å regulere (verdipapirmarkedet), og er nødvendig for å oppnå stor grad av rettsenhet mellom de forskjellige jurisdiksjonene. Presise og detaljerte regler kan på den måten legge til rette for økt forutberegnlighet for markedsaktørene i forhold til den mer generelle lovregering vi til nå har vært vant til i Norge. Dette gjelder særlig – men er ikke begrenset til – grensekryssende verdipapirhandel.

Denne regelverksprosessen skaper nye utfordringer ved gjennomføring av reglene i norsk rett. Bl.a. settes frister for gjennomføring av nasjonale regler i rammedirektivet, mens krav til innhold i nasjonalt regelverk også følger av de utfyllende regler fastsatt av Kommissjonen. Disse utfyllende reglene kan bli finalisert bare kort tid før utløpet av gjennomføringsfristen for rammedirektivet.

## 2.2 Markedsmisbruksdirektivet og Kommissjonens utfyllende bestemmelser

Direktiv 2003/6/EF om innsidehandel og markedsmisbruk (markedsmisbruksdirektivet) ble vedtatt 28. januar 2003. Direktivet er et rammedirektiv, og er som nevnt, utfyllt gjennom regelverk fastsatt av Kommissjonen ved komitologiprosedyrer.

Hovedformålet med markedsmisbruksdirektivet er å sikre integriteten til verdipapirmarkedene i EØS-området, herunder sørge for investorenes tillit til disse markedene. I forlengelsen av dette kommer hensynene til markedstransparens og en vel fungerende omsetning av finansielle instrumenter. Direktivets mest sentrale bestemmelser omhandler innsidehandel og markedsmisbruk. For begge tilfellene inneholder direktivet en definisjon og et tilhørende handels- og tilskyndelsesforbud. Reguleringen av markedsmisbruk er ny i EU-rettslig sammenheng. Krav til nasjonal regulering av innsidehandel fulgte tidligere av direktiv 89/592/EØF, jf. EØS-avtalen vedlegg IX punkt 29. Direktivet skjerper kravene til børsnoterte utstederforetaks offentliggjøring og håndtering av innsideopplysninger. Direktivet inneholder videre regler om analyser- og investeringsanbefalinger, innsidelister, rapporteringsplikt for profesjonelle ved mistenkelige

transaksjoner, primærinnsideres meldeplikt mv. Direktivet inneholder i tillegg til de materielle bestemmelsene, til dels omfattende regler om tilsyns-kompetanse og samarbeid mellom tilsynsmyndig-heter, samt sanksjoner.

I markedsmisbruksdirektivet er Kommissjonen delegert myndighet til å fastsette gjennomførings-regler (nivå to regler) i samråd med «European Se-curities Committee», jf. eksempelvis art. 1 siste ledd. Vedtakelsesprosedyren er nærmere beskrevet i art. 17, jf. også omtale i punkt 2.1 ovenfor. Ved vedtakelse av utfyllende regelverk, skal Kommissjo-nen bl.a. se hen til behovet for å sikre tillit til finan-sielle markeder, sikre at reglene håndheves ensartet av uavhengige myndigheter, sikre markedsin-tegritet, redusere næringslivets kapitalomkostnin-ger og lette tilgangen til kapital mv., jf. direktivets fortale punkt 43.

Kommissjonen har vedtatt fire rettsakter med ut-fyllende bestemmelser til markedsmisbruksdirekti-vet:

- kommisjonsdirektiv 2003/124/EF av 22. de-sember 2003 om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til definisjon og offent-liggjøring av innsideinformasjon og definisjon av markedsmanipulasjon
- kommisjonsdirektiv 2003/125/EF av 22. de-sember 2003 om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til redelig fremleggelse av investeringsanbefalinger og opplysning om interessekonflikter
- kommisjonsforordning nr. 2273/2003 av 22. de-sember 2003 om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbakekjøpspro-grammer og stabilisering av finansielle instru-menter
- kommisjonsdirektiv 2004/72/EF av 29. april 2004 om gjennomføring av direktiv 2003/6/EF med hensyn til akseptert markedspraksis, defi-nisjonen av innsidehandel knyttet til varederi-vat, innsidelister, meldeplikt og rapportering av mistenkelige transaksjoner.

Markedsmisbruksdirektivet ble inntatt i EØS-avta-len ved EØS-komiteens beslutning nr. 38/2004 av 23. april 2004, jf. EØS-avtalen vedlegg IX nytt punkt 29a. EØS-komiteens beslutning er forelagt Stortinget til godkjenning, jf. St.prp. nr. 77 (2003–2004) (Stortinget har pr. 26. oktober 2004 ikke behandlet saken). Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF, kommi-sjonsdirektiv 2003/125/EF og kommisjonsforord-ning (EF) nr. 2273/2003 ble inntatt i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning nr. 103/2004 av 9. juli 2004. Saken er foreløpig ikke forelagt for Stor-tingets samtykke.

I den videre omtale i proposisjonen, forkortes markedsmisbruksdirektivet til «direktivet». Retts-aktene med utfyllende bestemmelser benevnes i denne proposisjonen som hhv. første, andre og tredje kommisjonsdirektiv, og kommisjonsforord-ningen.

Gjennomføringsfristen for markedsmisbruksdi-rektivet er 12. oktober 2004 for medlemslandene i EU. Kommissjonen har lagt til grunn at samme frist gjelder for de utfyllende rettsakter fastsatt av Kom-misjonen etter komitologiprosedyrer.

For EØS-landene er gjennomføringsfristen for markedsmisbruksdirektivet 23. oktober 2004, jf. EØS-komiteens beslutning 23. april 2004 og EØS-avtalen art. 103, som innebærer at beslutning i EØS-komiteen tatt med konstitusjonelt forbehold som hovedregel trer i kraft 6 måneder etter ved-taksdato.

EØS-landenes frist for gjennomføring av kom-misjonsdirektiv 2003/124/EF, kommisjonsdirektiv 2003/125/EF og kommisjonsforordning (EF) nr. 2273/2003 er formelt sett 9. januar 2005, jf. EØS-ko-miteens beslutning 9. juli 2004.

I praksis er det imidlertid ikke hensiktsmessig å løsrive gjennomføringen av de utfyllende kommi-sjonsrettsaktene fra gjennomføringen av markeds-misbruksdirektivet.

I denne proposisjonen legges opp til å gjennom-føre de fleste av rammedirektivets bestemmelser i lov, og de fleste kommisjonsdirektiver i forskrift. Dette skillet er imidlertid ikke konsekvent gjen-nomført, bl.a. av hensyn til behovet for å skape mest mulig fullstendige straffebud i lov.

I arbeidet med å foreslå lovregler om gjennom-føring av markedsmisbruksdirektivets bestemmel-ser i norsk rett har det oppstått enkelte tolkings-spørsmål i forhold til hvordan direktivets enkelte bestemmelser er å forstå. I tillegg har det oppstått spørsmål om hvordan reglene best kan gjennomfø-res i nasjonal rett. En har derfor søkt å innhente in-formasjon om hvordan land med sammenlignbare rettsystemer som vårt (særlig nordiske land) for-holder seg til slike spørsmål. Det er imidlertid be-grenset hvor mye relevant informasjon en kan inn-hente i en situasjon hvor de fleste nasjonale gjen-nomføringsprosesser ennå ikke er avsluttet.

### 2.3 Kredittilsynets høringsnotat

Finansdepartementet ba i brev av 12. februar 2003 Kredittilsynet om å utarbeide et høringsnotat med forslag til gjennomføring av EUs markedsmis-bruksdirektiv i norsk rett. Kredittilsynet ble bedt om å prioritere arbeidet med nødvendig lovend-

ringsforslag fremfor arbeidet med nødvendige forskriftsendringer. Kredittilsynet oversendte i brev 1. mars 2004 et høringsnotat om «Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmissbruksdirektiv». Høringsnotatet inneholder en gjennomgang av bestemmelsene i direktivet med utfyllende regler, samt Kredittilsynets vurdering og forslag til gjennomføring i norsk rett.

Kredittilsynets høringsnotat ble ferdigstilt før alle utfyllende rettsakter var endelig vedtatt, se ovenfor om tredje kommisjonsdirektiv (2004/72/EF). Høringsnotatet er derfor basert på et utkast til dette direktivet. En slik fremgangsmåte var nødvendig for å ha mulighet til å fremme et lovforslag om gjennomføring av direktivet og dets utfyllende bestemmelser som la til rette for en rettidig gjennomføring av direktivet.

## 2.4 Høring

Kredittilsynets høringsnotat ble sendt på høring ved Finansdepartementets brev 3. mars 2004. Høringsfristen var 3. mai 2004. Høringsnotatet følger som uttrykt vedlegg.

Høringsnotatet ble sendt til følgende instanser:

- Aksjonærforeningen i Norge
- Alle departementene
- Brønnøysundregistrene
- Datatilsynet
- Den norske Advokatforening
- Den norske Revisorforening
- Finansforbundet
- Finansieringsselskapenes forening
- Finansnæringens Hovedorganisasjon
- Folketrygdfondet
- Forbrukerombudet
- Forbrukerrådet
- Handels- og Servicenæringenes Hovedorganisasjon
- Konkurransetilsynet
- Kredittilsynet
- Landsorganisasjonen i Norge
- Nord Pool ASA
- Norges Bank
- Norges Fondsmeglerforbund
- Norges Rederiforbund
- Norsk Journalistlag
- Norsk Presseforbund
- Norsk Redaktørforening
- Norsk Tillitsmann ASA
- Norske Finansanalytikerens Forening
- Norske Finansmeglernes Forening
- Norske Forsikringsmeglernes Forening
- Norske Pensjonskassers Forening
- NOS Clearing ASA

- Næringslivets Hovedorganisasjon
- Oslo Børs
- Politidirektoratet
- Regjeringsadvokaten
- Riksadvokaten
- Sjøassurandørenes Centralforening
- Skattedirektoratet
- Sparebankforeningen i Norge
- Statistisk Sentralbyrå
- Verdipapirfondenes Forening
- Verdipapirsentralen
- ØKOKRIM

Følgende høringsinstanser har gitt merknader til høringsnotatet:

- Brønnøysundregistrene
- Datatilsynet
- Finansnæringens Hovedorganisasjon og Sparebankforeningen (felles uttalelse)
- Nord Pool
- Norges Bank
- Norges Fondsmeglerforbund
- Norsk Presseforbund
- Norske Finansanalytikerens Forening
- Oslo Børs
- Riksadvokaten
- ØKOKRIM

I tillegg har advokatfirmaet Wiersholm, Mellbye & Bech avgitt merknader til høringsnotatet.

Følgende høringsinstanser har opplyst at de ikke har merknader til høringsnotatet:

- Arbeids- og administrasjonsdepartementet
- Barne- og familiedepartementet
- Den norske Revisorforening
- Fiskeridepartementet
- Forbrukerrådet
- Forsvarsdepartementet
- Helsedepartementet
- Justis- og politidepartementet
- Kommunal- og Regionaldepartementet
- Konkurransetilsynet
- Landbruksdepartementet
- Landsorganisasjonen i Norge
- Miljøverndepartementet
- NOS Clearing
- Nærings- og Handelsdepartementet
- Olje- og energidepartementet
- Regjeringsadvokaten
- Skattedirektoratet
- Sosialdepartementet
- Statistisk Sentralbyrå
- Utdannings- og forskningsdepartementet
- Utenriksdepartementet

Høringsuttalelsene følger som uttrykt vedlegg til proposisjonen.

## 3 Saklig og stedlig virkeområde for markedsmissbruksreglene

### 3.1 Gjeldende rett

Handelsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 2 gjelder i hovedsak ved handel i finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs, jf. vphl. kapittel 2. «Finansielle instrumenter» er definert i vphl. § 1–2 annet ledd som:

1. omsettelige verdipapirer,
2. verdipapirfondsandeler,
3. pengemarkedsinstrumenter,
4. finansielle terminkontrakter, herunder tilsvarende finansielle instrumenter med kontant oppgjør,
5. fremtidige renteavtaler (FRA),
6. rente- og valutabytteavtale samt bytteavtale knyttet til aksjer og aksjeindeks,
7. opsjoner på kjøp eller salg av ethvert instrument som nevnt i punkt 1 til 6, herunder indeksopsjoner, valuta- og renteopsjoner samt tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør, eller
8. varederivater.

Når det gjelder en nærmere beskrivelse av de ulike instrumentene, vises det til omtale i Ot.prp. nr. 15 (1995–96) kapittel 3 og Ot.prp. nr. 29 (1996–97) kapittel 3.

Etter vphl. § 1–6 kan departementet fastsette at bestemmelser som gjelder børsnoterte finansielle instrumenter skal gjøres gjeldende for instrumenter notert ved autorisert markeds plass etter børsloven § 2–1 første ledd.

Etter vphl. § 1–7 første ledd gjelder ikke reglene om innsidehandel og opplysningsplikt i vphl. kapittel 2 ved handel med varederivater. Departementet kan ved forskrift bestemme av vphl. § 2–1, § 2–2 og § 2–3 kan få anvendelse ved handel i varederivater, jf. vphl. § 1–7 annet ledd. Departementet har hittil ikke fastsatt slik forskrift.

Etter vphl. § 2–4 får vphl. § 2–1 første ledd (innsidehandelforbudet) og § 2–2 første og annet ledd (taushetsplikt og rådgivningsforbud) tilsvarende anvendelse på handlinger foretatt i Norge, i den utstrekning de aktuelle finansielle instrumenter omsettes i et annet regulert marked i Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS). Eksempelvis vil innsidehandelforbudet kunne få anvendelse ved handel foretatt i Norge i aksjer børsnotert i Tyskland.

### 3.2 EØS-rett

#### *Saklig virkeområde*

I Kredittilsynets høringsnotat uttales følgende om direktivets saklige virkeområde (høringsnotatet punkt 2.3.1):

«Etter art. 9 første ledd kommer Direktivet til anvendelse på «any financial instrument admitted to trading on a regulated market in at least one Member State». Direktivet er videre gitt anvendelse på finansielle instrumenter «for which a request for admission to trading on such a market has been made». Det er uten betydning om opptak til notering faktisk har skjedd så lenge det er søkt om notering.

I følge Direktivets art. 9 andre ledd kommer art. 2, 3 og 4 til anvendelse på ikke-noterte finansielle instrumenter hvis verdi avhenger av et finansielt instrument som nevnt i art. 9 første ledd. Dette vil typisk være ikke-noterte derivater. Den løpende informasjonsplikten etter art. 6 nr. 1 til 3 gjelder ikke for utstedere som ikke har «requested or approved admission of their financial instruments to trading on a regulated market», jf. art. 9 tredje ledd. Dette vil typisk være omsetning av aksjer der det utstedende selskapet ikke har søkt om notering. Etter det Kredittilsynet er kjent med, forekommer slik «un-sponsored listing» ennå ikke i Norge. Slik notering finner derimot sted i blant annet Sverige og vil formodentlig bli mer aktuelt med revisjon av investeringstjenestedirektivet, jf. under.

Art. 1 nr. 3 definerer «financial instrument». Definisjonen må leses i lys av den pågående revisjonen av investeringstjenestedirektivet, som vil hete «Financial Instruments Markets Directive». I det alt vesentlig tilsvarende Direktivets definisjon av «financial instrument», vphl. § 1–2 andre ledd.»

#### *Stedlig virkeområde*

I Kredittilsynets høringsnotat uttales følgende om direktivets saklige virkeområde (høringsnotatet punkt 2.3.2):

«Direktivets regler om stedlig virkeområde finnes i art. 10. Etter den engelske versjonen kommer Direktivet for det første til anvendelse på

«actions carried out on its territory or abroad concerning» finansielle instrumenter som er eller søkes notert i vedkommende medlemsstat, jf litra a). Videre kommer Direktivet til anvendelse på «actions carried out on its territory concerning» finansielle instrumenter som er eller søkes notert i en annen medlemsstat, jf litra b). I den danske versjonen av Direktivet er virkeområdet beskrevet som «transaksjoner... vedrørende» finansielle instrumenter. Den svenske versjonen benytter «handlingar» i art. 10.»

### 3.3 Kredittilsynets forslag

Når det gjelder *saklig virkeområde*, mener Kredittilsynet det er tilstrekkelig at direktivets bestemmelser gis anvendelse på finansielle instrumenter som definert i vphl. § 1–2 andre ledd. Kredittilsynet uttaler (høringsnotatet punkt 2.3.1):

«Nytt vil være at varederivater omfattes av for eksempel innsidehandelsforbudet, samt at anvendelsesområdet utvides til finansielle instrumenter hvis verdi avhenger av et notert instrument (eller der det er søkt om notering). Det skal bemerkes at definisjonen av finansielle instrumenter formodentlig vil bli endret med vedtagelse av det nye investeringstjenestedirektivet. Definisjonen i vphl § 1–2 andre ledd vil måtte vurderes i lys av de nye reglene, og en justering nå synes lite hensiktsmessig. Finansielle instrumenter som er eller søkes notert uten at det «underliggende» utstederselskapet er involvert, vil være omfattet. Som nevnt finner slik «unsponsored listing» ikke sted i Norge i dag. Når det gjelder (fravær av) informasjonsplikt knyttet til slike instrumenter vises det til høringsnotatets kapittel 8.

Markedet for de aktuelle finansielle instrumentene, vil for Norges del være børs eller autorisert markeds plass, jf definisjonen i børsloven § 1–3. For finansielle instrumenter notert i andre EØS-land, synes det hensiktsmessig at begrepet «regulert marked» benyttes slik dette er definert i direktiv 93/22/EØF art. 1 nr. 13.»

Når det gjelder *stedlig virkeområde*, mener Kredittilsynet det kan reises spørsmål om hva som ligger i begrepene «actions» og «transactions» i art. 10. Kredittilsynet uttaler til dette (høringsnotatet punkt 2.3.2):

«Actions» vil normalt oversettes med «handlingar» på norsk. Dette er et videre begrep enn «transaksjoner» som vanligvis sies å omfatte tegning, kjøp, salg, bytte, og etter omstendighetene lån. Etter Kredittilsynets oppfatning er «handlingar» et mer dekkende begrep enn

«transaksjoner» når Direktivet leses i sammenheng. Det virker imidlertid klart at bare visse handlinger skal omfattes av regelverket. Nærmere bestemt må det dreie seg om handlinger foretatt i tilknytning til («concerning») finansielle instrumenter som nevnt i art. 9.

Praktisk sett antas ikke vilkåret «actions... concerning» å volde store problemer når det aktuelle finansielle instrumentet er eller søkes notert i Norge, jf art. 10 a). Mer problematisk kan det være når det aktuelle instrumentet er notert i en annen EØS-stat, jf art. 10 b). Som utgangspunkt antar Kredittilsynet at Direktivets regler om innsidehandel, taushetsplikt, rådgivning og markedsmanipulasjon (inklusive stabilisering og tilbakekjøp) kommer til anvendelse på handlinger foretatt i Norge der det aktuelle finansielle instrumentet er notert i et annet EØS-land. Etter en konkret vurdering vil imidlertid andre bestemmelser enn de nevnte kunne komme til anvendelse. For ordens skyld nevnes utgangspunktet med tanke på norsk straffelovs rekkevidde, nemlig at det beror på en konkret vurdering om norsk lov skal gis anvendelse på handlinger foretatt i utlandet, jf straffeloven § 12.»

Kredittilsynet foreslår at det gis en ny bestemmelse vphl. § 2–1 om saklig og stedlig virkeområde. Kredittilsynet uttaler (høringsnotatet punkt 2.4):

«Bestemmelsens saklige virkeområde vil være «finansielle instrumenter» som er eller søkes notert på børs eller autorisert markeds plass i Norge, eller et «regulert marked» i annet EØS-land. Passusen «er eller søkes notert på norsk børs eller norsk autorisert markeds plass» bør derved tas ut der dette passer, jf for eksempel forbudet mot innsidehandel i dagens § 2–1 første ledd. Definisjonen av regulert marked i investeringstjenestedirektivet (Direktiv 93/22/EØF) art. 1 nr. 13 skal benyttes i denne forbindelse, jf Direktivets art 1 nr. 4. Det foreslås at den norske lovteksten presiserer dette. Det anses for «norsknoterte» instrumenters vedkommende ikke nødvendig å presisere at bestemmelsene i vphl kapittel 2 gjelder for «handlingar i tilknytning til slike» eller lignende. Dette er derimot en hensiktsmessig presisering i forbindelse med kapittel 2 sitt stedlige virkeområde, jf drøftelsen over. Kredittilsynet foreslår på denne bakgrunn at reglene om innsidehandel, taushetsplikt, rådgivningsforbud og markedsmanipulasjon gis anvendelse på handlinger foretatt i Norge der det finansielle instrumentet er eller søkes notert i annet EØS-land.»

Når det gjelder varederivater, antar Kredittilsynet at spesialregelen i vphl. § 1–7 bør beholdes. De uttaler:

«Det bør fremgå at vphl kapittel 2 gjelder for handel med slike instrumenter forutsatt at noe annet ikke fremgår av sammenhengen. For eksempel vil forslaget § 2–5 om føring av liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon, ikke være aktuelt for varederivaters del. Innsidehandelsforbudet, herunder reglene om håndtering av slike opplysninger (taushetsplikt, rådgivningsforbud etc.), samt forbudet mot urimelige forretningsmetoder og markedsmanipulasjon, er eksempler på bestemmelser som vil gjelde for handler i varederivater.»

### 3.4 Høringsinstansenes merknader

*FNH og Sparebankforeningen* uttaler:

«I utkastet til § 2–1 annet ledd er det i tråd med direktivets ordlyd inntatt en presisering om at nærmere angitte bestemmelser også får anvendelse for finansielle instrumenter som ikke omfattes av bestemmelsens første ledd, så fremt deres verdi avhenger av finansielle instrumenter som nevnt i første ledd». Dette vil ifølge høringsnotatet typisk være ikke-noterte derivater. Vi vil her bemerke at utkastet til bestemmelsen innfører en ny betegnelse for derivater, uten at denne betegnelsen fremgår av definisjonen av finansielle instrumenter i § 1–2 annet ledd. Etter vår vurdering er det heller ikke rent semantisk innlysende at det er derivater man sikter til i denne bestemmelsen. Vi reiser således spørsmål ved om ikke den angivelse av derivater som er inntatt i gjeldende vphl § 2–1 første ledd siste pkt., bør videreføres.»

*Nord Pool* viser til Kredittilsynets forslag om å endre vphl. § 1–7 om lovens anvendelse for varederivater, og uttaler:

«Kredittilsynet foreslår i sitt forslag til ny verdipapirhandellov § 1–7 en annen lovgivningsteknikk enn den som er benyttet hittil i § 1–7. Hittil har § 1–7 klart definert hvilke kapitler og paragrafer i loven som gjelder varederivater ved å liste disse opp spesifikt. I forslaget så forsøkes det nå på en implementering hvor opplistingsprinsippet fravikes ved at det kap 2 kun gjøres gjeldende «såfremt annet ikke klart fremgår av sammenhengen.» Vi anbefaler at lovteksten endres og at de paragrafene i kapittel 2 som gjøres gjeldende listes opp spesifikt.»

### 3.5 Departementets vurdering

*Saklig virkeområde*

Departementets slutter seg i hovedsak til Kredittilsynets forslag til gjennomføring av direktivets regler om saklig virkeområde, jf. lovforslaget § 2–1.

Det vises til Kredittilsynets vurderinger og begrunnelse som departementet i det vesentligste slutter seg til.

Etter direktivet skal enkelte av reglene (innsidehandelsforbudet, taushetsplikten og rådgivningsforbudet) også gjelde for unoterte instrumenter hvis verdi avhenger av finansielle instrumenter som er børsnotert mv., typisk unoterte derivater. FNH og Sparebankforeningen mener at gjeldende regulering av anvendelsesområdet for derivater bør beholdes, slik at det inntas en mer eksplisitt henvisning til derivater i tråd med bl.a. ordlyden i vphl. § 2–1 første ledd annet punktum («opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til slike finansielle instrumenter»). Etter departementets vurdering vil det neppe være tvilsomt at Kredittilsynets utkast (finansielle instrumenter hvis «verdi avhenger av finansielle instrumenter» som er børsnotert mv.) vil omfatte ikke-børsnoterte derivater. Det vises videre til at Kredittilsynets utkast representerer en korrekt gjengivelse av direktivets ordlyd. Dette bør etter departementets syn tillegges vekt, jf. også FNHs høringsuttalelse i den retning omtalt under kapittel 4 om innsidehandel. Departementet slutter seg derfor til Kredittilsynets forslag på dette punkt.

Når det gjelder instrumenter det er søkt notering for, legges det til grunn at det må være sendt en formell, skriftlig søknad om notering, jf. kriteriet «request». Det vises til lovforslaget § 2–1 første ledd.

I vphl. § 1–7 er det i dag angitt hvilke bestemmelser i loven som gjelder ved handel med og virksomhet knyttet til varederivater, herunder en angivelse av de aktuelle reglene i lovens kapittel 2. Det vises til omtale av bestemmelsen i Ot.prp. nr. 53 (2000–2001). Kredittilsynet foreslår at adferdsreglene i lovforslaget kapittel 2 gjøres gjeldende for varederivater «såfremt annet ikke klart fremgår av sammenhengen», jf. lovutkastet § 1–7. Nord Pool tar til orde for at en viderefører dagens regulerings-teknikk, slik at det eksplisitt angis hvilke bestemmelser som skal få anvendelse. Nord Pool fremsetter ingen forslag om hvilke bestemmelser som i så fall bør stå på en slik liste. Departementet viser til at direktivet innebærer at varederivater i utgangspunktet skal likestilles med andre finansielle instrumenter i forhold til reglene i vphl. kapittel 2 (som gjennomfører direktivet). Dette tilsier at disse reglene også gis generell anvendelse overfor varederivater. Det vil således bero på det nærmere innholdet i hver enkelt bestemmelse i kapittel 2 hvorvidt reglene får anvendelse for handel i varederivater. Det anses imidlertid ikke nødvendig å presisere dette i lovteksten. Det vises til lovforslaget § 1–7.

*Stedlig virkeområde*

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag til angivelse av lovens stedlige virkeområde, jf. lovforslaget § 2–1. Virkeområdet retter seg mot *handlinger* foretatt i tilknytning til finansielle instrument som nevnt i art. 9. Reglene vil for det første gjelde handlinger som foretas i Norge eller i utlandet i finansielle instrument som er eller søkes notert på norsk børs eller autorisert markedsplass, jf. direktivet art. 10 bokstav a). Etter departementets syn bør det presiseres i lovteksten at gjennomføringen av direktivet på dette punktet gjelder «norsk» børs el-

ler autorisert markedsplass. Videre vil reglene gjelde for handlinger foretatt i Norge i finansielle instrumenter som er eller søkes notert på et regulert marked i en medlemsstat, jf. direktivet art. 10 bokstav b). Det bør presiseres i lovteksten at gjennomføringen av direktivet på dette punktet gjelder instrumenter notert i «annen EØS-stat». Med «regulert marked» menes i forhold til norsk lovgivning børs eller autorisert markedsplass i Norge eller regulert marked i en EØS-stat. Med «regulert marked» i en EØS-stat siktes det til definisjonen av regulert marked i direktiv 93/22/EØF art. 1 nr. 13. Det vises til lovforslaget § 2–1.

## 4 Straffbar innsidehandel

### 4.1 Gjeldende rett

Gjeldende forbud mot innsidehandel fremgår av vphl. § 2–1. Hovedregelen i det nåværende forbudet mot innsidehandel er at tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er eller søkes notert på børs eller norsk autorisert markedsplass eller tilskyndelse til slike disposisjoner ikke må foretas av noen som har opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet, jf. vphl. § 2–1 første ledd første punktum. Av bestemmelsens annet punktum følger at tilsvarende gjelder inngåelse, kjøp, salg eller bytte av opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til slike finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner. Hva som anses som finansielle instrumenter er definert i vphl. § 1–2.

Vphl. § 2–1 annet ledd inneholder en generell «misbruksreservasjon». Forbudet mot innsidehandel gjelder bare ved misbruk av opplysninger som nevnt i første ledd. Dette er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp, jf. vphl. § 2–1 annet ledd annet punktum.

Forbudet mot innsidehandel gjelder ikke disposisjoner som foretas på vegne av en stat, når disposisjonen er et ledd i vedkommende stats penge- og valutapolitikk, jf. vphl. § 2–1 tredje ledd.

Det følger av vphl. § 1–6 at departementet kan gjøre bestemmelsen gjeldende for instrumenter notert på autorisert markedsplass.

Videre følger det av vphl. § 1–7 annet ledd at departementet i forskrift kan gjøre bestemmelsen gjeldende ved handel i varederivater.

Strafferammen for overtredelse av vphl. § 2–1 første ledd er fengsel i inntil 6 år, jf. vphl. § 14–3 første ledd.

Vphl. § 2–1 ble endret ved lov 15. juni 2001 nr. 43, jf. Ot.prp. nr. 80 (2000–2001). Kravet til opplysningenes karakter ble endret fra å gjelde «presise og fortrolige opplysninger», til opplysninger «som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet». Også kravet til kurspåvirkning ble endret, ved at et krav til vesentlighet ble opphevet. Det

te innebærer at handleforbudet omfatter tilfeller der innsideopplysningen er «egnet til å påvirke kursen» på de finansielle instrumentene. Tidligere var det bare opplysninger som var egnet til å påvirke kursen vesentlig som var omfattet av definisjonen. Formålet med endringene var å effektivisere, klargjøre og skjerpe forbudet mot ulovlig innsidehandel mv.

Når det gjelder innsidereguleringens anvendelse for varederivater, vises til omtale i NOU 1999: 29 kapittel 5 og Ot.prp. nr. 53 (2000–2001) s. 23 – 26.

### 4.2 EØS-rett

#### *Innsidehandelforbudet*

Det er fastsatt et forbud mot innsidehandel i direktivet art. 2, jf. art. 4. Direktivet art. 2 nr. 1 lyder:

«Member States shall prohibit any person... from... using that information by acquiring or disposing of, or by trying to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, financial instruments to which that information relates.»

Personkretsen som rammes av handleforbudet er angitt i direktivet art. 2 nr. 1 annet ledd og nr. 2:

«The first subparagraph shall apply to any person who possesses that information:

- (a) by virtue of his membership of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer; or
- (b) by virtue of his holding in the capital of the issuer; or
- (c) by virtue of his having access to the information through the exercise of his employment, profession or duties; or
- (d) by virtue of his criminal activities.

2. Where the person referred to in paragraph 1 is a legal person, the prohibition laid down in that paragraph shall also apply to the natural persons who take part in the decision to carry out the transaction for the account of the legal person concerned.»

Med person menes både fysisk og juridisk person, jf. direktivet art. 1 nr. 6.



Personkretsen som nevnt i art. 2 nr. 1 utvides gjennom art. 4:

«Member States shall ensure that Articles 2 and 3 also apply to any person, other than the persons referred to in those Articles, who possesses inside information while that person knows, or ought to have known, that it is inside information.»

#### *Definisjon av innsideinformasjon*

«Innsideinformasjon» benyttes som et koblingsbegrep i direktivet, for eksempel i art. 2 og 4 (handleforbud), art. 3 (taushetsplikt og rådgivningsforbud) og art. 6 (børsnoterte utstederforetaks løpende informasjonsplikt).

I direktivet art. 1 nr. 1 første ledd defineres innsideinformasjon vedrørende finansielle instrumenter med unntak av varederivater som følger:

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

Formuleringene av de sentrale kriteriene i definisjonen svarer i stor grad til formuleringene av de tilsvarende kriteriene i direktiv 89/592/EØF art. 1 nr. 1.

Direktivet art. 1 nr. 1 tredje ledd presiserer definisjonen av innsideinformasjon hva angår personer som utfører ordre i finansielle instrumenter:

«For persons charged with the execution of orders concerning financial instruments, "inside information" shall also mean information conveyed by a client and related to the client's pending orders, which is of a precise nature, which relates directly or indirectly to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments»

I direktivet art. 1 siste ledd tildeles Kommisjonen kompetanse til å fastsette gjennomføringsregler. Kommisjonen skal etter prosedyren angitt i art. 17 nr. 2 vedta («shall adopt») gjennomføringsregler til art. 1 nr. 1, 2 og 3, for å ta hensyn til bl.a. den tekniske utviklingen på finansmarkedene og for å sikre en ensartet anvendelse av direktivet.

Definisjonene av innsideinformasjon i direktivets art. 1 nr. 1 første og andre ledd er bygget ut i første og tredje kommisjonsdirektiv, jf. hhv. første kommisjonsdirektiv art. 1 og tredje kommisjonsdirektiv art. 4.

I fortalen til første kommisjonsdirektiv punkt 3 antas at det gjennom en nærmere definisjon av enkelte elementer bør skape en større rettssikkerhet for markedsaktørene:

«Legal certainty for market participants should be enhanced through a closer definition of two of the elements essential to the definition of inside information, namely the precise nature of that information and the significance of its potential effect on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments»

Definisjonen av innsidehandel slik den fremkommer av direktivet art. 1, inneholder flere vurderingselementer, herunder «precise nature», «significant effect» mv. Nedenfor gis en gjennomgang av de utfyllende rettsaktene i forhold til disse to elementene.

#### *«Precise»*

For finansielle instrumenter, med unntak av varederivater, fremgår den nærmere definisjonen av vilkåret «precise» i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1:

«For the purposes of applying point 1 of Article 1 of Directive 2003/6/EC, information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so and if it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments»

#### *«Significant»*

Den nærmere definisjonen av «significant effect» for finansielle instrumenter, med unntak av varederivater, følger av første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 2:

«For the purposes of applying point 1 of Article 1 of Directive 2003/6/EC, information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments» shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions»

*Definisjon av innsideinformasjon i forhold til varederivater*

Definisjon av innsideinformasjon vedrørende varederivater er angitt i direktivet art. 1 nr. 1 annet ledd:

«In relation to derivatives on commodities, «inside information» shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more such derivatives and which users of markets on which such derivatives are traded would expect to receive in accordance with accepted market practices on those markets»

Begrepet «precise» er ikke definert nærmere når det gjelder varederivater, og det er ikke fastsatt krav om «significant effect».

Det er gitt utfyllende regler til definisjonen av innsideinformasjon vedrørende varederivater i tredje kommisjonsdirektiv art. 4 (jf. direktivet art 1 nr. 1 andre ledd).

Ved anvendelsen av direktivet art. 1 nr. 1 annet ledd forutsettes det at brukerne av marked hvor det omsettes varederivater forventer å motta opplysninger som direkte eller indirekte vedrører et eller flere slike derivat, og som er:

- «(a) routinely made available to the users of those markets, or
- (b) required to be disclosed in accordance with legal or regulatory provisions, market rules, contracts or customs on the relevant underlying commodity market or commodity derivatives market»

I direktivet art. 1 nr. 5 er det gitt en definisjon av «accepted market practices» (jf. direktivet art. 1 nr. 1 annet ledd i.f.):

««Accepted market practices» shall mean practices that are reasonably expected in one or more financial markets and are accepted by the competent authority in accordance with guidelines adopted by the Commission in accordance with the procedure laid down in Article 17(2).»

I tredje kommisjonsdirektiv art. 2 nr.1 er det gitt en liste over (ikke uttømmende) vurderingskriterier som skal tas i betraktning når kompetent myndighet skal ta stilling til om en «market practice» skal aksepteres:

«Factors to be taken into account when considering market practices

1. For the purposes of applying paragraph 2 of point 1 and point 2(a) of Article 1 of Directive 2003/6/EC, Member States shall ensure that the following non exhaustive factors are taken into account by competent authorities, without prejudice to collaboration with other authorities, when assessing whether they can accept a particular market practice:

(a) the level of transparency of the relevant market practice to the whole market;

(b) the need to safeguard the operation of market forces and the proper interplay of the forces of supply and demand.;

(c) the degree to which the relevant market practice has an impact on market liquidity and efficiency;

(d) the degree to which the relevant practice takes into account the trading mechanism of the relevant market and enables market participants to react properly and in a timely manner to the new market situation created by that practice;

(e) the risk inherent in the relevant practice for the integrity of, directly or indirectly, related markets, whether regulated or not, in the relevant financial instrument within the whole Community;

(f) the outcome of any investigation of the relevant market practice by any competent authority or other authority mentioned in Article 12(1) of Directive 2003/6/EC, in particular whether the relevant market practice breached rules or regulations designed to prevent market abuse, or codes of conduct, be it on the market in question or on directly or indirectly related markets within the Community;

(g) the structural characteristics of the relevant market including whether it is regulated or not, the types of financial instruments traded and the type of market participants, including the extent of retail investors participation in the relevant market.

Member States shall ensure that competent authorities shall, when considering the need for safeguard referred to in point (b) of the first subparagraph, in particular analyse the impact of the relevant market practice against the main market parameters, such as the specific market conditions before carrying out the relevant market practice, the weighted average price of a single session or the daily closing price.»

Det følger av tredje kommisjonsdirektiv art. 2 nr. 2 og nr. 3 at ny markedspraksis som utvikler seg skal vurderes konkret og individuelt, og at markedspraksis som har blitt akseptert skal revurderes med jevne mellomrom.

*Unntak fra forbudet*

Direktivets forbud mot innsidehandel kommer ikke til anvendelse på visse transaksjoner, jf. art. 2 nr. 3:

«This Article shall not apply to transactions conducted in the discharge of an obligation that has become due to acquire or dispose of financial instruments where that obligation results from an agreement concluded before the person concerned possessed inside information»

Av direktivets fortale fremkommer flere unntak fra innsidehandelsforbudet. Etter direktivets fortale punkt 29, skal tilgang til og bruk av innsideinformasjon ikke i seg selv utgjøre straffbar innsidehandel hvis selskapet skal kjøpes opp (gjennom et «public take-over bid») eller det skal fusjoneres med selskapet:

«Having access to inside information relating to another company and using it in the context of a public take-over bid for the purpose of gaining control of that company or proposing a merger with that company should not in itself be deemed to constitute insider dealing»

Det vil her typisk være snakk om innsideinformasjon som erverves under en «due diligence» undersøkelse. Når det gjelder market-making, motpartsvirksomhet og ordreformidling, heter det i fortalens punkt 18 tredje punktum:

«Moreover, the mere fact that market-makers, bodies authorised to act as counterparties, or persons authorised to execute orders on behalf of third parties with inside information confine themselves, in the first two cases, to pursuing their legitimate business of buying or selling financial instruments or, in the last case, to carrying out an order dutifully, should not in itself be deemed to constitute use of such inside information»

Ifølge fortalen punkt 30 utgjør kjennskap til og effektuering av egne transaksjonsbeslutninger ikke misbruk av innsideinformasjon:

«Since the acquisition or disposal of financial instruments necessarily involves a prior decision to acquire or dispose taken by the person who undertakes one or other of these operations, the carrying out of this acquisition or disposal should not be deemed in itself to constitute the use of inside information»

Forholdet mellom offentlig og ikke-offentlig tilgjengelig informasjon og bruk av slike opplysninger, er omtalt i fortalen punkt 31:

«Research and estimates developed from publicly available data should not be regarded as inside information and, therefore, any transaction carried out on the basis of such research or estimates should not be deemed in itself to constitute insider dealing within the meaning of this Directive.»

Videre vises det til det generelle unntaket knyttet til sentralbankvirksomhet i direktivet art. 7:

«This Directive shall not apply to transactions carried out in pursuit of monetary, exchange-ra-

te or public debt-management policy by a Member State, by the European System of Central Banks, by a national central bank or by any other officially designated body, or by any person acting on their behalf. Member States may extend this exemption to their federated States or similar local authorities in respect of the management of their public debt»

### 4.3 Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet omtaler gjennomføringen av direktivets bestemmelser knyttet til innsidehandelsforbudet i høringsnotatet punkt 3.3 og 3.4. Når det gjelder Kredittilsynets forståelse av direktivforpliktelsene, vises også til høringsnotatet punkt 3.2.

Kredittilsynet foreslår å gjennomføre direktivets bestemmelser om hva som anses som innsideinformasjon og forbudet mot innsidehandel ved to nye bestemmelser i verdipapirhandelloven. Kredittilsynet foreslår ny § 2–2 med definisjonen av innsideinformasjon, samt ny § 2–3 som angir forbudet mot innsidehandel. Kredittilsynet bemerker at uaktsomme overtredelser vil som i dag omfattes, jf. direktivets art. 4 og vphl. § 14–3 første ledd.

Etter Kredittilsynets oppfatning er det ikke nødvendig å gjennomføre direktivets bestemmelser om innsideinformasjon i forhold til personer som har til oppgave å utføre ordrer med finansielle instrumenter særskilt, all den tid bestemmelsen innebærer en presisering som i utgangspunktet vil være omfattet av bestemmelsen om innsideinformasjon.

Kredittilsynet uttaler videre om forslagene (høringsnotatet punkt 3.4):

«Forbudet mot innsidehandel vil komme til anvendelse på «finansielle instrumenter» som omfattes av forslagets § 2–1 første ledd (det vil si instrumenter som er eller søkes notert på børs eller autorisert markedsplass og visse avledede instrumenter). Dagens § 2–1 første ledd andre punktum om «opsjons- eller terminkontrakter eller tilsvarende rettigheter» kan tas ut all den tid dette også vil være finansielle instrumenter som omtalt i forslagets første ledd. Det presiseres at forbudet mot innsidehandel i derivater gjelder uansett oppgjørsform (finansielt og faktisk).

Innsidehandelsforbudet bør presisere vilkårene i art. 2 nr. 1 som i dag ikke finnes i dagens norske lovtekst. Det bør således fremkomme at handler for fremmed regning rammes, samt at innsidehandel kan skje ved direkte og indirekte erverv mv. Det er ikke nødvendig å presisere at forsøk på innsidehandel kan være straffbart, jf. straffeloven § 49 første ledd

Når det gjelder vilkårene «precise» og «significant effect» har Kredittilsynet, under noe tvil, konkludert med at begrepene ikke uttrykkelig bør tas inn i den norske lovteksten. På bakgrunn av første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 og 2 synes det sentrale med kriteriene å være at det avgrenses mot rykter, spekulasjoner mv., samt at det sees hen til om en alminnelig fornuftig investor ville vektlagt opplysningene som ledd av sin investeringsbeslutning. Dette er i overensstemmelse med norsk rett i dag, noe som skulle tilsi at det ikke er nødvendig å innta begrepene i den norske lovteksten. Kredittilsynet antar videre at det vil kunne sende et signal om lempeligere lovgivning til verdipapirmarkedet om vilkårene «presis» og «vesentlig» gjenintrodueres i vphl, noe som taler for den foreslåtte løsningen. Hensikten med å ta ut vilkårene omtales i Ot. Prp. nr. 80 (2000–2001) kapittel 1:

«Formålet med endringene er å effektivisere, klargjøre og skjerpe forbudet mot ulovlig innsidehandel og reglene som er gitt til forebygging av slik handel»

Spørsmålet blir så om det nærmere innholdet av henholdsvis «precise» og «significant effect» i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 og 2, bør inntas i den norske lovteksten. Begrepene vil klargjøre innholdet i definisjonen av innsideinformasjon uavhengig av vilkårene «precise» og «significant».

Hensynet til norsk rettstradisjon taler mot en slik løsning. Det samme gjør det faktum at dagens vphl § 2–1 anses som tilfredsstillende. Videre vil implementeringsbestemmelsen bli relativt kompleks, noe som kan gjøre håndhevelsen av forbudet mer krevende. Disse hensynene må veies mot blant annet hensynet til forutsigbarhet. Rettssikkerheten på området vil kunne øke med en mer detaljert definisjon av innsideinformasjon. I samme retning taler også Norges forpliktelse til å implementere Direktivet og dets utfyllende bestemmelser. Kredittilsynet finner grunn til å legge avgjørende vekt på de siste hensynene og foreslår, under noe tvil, at første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 og 2 gjennomføres i form at et eget ledd i ny vphl § 2–2. Bestemmelsene bør imidlertid forenkles og fremkomme som et vilkår, jf forslaget.»

Kredittilsynet foreslår at den nærmere definisjonen av innsideinformasjon for varederivater i tredje kommisjonsdirektiv art. 4 gjennomføres som et eget nytt ledd i § 2–2.

Kredittilsynet foreslår at vilkåret «using that information» ikke tas inn i den norske lovteksten og uttaler:

«Det følger ikke noe slikt krav om årsakssammenheng etter norsk rett i dag, og dette bør heller ikke oppstilles. Videre foreslås det at dagens «offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet» benyttes istedenfor «been made public». Årsaken er at sistnevnte vilkår kan reise tvil om en aktiv handling må ha funnet sted, noe som rimeligvis ikke kreves.»

Når det gjelder kravet til informasjonens tilknytning («relating, directly or indirectly...»), foreslår Kredittilsynet at dagens formulering «opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold» videreføres. Det vises til at formuleringene er innarbeidet i norsk rett og det synes ikke å være noen realitetsforskjell mellom begrepene.

Kredittilsynets foreslår å videreføre misbruksreservasjonen, jf. gjeldende vphl. § 2–1 andre ledd første punktum. Kredittilsynet antar det ikke er nødvendig eller hensiktsmessig å gjenta reservasjonene i direktivet. Det kan reises spørsmål om bestemmelsen om normal utøvelse av opsjonskontrakter i vphl. § 2–1 andre ledd andre punktum bør gjøres noe mer generell i lys av direktivet art. 2 nr. 3. Kredittilsynet antar at dette ikke er nødvendig på bakgrunn av den generelle misbruksreservasjonen.

Kredittilsynet foreslår å flytte gjeldende vphl. § 2–1 tredje ledd flyttet til en ny § 2–13 ettersom unntaket foreslås bygget ut, jf. direktivet art. 7.

Videre foreslås en forskriftshjemmel i forslag til ny vphl. § 2–2 til å gi nærmere regler om «alminnelig akseptert markedspraksis».

Kredittilsynet antar at kravet til skyld og sanksjoner ved overtredelse av innsidehandelsforbudet, bør fremkomme av vphl. kapittel 14, jf. gjeldende rett.

Det vises for øvrig til Kredittilsynets vurderinger i høringsnotatet punkt 3.3.

#### 4.4 Høringsinstansenes merknader

##### *Innsideinformasjon og innsidehandelsforbudet*

ØKOKRIM støtter at vilkåret «precise» ikke inntas i norsk lovtekst. ØKOKRIM viser til at rettstilstanden etter gjeldende § 2–1 må anses for å være i overensstemmelse med rettstilstanden etter direktivet hva gjelder dette vilkåret. Videre uttaler ØKOKRIM:

«Precise» er inntatt i direktivet for å avgrense mot rykter og spekulasjoner. Dette var også begrunnelsen for å innta vilkåret «presis» i norsk

lovtekst ved lov 8. nov 1991 nr 75, jf Ot prp nr 72 (1990–91). I tiden før lovendringen i 2001 fremstod det imidlertid som at norske domstoler la en annen betydning i vilkåret enn det som var meningen etter gjeldende direktiv. Realiteten var at ved å ta vilkåret «presis» ut fra den norske bestemmelsen, ble norsk rettstilstand brakt i bedre overensstemmelse med rettstilstanden etter EU-reglene – på tross av at ordlyden i dagens § 2–1 isolert sett avviker fra ordlyden i Direktivets definisjon. På denne bakgrunn mener ØKOKRIM at Norges implementeringsforpliktelser på dette punkt er oppfylt ved ordlyden i gjeldende § 2–1. Vi kan ikke se andre grunner til å gjenninnføre vilkåret «precise» i definisjonen av innsideinformasjon. Vi har vanskelig for å se at dette vil medføre problemer for aktører som opererer i markeder i flere land, så lenge den materielle rettstilstanden er klar og på linje med andre EU-land. Vilkaaret bør derfor fortsatt være utelatt fra den norske definisjonen.

Høringsnotatet konkluderer med at heller ikke vilkåret «significant [effect]» skal inntas i norsk lovteksts definisjon av innsideinformasjon. Begrunnelsen er at dette ikke anses som nødvendig utfra den norske rettstilstanden, og at man ikke ønsker gjenopprettelse av rettstilstanden pre lovendringen i 2001. ØKOKRIM slutter seg for så vidt til dette. Vi viser til våre merknader i avsnittet ovenfor, og særlig til at på dette punktet må den norske «lovhistorien» i seg selv utgjøre et argument ved valget mellom inkorporering i lovtekst eller på annen måte.

Høringsnotatet reiser (i pkt 3.3) spørsmålet om vilkårene «precise» og «significant» i Direktivets art 1 nr 1 innebærer en endring av den norske rettstilstanden «all den tid tilsvarende begreper ble tatt ut av vphl § 2–1» ved lovendring i 2001. Spørsmålet besvares benektende, idet den nærmere definisjonen av begrepene i Direktivbestemmelsen «synes å være i overensstemmelse med forståelsen av vphl § 2–1». Endelig (høringsnotatets pkt 3.4) har Kredittilsynet «under noe tvil» konkludert med at de to begrepene ikke bør tas inn i den norske lovteksten, dels fordi «det vil kunne sende et signal om lempeligere lovgivning til verdipapirmarkedet om vilkårene «presis» og «vesentlig» gjenintroduseres i vphl. . .».

Vi forstår dette slik at Kredittilsynet uten videre har tolket kriteriet «significant» i Direktivets art 1 nr 1 som «vesentlig». Etter vårt syn er det vel så naturlig såvel språklig sett som ut fra konteksten å bruke et mindre kvalifiserende begrep, som f eks «merkbar» eller «påviselig». Vi nevner at den danske versjonen av Direktivet benytter «merkbar» i art 1 nr 1. Forøvrig vises til Ot prp nr 80 (2000–2001) side 13 (gjengivelsen av Kredittilsynets høringsnotat). Etter vårt syn kan dermed de ovenfor gjengitte uttalelsene i høringsnotatet være egnet til å forvirre

rettsanvendere om rettstilstanden, og de gir næring til anførsler om at rettstilstanden er uklar og uforutberegnelig. Sett fra vårt ståsted er det behov for klargjørende uttalelser om dette i de videre lovforarbeidene, og tolkingsspørsmålet bør undergis en mer inngående analyse enn i høringsnotatet. Vår erfaringsbaserte oppfatning er at dette spørsmålet er av praktisk viktighet ved straffehåndhevelsen av innsidehandelsforbudet. Dette understøttes av at økningen i antall fellende dommer for overtredelse av § 2–1 de siste årene i noen grad skyldes at vesentlighetsvilkåret ble fjernet fra lovens ordlyd. Ut fra vår erfaring vil det være uheldig om man går tilbake til rettstilstanden før lovendring i 2001 for så vidt gjelder vesentlighetskriteriet.

Direktivets kriterier «precise» og «significant effect» er presisert i første kommisjonsdirektiv art 1 nr 1 og 2. I høringsnotatet foreslår man at disse utdypende/presiserende definisjonene inkorporeres i norsk lovtekst. Dette gjøres på tross av at det i høringsnotatet heter at «den nærmere definisjonen [av «significant effect»] synes å være i overensstemmelse med § 2–1». Når rettstilstanden etter dagens lovtekst og Direktivet er sammenfallende, kan vi ikke se tilstrekkelig grunn til at Level 2-presiseringene skal inntas i norsk lovtekst. Definisjonen inneholder flere kumulative, skjønnsmessige og strafferettslig ukjente vilkår og er derfor mindre godt egnet som lovtekst i en straffesanksjonert regel. Dersom definisjonen blir stående i lovteksten, vil det etter vår mening nettopp kunne lede til unødvendige komplikasjoner ved bevisføring for overtredelse av innsidehandelsforbudet, jf uttalelsen i høringsnotatet (på side 22) om at endringen «kan gjøre håndhevelsen av forbudet noe mer krevende». Det vil for øvrig, slik forslaget nå lyder, kunne stilles spørsmål om dette dreier seg om en del av gjerningsbeskrivelsen eller om det utgjør legaldefinisjoner med de konsekvensene dette har for strafferettslige spørsmål som forholdet mellom rettsvillfarelse og faktisk villfarelse. Dette bør kommenteres i den videre lovforarbeidene. Vi stiller ellers spørsmål ved om det klargjør særlig mer enn det forvirrer når definisjonene av «precise» og «significant» som språklig sett omgjøres til å utgjøre definisjoner på «opplysninger» og «egnet til å påvirke kursen». En mer omfattende redegjørelse i lovforarbeidene som setter kommisjonsdirektivets definisjoner i kontekst vil, slik vi ser det, fremstå som bedre i alle henseende.

ØKOKRIM er ellers uenig i at de nevnte utdypende/presiserende definisjonene «vil klargjøre definisjonen av innsideinformasjon uavhengig av vilkårene», jf høringsnotatet s 22. Bruk av mange, kumulative, skjønnsmessige og strafferettslig ukjente vilkår i lovtekst bedrer ikke nødvendigvis forutberegneligheten og dermed rettssikkerheten.

Dersom man likevel kommer til at ordlyden i gjeldende § 2–1 må endres som ledd i inkorporeringen, er vårt syn at man i stedet bør vurdere å innta selve vilkårene «significant» og «precise» i lovteksten, med de utfyllende Level 2-presiseringene i lovforarbeidene. Det bør i så fall som nevnt åpenbart benyttes en annen oversettelse av «significant» enn «vesentlig». Og det bør fremgå på en klar måte i de videre forarbeidene at det ikke er hensikten å gjenopprette rettstilstanden før lovendringen i 2001. Ved en slik fremgangsmåte vil man begrense de problemer vi ovenfor har pekt på, samtidig som norsk rettstradisjon varetas på en bedre måte.

*FNH/Sparebankforeningen* uttaler:

«EU-direktiv 2003/6/ EC («Rammedirektivet») definerer i art. 1 nr. 1 begrepet «innsideinformasjon». Definisjonen av innsideinformasjon benyttes videre i Rammedirektivet og de utfyllende kommisjonsdirektivene som et koblingsbegrep som utløser ulike rettsregler; – handleforbud (art. 2), taushetsplikt, rådgivningsforbud og forbud mot tilskyndelse til handel (art. 3) samt informasjons- og listeføringsplikt (art. 6).

Sentralt i Rammedirektivets definisjon av innsideinformasjon er vilkåret om at den aktuelle informasjonen må være av «precise nature» samt at det er sannsynlig at en offentliggjøring av den aktuelle informasjonen ville ha «significant effect» på det aktuelle finansielle instrumentets kurs. Det synes mht. de nevnte kriteriene ikke å være foretatt noen endring eller innskjerping i Rammedirektivets art. 1 nr. 1 av terskelen for når informasjon skal være å betrakte som innsideinformasjon sammenlignet med ordlyden i art. i nr. 1 i det tidligere gjeldende Rådsdirektiv 89/592/EEC vedr. innsidehandel.

Forbudet mot innsidehandel, og definisjonen av innsideinformasjon, fremgår i norsk rett av verdipapirhandelloven (vphl § 2–1). Ved lovendring gjennomført i 2001 fjernet man de to begrepene tilsvarende «nature» og «significant effect» fra lovens ordlyd. Motivasjonen for lovendringen var bl.a. å skjerpe det norske forbudet mot ulovlig innsidehandel, jf. Ot. prp. nr.80 (2000–2001): «Formålet med endringene er å effektivisere, klargjøre og skjerpe forbudet mot ulovlig innsidehandel og reglene som er gitt til forebygging av slik handel».

De beste grunnene taler etter vårt syn for at man i definisjonen av innsideinformasjon i § 2–2 første ledd tar med kvalifikasjonsbegrepene «presis» og «vesentlig», slik som i vår tidligere innsidelovgivning. Vi oppfatter, i likhet med Kredittilsynet, disse definisjonene i direktivet som fullharmoniseringsbestemmelser, jf. høringsnotatet pkt. 1.2. Det tilsier en mest mulig autentisk implementering. Praktiske hensyn ta-

ler også for en slik harmonisering i et stadig mer integrert verdipapirmarked. Dette understøttes også av det forhold at innsidebestemmelsene kommer til anvendelse for handlinger foretatt i Norge selv om instrumentene er notert på et regulert marked i andre EØS-land, jf. utkastet § 2–1 tredje ledd. Dessuten taler også pedagogiske grunner for at man kvalifiserer opplysningene og kurspåvirkningspotensialet på denne måten. Teksten i første ledd vil da gi brukeren beskjed om at det ikke er hvilke som helst opplysninger som rammes, bl.a. skal det avgrenses mot rene rykter og spekulasjoner. Det må dessuten være en viss sannsynlighet for at kurspåvirkningen er av en viss størrelse eller er merkbar. I bestemmelsens andre og etterfølgende ledd foreslås det også regler som nærmere følger opp og presiserer disse begrepene. Det fremgår av fortalen nr. 3 til det første kommisjonsdirektiv at det er et viktig formål å skape større rettssikkerhet for markedsdeltakerne ved å gi en nærmere forklaring på om informasjonen er av en presis karakter og om informasjonens kurspåvirkningspotensial. Det tilsier også at man tar med disse begrepene i lovteksten.

På den måten vil det også være lettere å oppnå samme terskel for ulovlig innsidehandel som for selskapenes opplysningsplikt iht. børslov og børsforskrift, se nærmere nedenfor under delavsnitt b). Det vil være lettere for aktørene å forholde seg til regelverket. Vi antar også at myndighetene i sitt arbeid med å håndheve bestemmelsene vil se seg tjent med at terskelen er den samme. Vi har vanskelig for å tro at dette i seg selv skal gå ut over arbeidet med å håndheve og sørge for at innsidebestemmelsene blir overholdt. Vi regner med at de tilfellene man ønsker å sanksjonere, nettopp vil være slike der det nokså klart dreier seg om misbruk av opplysninger av en viss «presis» karakter. Vi legger videre til grunn at det kun vil være aktuelt i de tilfellene der opplysningen har et slikt kurspåvirkningspotensial at den naturlig faller inn under begrepet «vesentlig» betydning.

Vi foreslår på denne bakgrunn slik formulering av § 2–2 første ledd:

«Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om finansielle instrumenter, utstederne av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen vesentlig på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.»

*Oslo Børs* uttaler:

«Børsen er enig i den konklusjon Kredittilsynet legger til grunn, hvoretter reglene om innsidehandel i markedsmissbruksdirektivet antas å væ-

re i overensstemmelse med gjeldende norsk rett slik vphl § 2–1 i dag tolkes.

Børsen har imidlertid visse innvendinger til utformingen av reglene. Vi viser til at noe av usikkerheten i implementeringen av reglene synes å være knyttet til et ubesvart spørsmål om direktivet er et fullharmoniseringsdirektiv eller minimumsdirektiv.

Uavhengig av spørsmålet om fullharmonisering, viser børsen imidlertid til at Kredittilsynet i høringsutkastet synes å tilsikte innholdsmessig fullharmonisering på dette punkt. Dette bør presiseres med tanke på fremtidig anvendelse av reglene og den praksis som utvikles i Europa for øvrig.

Som Kredittilsynet viser til i høringsnotatet punkt 3.2.1.1 fremgår det av fortalen til første kommisjonsdirektiv at to av de essensielle elementene i definisjonen av innsideinformasjon er nettopp «precise nature of that information» og «the significance» og «its potential effect». Begge disse ord/uttrykk er utelatt i hoveddefinisjonen av innsideinformasjon i forslaget til ny vphl § 2–2.

Etter vår oppfatning bør de sentrale elementene i direktivets innsidedefinisjon kunne gjenfinnes i de norske reglene, for å oppnå den harmonisering man gir uttrykk for å ønske. Børsen forstår at det kan være en viss skepsis til for Norges del å gjeninnføre de nevnte uttrykk da lignende uttrykk ble tatt ut av lovteksten for forholdsvis kort tid siden. Målet med å ta uttrykkene ut, var å skjerpe reglene for å unngå flere uheldige utfall i domstolene.

Børsen viser til at den usikkerhet og de problemer i anvendelsen av den gamle verdipapirhandelloven § 2–1 som ble søkt fjernet ved endringen i 2001 trolig har hatt en ønsket effekt for håndhevelsen. Kostnaden med en ordlyd som vel er strengere enn regelens innhold er at det skapes usikkerhet hos regelbrukerne om det nærmere innhold i innsidehandelforbudet. Vi er derfor usikker på om det fra markedsaktørenes side ses som helt dekkende når det i høringsnotatet side 22 sies at dagens vphl § 2–1 anses som tilfredsstillende. Selv om det nærmere innhold nødvendigvis må bli til gjennom rettspraksis, er veiledning i lovtekst og forarbeider bidrag til å skape økt forutsigbarhet. Rettspraksis er imidlertid relativt begrenset. Forutsigbarhet for aktørene bidrar til å redusere kostnadene for aktørene og øker rettferdigheten i markedet ved at normenes presise innhold er tilgjengelig for alle, ikke bare gjennom bruk av kostbare rådgivere. Således er bidrag til eksemplifisering og avklaring av tolkningsspørsmål i forarbeidene et gode. Samtidig er vi oppatt av at forutsigbarheten på en hensiktsmessig måte skal avveies mot mulighetene for effektiv håndhevelse.

Børsen legger uansett til grunn at det klarjøres tilstrekkelig i forarbeider til lovendringen som følge av implementeringen av markedsmissbruksdirektivet, at endring av ordlyden ikke tilsikter endring i rettstilstanden tilbake slik dette ble oppfattet før 2001 endringen.

Børsen mener det på lengre sikt vil være bedre å innta en ordlyd i de norske reglene som så godt som mulig gjenspeiler direktivteksten. Det vil med tiden utvikles en praksis i de øvrige medlemslandene som vil være av betydning for tolkningen av den norske regelen. Vi mener det kan by på problemer å overføre slike tolkninger og anvende den praksis som utvikles for øvrig innen EU, dersom ordlyden i den norske bestemmelsen har utelatt to så sentrale deler av direktivteksten

Når det gjelder uttrykket «significant» behøver ikke den norske oversettelsen av dette ordet være «vesentlig» etter vår oppfatning. Vel så riktig kan det være å benytte begrepet «av betydning», «merkbar» eller lignende. Tidligere erfaring knyttet til begrepet «vesentlig» og nyere erfaring der dette begrepet ble utelatt i lovteksten, tilsier at man i hvert fall ikke bør gå lenger enn «merkbar». Det vises også til at den danske versjon av direktivet bruker «mærkbar».

Den nærmere veiledning av begrepet slik det fremkommer i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr 2 er i høringsnotatet foreslått inntatt i lovteksten. Disse nærmere forklaringene kan synes noe fremmedartet i forhold til norsk lovgivningstradisjon hvor de gjerne gjenfinnes i forarbeider. Dersom departementet finner at forordningen kan oppfylles uten å ta dette inn i lov eller forskrift, bes dette vurdert.

Et eksempel på hensiktsmessige avklaringer for å øke forutberegneligheten er hvorvidt selskapenes planer, strategier og budsjetter kan anses som innsideinformasjon. Det vises til Kredittilsynets høringsnotat om revisjon av innsidehandelforbudet av 19. januar 2000 avsnitt 7.1 hvor dette fremgår at dette normalt ikke omfattes før de materialiserer seg i konkrete beslutninger, disposisjoner eller prosesser. I den forbindelse nevnes at planer, budsjetter og strategier jo vil være kjent for primærinnsidere til enhver tid, uten at de derved alene har handleforbud.»

Når det gjelder harmonisering, uttaler *Norges Fondsmeglerforbund* bl.a.:

«Det er vår oppfatning at definisjonen av innsideinformasjon må harmoniseres med direktivene fullt ut og at særnorsk regulering må unngås. Vi understreker at det er vår oppfatning at direktivene på dette område ikke åpner for avvikende formulering, mao at direktivene på det-

te punkt er fullharmoniseringsdirektiver. Subsidiært vil vi anføre at dersom lovgiver, med støtte fra Kommissjonen, hevder at det her er en minimumsharmonisering, så er det ikke tilstrekkelig redegjort for hvorfor man bør velge en avvikende definisjon, herunder hvilken konsekvens dette får i relasjon til andre regler (informasjonsplikt og listeføringsplikter).

Som allerede nevnt er formålet med MAD å harmonisere regelverket, herunder hva som skal anses som straffbar markedsmissbruk, på europeisk nivå. Helt sentralt blir det da at gjerningsbeskrivelsen, herunder definisjonene, er like. Etter Forbundets oppfatning er dette kun mulig dersom man anser disse elementer av direktivet som bestemmelser som må implementeres fullt ut, dvs fullharmonisering. Etter det vi erfarer er dette også den alminnelige oppfatning internasjonalt.

Kredittilsynet velger i sitt høringsnotat å fravike dette ved å foreslå at man i hovedsak skal beholde den norske definisjonen av innsidehandel med hensyn til hva som skal anses som innsideinformasjon. Dette kommer til uttrykk ved at man ikke foreslår å innføre de kvalifiserende begrepene «precise» og «significant». Årsaken til dette er at man mener det vil kunne gi en uheldig signaleffekt idet markedsaktører kan få inntrykk av at reguleringen blir svakere enn nåværende regulering, jfr i denne sammenheng de forrige endringer i innsidebestemmelsen. Videre argumenteres det med at forskjellen antagelig ikke er så stor, jfr definisjonen av innsideinformasjon i første kommisjonsdirektiv. Det synes videre som Kredittilsynet implisitt har foretatt en vurdering av hvorvidt en endring er «politisk» mulig.

Til dette vil vi bemerke at argumentet med signaleffekten antagelig er lite relevant, og uansett er dette uten betydning dersom man snakker om en pliktig fullharmonisering. En annen side er signaleffekten av det å faktisk ikke foreta en harmonisering av ordlyd med det som EU, etter en omfattende lovgivnings- og konsultasjonsprosess, har kommet frem til. Det vil fremstå som lite heldig dersom Norge, til tross for harmoniseringsplikten, fastholder en avvikende definisjon, som også har betydning for andre bestemmelser, så som utstederes informasjonsplikt og krav til listeføring.»

Når det gjelder uttrykkene «precise» og «significant», uttaler Fondsmeglerforbundet:

«At Kredittilsynet ikke ønsker innført begrepene «precise nature» og «significant effect» i relasjon til forbudet mot ulovlig innsidehandel er, sett i forhold til historikken knyttet til den norske lovbestemmelsen, muligens forståelig, om enn antagelig i strid med direktivet, jfr ovenfor.

Den implementeringslovgivning Kredittilsynet nå foreslår gjennomført i norsk rett vil imidlertid få som konsekvens at selskapenes løpende informasjonsplikt i utgangspunktet vil bli knyttet til det generelle begrepet «innsideinformasjon», hvilket antagelig vil bety en relativt betydelig endring i forhold til dagens situasjon, jfr nedenfor.

Kredittilsynet foreslår som nevnt at man ikke skal innføre begrepene «precise» eller «significant». I utkastet til § 2–2 velger man imidlertid å gi en mer utfyllende definisjon av begrepet innsideinformasjon enn det som følger av dagens lovgivning, og det synes som om Kredittilsynet er av den oppfatning at man implementerer EUs definisjon av begrepet. Det man imidlertid faktisk gjør er å implementere første kommisjonsdirektivs definisjon av begrepet «precise», jfr art 1 nr 1 og begrepet «significant effect», jfr art 1 nr 2. Man velger altså (indirekte) å legge inn i den norske definisjonen begrep som man uttrykkelig tar avstand fra å benytte. Dette virker noe uryddig og kan ikke sies å være særlig klargjørende. Med den teknikk man her har valgt kan vi ikke forstå hva som er problemet med å ta de to aktuelle uttrykk inn i lovteksten og dermed, idet minste, bidra til en språklig rettsenhet.

Det er vår ærbødige påstand at slik særregulering kan befeste den uriktige oppfatning av Norge og norsk lovgivning som uklart og utilstrekkelig. Det kan derfor reises spørsmål om en slik avvikende holdning kan ha betydning for tilliten til det norske marked.

Man kan, som allerede antydnet, snu problemstillingen på hodet. Dersom Kredittilsynets oppfatning om at det reelt sett ikke er noen materiell forskjell burde det være uproblematisk å harmonisere ordlyden med direktivteksten. Det eneste motargument vil da være den påståtte signaleffekten, som vi ikke tror er særlig stor. Dette må som nevnt veies opp mot signaleffekten av en annerledes regulering. Videre vil det være klart at den signaleffekt som Kredittilsynet påberoper seg kan motvirkes dersom man i forarbeidene sier noe mer om hva man, som lovgiver, faktisk mener om grensen bl a basert på gjeldende rettspraksis.

I debatter omkring reguleringen av innsidehandel i Norge har det vært hevdet at endringen i ordlyden i den norske loven i 2001 har hatt betydning for håndhevelsen av innsideforbudet. Dette skulle derfor tilsi varsomhet med hensyn til å foreta endringer i motsatt retning. Vi er usikre på om dette er riktig. Vi har ikke sett noen særlig analyse av denne påståtte effekt, og det er vel heller ikke mulig å trekke noen slik slutning ut fra foreliggende rettspraksis. Det er vår oppfatning at årsaken til eventuelle endringer vel så meget kan ha sin årsak i økt kompe-



tanse, så vel i påtalemyndighet som i domstoler, og at man har blitt flinkere til å få frem de sentrale problemstillinger og bevisemaer. I tillegg til dette kommer muligens også bedre bevis for de straffbare forhold ervervet gjennom bedret overvåkning på markedsplassen og innhenting av lydopptak og annen dokumentasjon.»

Når det gjelder forbudet mot innsidehandel, peker Fondsmeglerforbundet på en mulig språklig uklarhet vedrørende oversettelsen og implementeringen av direktivets begreper «acquiring or disposing of» samt «trying to acquire or dispose of». Fondsmeglerforbundet uttaler videre:

«Slik vi forstår dette har begrepene et videre omfang enn de norske ordene kjøp/salg som benyttes i lovteksten. Danskene har oversatt dette med «erhverve» eller «afhænde». (...)

Kredittilsynet synes å legge en noe annen oppfatning til grunn, jfr høringsutkastet pkt 3.3 i.f og at man derfor vil opprettholde den eksisterende norske ordlyden. Det er vår oppfatning at Kredittilsynets tolkning av direktivets ordlyd antagelig er for snever, men vi er samtidig usikre på om en ren videreføring av dagens lovtekst på dette punkt er en korrekt implementering av direktivteksten. Igjen kommer spørsmålet om fullharmonisering på spissen og igjen kan vi ikke se at Kredittilsynet vurderer dette eller på noen måte begrunner sitt forslag. Man antar kun at det er i samsvar med direktivet uten at man gjør noe forsøk på å vise hva denne antagelsen bygger på. Man må også her først ta stilling til om det er en utvidende tolkning og om man faktisk har anledning til å foreta en slik utvidelse. Har man ikke det er jo svaret gitt. Har man slik anledning må man argumentere særskilt for hvorfor man eventuelt skal fravike den helt moderne EU-retten. Departementet oppfordres til å klargjøre dette.»

Videre anfører Fondsmeglerforbundet at tilsvarende problemstilling foreligger ved videreføringen av begrepet «offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet». De uttaler:

«Direktivet opererer med begrepet «been made public», noe som klarligvis er noe annet, idet den engelske ordlyden henspeiler på en aktiv handling fra en eller annen, antagelig utstederselskapet selv. Den engelske formulering er ikke uten videre å foretrekke, men igjen oppstår spørsmålet; hva kan og bør man gjøre i Norge. Heller ikke på dette punkt er det foretatt noen drøftelse eller begrunnede valg, ut over følgende; «[å]rsaken er at sistnevnte vilkår kan reise tvil om en aktiv handling må ha funnet sted, noe som rimeligvis ikke kreves. Hvorfor dette ikke «rimelig» kan kreves sies det intet om.»

ØKOKRIM støtter Kredittilsynets oppfatning av at vilkåret «directly or indirectly» ikke skal inntas i definisjonen av innsideinformasjon. ØKOKRIM finner at både direkte og indirekte handler mv. for egen og for fremmed regning omfattes av dagens lovtekst.

*Norske Finansanalytikeres Forening* (NFF) anser det som uheldig at man i definisjonen ikke har lagt seg på samme definisjon, språklig sett, som i direktivet. Etter NFFs syn kan forskjellen i definisjonen skape uheldig usikkerhet med hensyn til rekkevidden av den norske definisjonen.

*Wiersholm, Mellbye & Bech, advokatfirma DA* uttaler bl.a. at kommisjonsdirektivet fremstår for dem mer som en angivelse av et utfyllende eller presiserende bedømmelsesgrunnlag (ex ante bedømmelse av den fornuftige investors investeringsgrunnlag), og ikke som et mer eller mindre bevisst forsøk på å utvide rammen for innsideinformasjon sammenlignet med hva Parlamentet og Rådet har vedtatt. Når det gjelder utformingen av en lovbestemmelse som angir en definisjon av innsideinformasjon, uttaler Wiersholm, Mellbye & Bech bl.a.:

«Det kan her diskuteres hvilket norsk uttrykk som best oversetter uttrykket «significant». Vi er selvsagt kjent med den danske direktivoversettelsen av uttrykket «significant» til «merkbar». Man skal dog ha klart for seg at det kan være en språklig forskjell i forståelsen på dansk og norsk, og det kan reises spørsmål ved om kriteriet «merkbar effekt» er en dekkende oversettelse av «significant effect» til norsk. Isolert sett vil «significant» på engelsk kunne betegne mye av det samme som «noticeable», hvor det siste er nærliggende å oversette med «merkbar». Spørsmålet er imidlertid om sammensetningen med «significant effect» gir en noe annen mening i en kontekst der enhver effekt (på pris) vil være identifiserbar og i den forstand merkbar. Heller ikke begrepet «vesentlig» er dekkende, ettersom det i noen sammenhenger kan peke mot en mer omfattende kvalifisering (jf kontraktsrettens begrep «vesentlig mangel»). I børs- og verdipapirretten har det i teori og praksis utviklet seg et mer dempet vesentlighetskrav enn dette. De fleste kvalifiserte meningsyttere var for eksempel enige om at noen prosents sannsynlig kurseffekt var «vesentlig» etter den tidligere innsidebestemmelsen, jf også Børsklagenemdas praktisering av det i grove trekk antonyme kriteriet «ikke uvesentlig». Dette betyr at det i praksis neppe spiller så stor rolle om man viderefører begrepet «vesentlig» i innsidedefinisjonen (jf til illustrasjon utkastet til forskrift § 1–1 tredje ledd bokstav a, b og d og e, der Kredittilsynet oversetter «significant» med «vesentlig».)

Et tredje alternativ er kriteriet «betydelig». Det er mulig at «betydelig virkning» best gjen­gir det meningsinnholdet som ligger i begrepet «significant effect» i MADs definisjon av innsi­deinformasjon, som alternativ til «merkbar virk­ning». Det kan uansett være grunn til å velge et begrep som markerer at det ikke er snakk om tilbakevending til et vesentlighetskriterium som etter tidligere lov. En slik løsning er etter vårt syn langt å foretrekke fremfor en tilnærming der lovteksten ikke på noen måte reflekterer MADs kvalifisering «significant».

Flere høringsinstanser har uttalelser knyttet til terskelen for ulovlig innsidehandel i forhold til ut­steders løpende rapporteringsplikt, se punkt 8.4 ne­denfor.

#### Årsakssammenheng

Når det gjelder et eventuelt krav om årsakssam­menheng i tilknytning til definisjonen av innsi­dehandelforbudet, uttaler ØKOKRIM:

«ØKOKRIM ser at ordlyden i Direktivets for­bud mot innsidehandel umiddelbart kan synes å indikere krav om årsakssammenheng, jf «using that information», men dette fremstår iallfall ikke som særlig klart. Det er på det rene at det ikke eksisterer et krav om årsakssammenheng et­ter dagens norske bestemmelse. Som Kreditttil­synet mener ØKOKRIM at dagens norske retts­tilstand bør opprettholdes, jf høringsnotates si­tat fra fortalens 18 avsnitt på s 17. Det sentrale for innsidehandelsforbudets anvendelse bør slik vi ser det fortsatt være at man innehar innsi­deinformasjon. I praksis vil det lett kunne fremmes, og vi har allerede hørt, anførsler om at innsi­deinformasjonen uansett ikke utgjorde vedkommendes motiv eller hovedmotiv for transaksjonen. Innføring av et krav om årsaks­ammenheng i den forstand at innsi­deinforma­sjonen må utgjøre motivet eller det vesentligste motivet for handelen, vil slikt sett medføre ytter­ligere bevisproblemer uansett om anførselene er korrekte eller ikke.

ØKOKRIM legger til grunn at Norge er uten forpliktelse til å innføre krav om årsakssam­menheng – selv om direktivet skulle inneholde krav om årsakssammenheng. Vi legger til grunn at forbudet mot innsidehandel er en mini­mumsbestemmelse, hvilket gir Norge rett til å fastsette strengere nasjonale regler. Innsi­dehandelsforbud uten krav om årsakssammen­heng må anses som en strengere regel for aktø­rene i markedet enn innsidehandelsforbud med krav om årsakssammenheng. Norge skulle der­ved under enhver omstendighet ha rett til å fra­vike Direktivets eventuelle krav om årsakssam­menheng. ØKOKRIM mener på denne bak­

grunn at dagens rettstilstand og ordlyd i gjel­dende § 2–1 bør opprettholdes i forhold til dette spørsmålet.»

#### Misbruksreservasjonen

ØKOKRIM slutter seg til forslaget om å unnlate å ta inn direktivets unntak fra anvendelsesområdet, og at man heller beholder den norske misbruksre­servasjonen. ØKOKRIM anser det som hensiktsmes­sig at det også i lovproposisjonen gis en omtale av direktivets unntak fra anvendelsesområdet.

#### Innsi­deinformasjon i forhold til varederivater

Når det gjelder forslaget til definisjon av innsi­dehandel overfor varederivater, uttaler ØKOKRIM:

«De samme argumenter som gjengitt overfor hva gjelder definisjonen for finansielle instru­menter, gjør seg delvis gjeldende også overfor definisjonen for varederivater. ØKOKRIM an­ser det i utgangspunktet strafferettslig proble­matisk å avgjøre hva «deltakerne på markedet der derivatene omsettes ville forvente å motta», som «normalt gjøres tilgjengelig ellers skal gjøres offentlig i hht lov, praksis eller annen regu­lering», i overensstemmelse med «alminnelig akseptert markedspraksis». Forslagets defini­sjon blir enda mer problematisk strafferettslig ved presiseringene av hva deltakerne «forven­tes å motta», som også foreslås inntatt i lovteks­ten. ØKOKRIM anser det hensiktsmessig at disse nærmere presiseringer kun inntas i forar­beidene. Vi kan ikke se at Norges implemente­ringsforpliktelser står i veien for en slik frem­gangsmåte fordi de nærmere presiseringer ver­ken innskrenker eller utvider definisjonens an­vendelsesområde, jf argumentene ovenfor.

Det er uklart for oss hvilket marked man henviser til i forslagens definisjon. Man benytter formuleringene «markedet der derivatene om­settes», jf forslag til ny § 2–2 tredje ledd, videre «dette markedet», jf tredje ledd, «markedet», jf fjerde ledd» og det aktuelle derivatmarkedet el­ler det underliggende varemarked», jf fjerde ledd. Det bes presisert i forarbeidene for det første hvilke(t) marked man refererer til og for det andre om formuleringene er ment å ha sam­me innhold.

Som påpekt av Kredittilsynet, inneholder ik­ke definisjonen av varederivater nærmere presi­sering av «precise». Vi legger til grunn at formu­lingen «opplysninger» i forslaget til ny § 2–2 tredje ledd tolkes på samme måte som «opplys­ninger» i definisjonen for finansielle instrumen­ter. For å oppnå helhet og unngå tolkningspro­blemer, kan man i forarbeidene henvise til tolk­ningen av tilsvarende begrep i forhold til finan­sielle instrumenter.»

## 4.5 Departementets vurdering

### Generelt

Effektive regler om innsidehandel er avgjørende for tilliten til verdipapirmarkedet, jf. bl.a. Ot.prp. nr. 53 (2000–2001) kapittel 6 og Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 3.5. Slik tillit er avgjørende for verdipapirmarkedets funksjon som kapitalkilde for næringslivet. Forbudet mot innsidehandel er også et av direktivets mest sentrale bestemmelser, jf. også fortalen punkt 12.

### Innsidehandelforbudet

Forbudet mot innsidehandel forbyr personer (som nevnt i art. 2 nr. 1 annet ledd) som besitter innsideinformasjon å benytte denne informasjonen ved direkte eller indirekte, for egen eller tredje manns regning å erverve eller avhende eller forsøke å erverve eller avhende finansielle instrumenter som denne informasjonen vedrører. Det er gitt utfyllende regler om det nærmere innholdet av denne definisjonen i første og tredje kommisjonsdirektiv, jf. nedenfor.

Når det gjelder forholdet mellom direktivet og første kommisjonsdirektiv, legger departementet til grunn at definisjonen av innsideinformasjon i rammedirektivet gis innhold gjennom de presiserende bestemmelser i første kommisjonsdirektiv. Etter departementets vurdering må således kommisjonsdirektivet anses å være uttømmende.

### Definisjonen av innsideinformasjon

Anvendelsen av innsidehandelforbudet i direktivet er betinget av at flere vilkår er oppfylt. For det første må vedkommende person være i besittelse av innsideinformasjon. Det er gitt presiserende bestemmelser mht. kravet til opplysningenes karakter og kravet til kurspåvirkning i definisjonen av innsideinformasjon i første kommisjonsdirektiv, jf. nedenfor.

Et første spørsmål er hvorledes direktivets ordlyd skal forstås. Direktivets vilkår knyttet til informasjonens presise natur («precise») reiser ingen særlige tolkningsproblemer. Når det gjelder direktivets krav til innsideinformasjonens kurspåvirkende effekt («significant»), synes det imidlertid å være behov for en viss avklaring. Den engelske oversettelsen av direktivet benytter begrepet «significant». Dette begrepet kan oversettes til «vesentlig» på norsk, og vil i så fall innebære at direktivet inneholder et kvalifisert krav til informasjonens kurspåvirkende effekt. Dette er i samsvar med den svenske

oversettelsen av direktivet. En annen mulig oversettelse er «merkbar», noe som vil innebære at direktivet kun krever en merkbar kurspåvirkende effekt. I den danske oversettelsen av direktivet synes en å ha lagt en slik forståelse til grunn, og benytter «mærkbart» på dette punktet. I franske oversettelser kreves at informasjonen må være egnet til å påvirke kursen «de façon sensible», dvs. merkbart. På denne bakgrunn legges til grunn at direktivet kan forstås som å kreve at kurspåvirkningseffekten må være merkbar. Departementet legger i det følgende en slik forståelse til grunn.

Det neste spørsmål blir om direktivets regler er i samsvar med norsk rett på disse to punktene. Når det gjelder kravet om «presis» informasjon, vises til at begrepet ble fjernet fra ordlyden i vphl. § 2–1 ved lovendringen i 2001. Det ble i den anledning uttalt følgende (Ot.prp. nr. 80 (2000–2001)):

«Departementet viser til at «presis» ble foreslått av departementet i Ot.prp. nr. 72 (1990–91). Bakgrunnen var at flere av høringsinstansene etterlyste en avgrensning mot spekulasjoner og rykter og påpekte at et slikt kriterium følger av innsidedirektivet. Departementet er enig med Kredittilsynet i at den selvstendige betydningen av uttrykket er begrenset, og at avgrensningen mot rykter og spekulasjoner vil kunne forankres i at slik informasjon ikke kan sies å være «opplysninger» i lovens forstand.»

Departementet legger derfor til grunn at rammedirektivets materielle krav hovedsak allerede er oppfylt i norsk rett på dette punktet.

Når det gjelder kravet om merkbar kurspåvirkning, vises til at Kredittilsynet i sitt høringsnotat som lå til grunn for lovendringen i 2001 foreslo at det tidligere vesentlighetskravet i norsk rett skulle bli erstattet med et krav om merkbarhet. Departementet sluttet seg til at det ikke lenger burde kreves vesentlig kurspåvirkning, men en fant det heller ikke hensiktsmessig å inkludere et krav om merkbarhet. Departementet uttalte bl.a. følgende i den forbindelse (Ot.prp. nr. 80 (2000–2001)):

«Oslo Børs har i sin høringsuttalelse gitt uttrykk for at begrepet «innvirke merkbart på kursdannelsen» trekker i retning av en subjektiv standard. Departementet er på dette punkt enig i børsens vurdering. Også Finansnærings Hovedorganisasjon og Sparebankforeningen og Økokrim har tatt til orde for at alternative uttrykksmåter vurderes. Departementet er enig med Økokrim i at det sentrale for tilliten til markedet er å forhindre bruk av sensitiv informasjon som ikke er kjent for markedet, og ikke hvorvidt kursen påvirkes vesentlig på bakgrunn av denne informasjonen. Departementet er vi-

dere enig med Økokrim i at uttrykket «merkbar» også inneholder en skjønsmessig kvalifikasjon som vil kunne være vanskelig å håndtere i praksis.»

I stedet foreslo departementet et vilkår om at opplysningen måtte være «egnet til å påvirke kursen». Departementet la i den forbindelse til grunn at man ved tolkingen av «egnet til å påvirke» må «se hen til hvorvidt den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningen vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag.» Denne «fornuftige investor» vurderingen synes å være i samsvar med den utfyllende definisjonen av merkbarhetsvilkåret i første kommisjonsdirektiv artikkel 1. På denne bakgrunn legger departementet til grunn at norsk rett i all hovedsak er i samsvar med rammedirektivets materielle krav om merkbar kurspåvirkning. Dette er også i samsvar med Kredittilsynets vurdering og høringsuttalelsene til ØKOKRIM og Oslo Børs.

Det kan likevel reises spørsmål om det vil være mer hensiktsmessig å gjennomføre direktivets ordlyd i norsk rett, selv om en legger til grunn at norsk rett allerede er i samsvar med rammedirektivets materielle innhold. I denne vurderingen gjør ulike hensyn seg gjeldende, og de trekker til dels i ulike retninger. Innledningsvis bemerkes at en synes å stå overfor tre alternative lovtekniske løsninger ved gjennomføringen av direktivet på dette punktet. En mulighet kan være å videreføre den gjeldende ordlyden i vphl. § 2–1, siden bestemmelsens innhold i all hovedsak må antas å være i samsvar med rammedirektivet. En annen mulighet kan være å innta direktivets ordlyd i den norske lovteksten. En tredje løsning kan være å videreføre det norske innsidehandelforbudet, men å innta direktivens definisjoner av «presis» og «merkbar» i en definisjon av innsidehandelen i en egen bestemmelse (dette er Kredittilsynets forslag).

Et naturlig utgangspunkt kan være at en viderefører dagens norske lovtekster siden denne antas å være i samsvar med direktivets krav til innholdet i det nasjonale regelverk. Dagens innsidehandelforbud er vel innarbeidet, og det er utformet i samsvar med norsk regelverkstradisjon. Kredittilsynet har uttrykt bekymring for at en endring i innsidehandelforbudet vil kunne bli tolket som en reversering av de endringer som skjedde i 2001. Departementet vil presisere at endringene som nå foreslås i innsidehandelforbudet ikke skal tolkes på denne måten. Direktivet kan etter departementets vurdering ikke tolkes slik at det inneholder et vesentlighetskrav tilsvarende det som fantes i vphl. § 2–1 frem til 2001, og gjennomføringen av direktivets ordlyd vil derfor

ikke kunne innebære en reversering på dette punktet, jf. ovenfor om tolkingen av direktivet.

Et problem ved å videreføre ordlyden i vphl. § 2–1, er imidlertid at en ikke vil kunne gjennomføre den grad av detaljregulering av innsidehandelforbudet som rammedirektivet og de utfyllende definisjoner i første kommisjonsdirektiv legger opp til. Det kan nok reises spørsmål ved om ikke direktivet krever full gjennomføring av første kommisjonsdirektivets ordlyd på dette punktet, selv om det materielle innholdet i norsk rett allerede er i samsvar med direktivet. Uavhengig av det endelige svaret på dette spørsmålet, vil det i seg selv være uheldig om det til stadighet reises spørsmål ved om norsk rett er i samsvar med direktivets utfyllende bestemmelser i fremtidige straffesaker om innsidehandelen, med de konsekvenser dette vil ha for en effektiv avvikling av slike saker. Det vises bl.a. til at norske domstoler vil kunne henvise slike spørsmål til EFTA-domstolen for en veiledende uttalelse.

ØKOKRIM har anført at en gjennomføring av direktivens utfyllende regler om innsidehandelen vil vanskeliggjøre fremtidige straffesaker om innsidehandelen, fordi direktivets definisjon av merkbarhet inneholder «flere kumulative, skjønsmessige og strafferettslig ukjente vilkår og er derfor mindre godt egnet som lovtekst i en straffesanksjonert regel». Departementet er langt på vei enig med ØKOKRIM at definisjonen inneholder enkelte skjønsmessige momenter, men vil vise til at dette er forhold som uansett vil måtte foreligge og bevises i en eventuell straffesak, uavhengig av om de fremgår av lovtekst eller forarbeider. Det vises også til at definisjonene uansett må antas å være i samsvar med gjeldende norsk rett.

Etter en helhetsvurdering mener departementet at en mest mulig fullstendig gjennomføring basert på direktivets ordbruk er å foretrekke fremfor å videreføre dagens bestemmelser i den språkdrakt de nå har. Det vises til at en slik løsning vil sikre gjennomføring av de mer detaljerte reglene i det utfyllende direktivet, samtidig som den innebærer enkelte prosessøkonomiske fordeler og letter tilgjengeligheten for utenlandske investorer. Videre vil en slik løsning bidra til en større grad av klarhet for omfanget av utstederselskapenes informasjonsplikt, jf. nærmere omtale i kapittel 9. Etter departementets vurdering innebærer ikke en slik løsning noen materiell endring i det norske innsidehandelforbudet. Det vises til lovforslaget § 2–2 og § 2–3.

«*been made public*»

Innsideinformasjon etter direktivet er videre betinget av at det gjelder opplysninger som ikke er «be-

en made public», jf. direktivet art. 1 nr. 1. Departementet legger i likhet med Kredittilsynet grunn at direktivet må forstås slik at opplysninger vil kunne være offentlige uten at noen aktiv handling for å publisere opplysningene har funnet sted, jf. tilsvarende i Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 3.5). Vurderingen vil måtte knyttes til i hvilken grad opplysninger er allment kjent eller tilgjengelig, uavhengig av hvordan opplysningene er blitt kjent, jf. tilsvarende i Ot.prp. nr. 29 (1996–97) s. 26. Departementet slutter seg på denne bakgrunn til Kredittilsynets vurdering av direktivkravet i det vesentlige tilsvarende gjeldende rett, og anser det heller ikke hensiktsmessig å foreslå endringer på dette punkt.

*«using that information»*

Det kan reises spørsmål ved om det er et oppstilt et krav om årsakssammenheng, jf. uttrykket «using that information» i rammedirektivet art. 1 nr. 1. Departementet legger i likhet med Kredittilsynet til grunn at forbudet mot innsidehandel ikke oppstiller et vilkår om årsakssammenheng. Det vises til fortalen punkt 18, der det fremgår at bruk av innsideinformasjon kan være erverv eller avhendelse av finansielle instrumenter dersom vedkommende person visste eller burde ha visst at informasjonen var innsideinformasjon. Dette er i overensstemmelse med rettstilstanden etter gjeldende vphl. § 2–1. Departementet er også kjent med at andre EØS-land og EU-kommisjonen heller ikke oppfatter direktivet dit hen at det kreves årsakssammenheng. Det foreslås derfor ingen endring på dette punkt.

*«to acquire or dispose or by trying to acquire or dispose of»*

Det er videre en betingelse at innsideinformasjon benyttes «to acquire or dispose of or by trying to acquire or dispose of» finansielle instrumenter. I den danske versjonen av direktivet oversettes dette til «at erhverve eller afhænde eller forsøge at erhverve eller afhænde». Kredittilsynet har foreslått å videreføre gjeldende rett uten endringer på dette punktet (tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner). Norges Fondsmeglerforbund har reist spørsmål ved om Kredittilsynets forslag medfører en for snever tolkning av direktivet. Etter departementets syn er tegning, kjøp, salg og bytte en hensiktsmessig forståelse av uttrykket «to acquire or dispose of». Det vises også til at det «to acquire or dispose of» er tilsvarende ordlyd som i forbudet mot innsidehandel i direktiv 89/592/EF art. 2 nr. 1. En annen side ved vilkåret er at det også dekker forsøk, jf. «trying

to». Departementet viser i likhet med Kredittilsynet at straffbart forsøk rammes, jf. straffeloven § 49, og at det ikke er nødvendig å nevne forsøk eksplisitt. For øvrig vises det til at rene gavetransaksjoner anses for å falle utenfor forbudets virkeområde, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996–97) s. 29. Departementet slutter seg på denne bakgrunn til Kredittilsynets vurdering av at vilkåret er oppfylt gjennom gjeldende vphl. § 2–1. Det foreslås derfor ingen endringer på dette punkt.

*«own account or for the account of a third party»*

Ifølge direktivet skal forbudet omfatte handel for egen og fremmed regning. Departementet viser i likhet med Kredittilsynet til at en person som foretar handler for en annens regning omfattes av gjeldende forbud, jf. vphl. § 2–1 første ledd. Det foreslås ingen endring på dette punkt.

*«directly or indirectly»*

Forbudet mot innsidehandel er videre betinget av at innsideinformasjonen vedrører et finansielt instrument eller utstederen av slike direkte eller indirekte, jf. direktivet art. 1. nr. 1. Det er ikke et krav om faktisk tilknytning mellom informasjonen og det finansielle instrumentet eller utstederen. Departementet peker i likhet med Kredittilsynet på at vil indirekte informasjon generelt sett være avledet og normalt omhandle noen annet enn det aktuelle instrumentet eller den aktuelle utsteder. Etter departementets oppfatning er dette i overensstemmelse med gjeldende rett, hvoretter også opplysninger om «andre forhold» kan utgjøre innsideinformasjon. Inndelingen i norsk rett i opplysninger om de «finansielle instrumentene», «utstederen av disse» og «andre forhold» foreslås derfor videreført. Dette er også i samsvar med høringsuttalelsen til ØKOKRIM og FNH/Sparebankforeningen.

*Transaksjoner som omfattes av forbudet*

Forbudet mot innsidehandel gjelder transaksjoner i «finansielle instrumenter» som er eller søkes notert på børs eller autorisert markeds plass og visse avledede instrumenter. Det vises i den forbindelse til angivelsen av finansielle instrumenter i vphl. § 1–2. Departementet finner i likhet med Kredittilsynet at det er overflødig å nevne «opsjons- eller terminkontrakter eller tilsvarende rettigheter» i lovteksten, jf. gjeldende vphl. § 2–1 første ledd annet punktum, da disse instrumentene fanges opp av definisjonen av finansielle instrumenter. Forbudet mot innsidehandel i derivater gjelder uansett oppgjørsform (finansielt og faktisk).

### *Personer som omfattes av forbudet*

Innsidehandelforbudet retter seg etter art. 2 nr. 1 annet ledd mot enhver som besitter innsideinformasjon gjennom (a) at de er medlemmer av utstederforetakets administrasjon, ledelse eller tilsynsorgan, (b) at de har kapitalinteresser i utstederforetaket, (c) at de har adgang til informasjonen i kraft av deres arbeid, yrke eller verv, eller (d) at de er kommet i besittelse av innformasjonen gjennom straffbare handlinger. Forbudet utvides gjennom art. 4, der det fremgår at forbudet også skal gjelde personer som er i besittelse av innsideinformasjon og som vet eller burde ha visst at det var innsideinformasjon. Personkretsen er noe endret i forhold til rådsdirektiv 89/592/EØF art. 2.

Departementet er enig i forslaget om å videreføre at det generelle forbudet mot innsidehandel bør omfatte enhver som har innsideinformasjon. Dette er i samsvar med gjeldende rett, jf. Ot.prp. nr. 26 (1996–97) punkt 4.2.1. Departementet slutter seg til forslaget om å videreføre personkretsen, jf. lovforslaget § 2–3. Departementet slutter seg til Kredittilsynets vurdering av at det ikke er nødvendig å gjennomføre direktivets bestemmelser om innsideinformasjon i forhold til personer som har til oppgave å utføre ordrer med finansielle instrumenter særskilt, da dette er en presisering som vil være omfattet av bestemmelsen om innsideinformasjon.

### *Definisjon av innsideinformasjon vedrørende varederivat*

Forbudet mot innsidehandel er etter gjeldende rett er ikke gitt direkte anvendelse ved handel i børnoterte varederivater. Børser for varederivater er imidlertid pålagt å innføre og håndheve innsideforbud, jf. omtale i Ot.prp. nr. 53 (2000–2001) s. 26.

Det følger av direktivet at innsidehandel i varederivat som er notert eller er søkt notert regulert skal reguleres, jf. direktivet art. 2 nr. 1, art. 1 nr. 1 og nr. 3. Dette er nytt i forhold til gjeldende EØS-regulering.

Innsideinformasjon vedrørende varederivater er (iht. rammedirektivet art. 1 nr. 2) informasjon av presis natur som ikke er offentliggjort, men som direkte eller indirekte angår et eller flere slike derivat og som brukerne av marked hvor slike derivat handles ville forvente å motta i samsvar med akseptert markedspraksis for varederivater.

Hva som anses som akseptert markedspraksis er definert i direktivet art. 1 nr. 5, som praksis som er (I) noenlunde forventet (reasonable expected) i ett eller flere finansmarkeder, og som er (II) akseptert av (accepted by) den kompetente myndighet i

samsvar med retningslinjene i tredje kommisjonsdirektiv.

I tredje kommisjonsdirektiv art. 4 er det presisert hvilke opplysninger brukerne av slike markeder med rimelighet kan forvente å motta (are deemed to expect to receive). Det omfatter opplysninger som direkte eller indirekte vedrører et eller flere varederivat og som rutinemessig (routinely) gjøres tilgjengelig for brukerne av slike markeder, og som skal fremlegges i henhold til lov eller forskrift, administrative regler, markedsregler, kontrakter eller praksis på det aktuelle derivatmarked eller det underliggende marked.

Det er visse forskjeller mellom varederivatmarkedet og verdipapirmarkedet, som kan tilsi ulike tilnæringsmåter til regulering av innsidehandel. Det vises i den forbindelse til drøftelse i Ot.prp. nr. 53 (2000–2001) s. 23 flg. Det er bl.a. forskjeller knyttet til det tekniske anvendelsesområdet av innsidehandelforbudet, bl.a. på bakgrunn av at det i varederivatmarkedet ikke kan finnes en «utsteder» av den underliggende vare (typisk strøm). Etter departementets vurdering er det derfor nødvendig å regulere særskilt hva som anses som innsideinformasjon i hhv. verdipapirmarkedet og varederivatmarkedet. Departementet slutter seg på denne bakgrunn til forslaget om å lovfeste en egen definisjon av hva som menes med innsideinformasjon i tilknytning til varederivater, jf. lovforslaget § 2–2 tredje og fjerde ledd. Definisjonen gjennomfører rammedirektivet og tredje kommisjonsdirektiv.

Departementet finner grunn til å påpeke at ovennevnte definisjon av innsideinformasjon i tilknytning til varederivater etter omstendighetene vil kunne ha visse svakheter. Definisjonen synes bl.a. å innebære at fortrolig informasjon i det underliggende varemarked som kan påvirke kursen i det finansielle derivatmarked, ikke vil anses som innsideinformasjon med mindre aktørene vil forvente å motta slik informasjon i overensstemmelse med praksis mv. i det finansielle eller underliggende marked. Handel i det finansielle markedet på grunnlag av slik informasjon vil derfor ikke rammes av innsidehandelforbudet. Departementet vil imidlertid påpeke at slik handel etter omstendighetene vil kunne rammes av andre straffesanksjonerte bestemmelser herunder bl.a. vphl. § 2–5 (ny § 2–9) om god forretningsskikk.

Innsidereglene vil gjelde varederivat som nevnt i vphl. § 1–2 første ledd nr. 8 som er opptatt til notering eller søkt notert på regulert marked i minst en medlemsstat, jf. art. 9.

Kravet til opplysningenes karakter («opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent») skal forstås på tilsvarende måte som i innsi-

dehandelforbudet for andre finansielle instrumenter, jf. lovforslaget § 2–2 annet ledd.

Det er som nevnt gitt utfyllende regler mht. hva som anses som akseptert markedspraksis og hvilke opplysninger brukerne av slike markeder med rimelighet kan forvente å motta.

Kredittilsynet har foreslått at det i forskrift kan fastsette nærmere regler om hva som skal anses som alminnelig akseptert markedspraksis og hva som skal anses som innsideinformasjon i tilknytning til varederivater. Departementet slutter seg til denne fremgangsmåten. Forståelsen av direktivets definisjon av «akseptert markedspraksis» har størst betydning i forhold til utformingen av den kommende forskriften. Det vises til lovforslaget § 2–2 fjerde ledd.

#### *Unntak fra forbudet/misbruksreservasjonen*

Direktivets forbud mot innsidehandel kommer for det første ikke til anvendelse på transaksjoner som utføres til oppfyllelse av en forpliktelse til å erverve eller avhende finansielle instrumenter når forpliktelsen er oppstått som følge av en avtale som er inngått før vedkommende kom i besittelse av innsideinformasjon, jf. art. 2 nr. 3. Avtalen om å erverve eller avhende må være inngått før vedkommende kom i besittelse av innsideinformasjon. Etter gjeldende vphl. § 2–1 annet ledd siste punktum er innsidehandelforbudet ikke til hindre for normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp. Direktivforpliktelsen retter seg etter sin ordlyd mot «finansielle instrumenter». Departementet foreslår en endring i forhold til utkastet, jf. lovforslaget § 2–3 annet ledd. Departementet forslår også at utkastet til § 2–3 annet ledd deles i to separate ledd. For øvrig anser departementet i likhet med Kredittilsynet at det nevnte unntaket i direktivet samsvarer med vphl. § 2–1 annet ledd siste punktum. Det vises til lovforslaget § 2–3 annet ledd.

Videre inneholder direktivet en rekke eksemp-

ler på bruk av innsideinformasjon som ikke vil utgjøre misbruk av slik informasjon og dermed ikke rammes av forbudet. Det vises til omtale i høringsnotatet punkt 3.3.

Departementet slutter seg til Kredittilsynets vurdering av å videreføre misbruksreservasjonen. Det vises til omtale i Ot.prp. nr. 29 (1996–97) s. 31. Departementet foreslår en endring i ordlyden ved at innsidehandelforbudet vil gjelde ved misbruk av innsideinformasjon som nevnt i lovforslaget § 2–2 første ledd. Departementet foreslår også at misbruksreservasjonen angis i et eget ledd, jf. lovforslaget § 2–3 annet ledd.

For øvrig vises det til omtale av det generelle unntaket i direktivet art. 7 i kapittel 15 nedenfor.

#### *Skyldkrav og sanksjoner*

Direktivet forhindrer ikke medlemsstatene fra å benytte strafferettslige sanksjoner ved brudd på reglene om innsidehandel, jf. direktivet art. 14 nr. 1. Det er således ikke lagt føringer på hvilke skyldkrav som skal oppstilles. Direktivets forbudsbestemmelse inneholder i utgangspunktet ikke et krav om skyld, jf. art. 2 nr. 1. Etter norsk rett er det et vilkår om uaktsomhet eller forsett for å rammes av innsidehandelforbudet, jf. vphl. § 14–3 første ledd. På bakgrunn av at den ovennevnte adgangen til å straffesanksjonere regelbrudd, jf. art. 14 nr. 1, finner departementet i likhet med Kredittilsynet at gjeldende straffebud mot innsidehandel, herunder kravet mot skyld, kan videreføres.

Når det gjelder kravet til aktsomhet etter direktivets art. 4, slutter departementet seg til Kredittilsynets uttalelse om at uaktsomhetskravet vil være relativt i den forstand at vurderingen skjerpes for personer med særlig kjennskap eller tilknytning til det aktuelle utstederforetaket/finansielle instrumentet, jf. tilsvarende vurderingstema i vphl. § 14–3 første ledd.

For øvrig vises det til omtale i kapittel 17 nedenfor om tilsyn og sanksjoner.

## 5 Taushetsplikt og krav om tilbørlig informasjonsbehandling

### 5.1 Gjeldende rett

Det er gitt regler om taushetsplikt for sk. primærinnsidere i vphl. § 2–2. Det følger av vphl. § 2–2 første ledd første punktum at opplysninger som nevnt i vphl. § 2–1 første ledd (dvs. innsideinformasjon) ikke må gis til uvedkommende. Taushetspliktbestemmelsen retter seg mot den som på grunn av sin eierandel i utstederforetaket, eller på grunn av sitt arbeid, oppdrag eller tillitsverv får kjennskap til opplysninger som nevnt i vphl. § 2–1 første ledd.

I børsforskriften § 5–1 er det gitt regler om håndtering av informasjon før offentliggjøring. Etter bestemmelsens første ledd skal selskapet sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til opplysninger som omfattes av børsforskriften kapittel 5 og 6 eller vphl. § 2–1 første ledd, før slike opplysninger er offentliggjort i henhold til børsforskriften § 23–2.

Det er fastsatt et krav om tilbørlig informasjonsbehandling i vphl. § 2–2 første ledd annet punktum. Personer som er omfattet av taushetsplikten skal i sin behandling av innsideinformasjon utvise tilbørlig aktsomhet slik at opplysningene ikke kommer i uvedkommendes besittelse, jf. vphl. § 2–2 første ledd annet punktum. Bestemmelsen ble tatt inn i loven ved lovendring 15. juni 2001 nr. 43. Det ble i Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 6.4 lagt til grunn at bestemmelsen vil kunne «bevisstgjøre aktørene i deres håndtering av kurssensitiv informasjon og dermed redusere informasjonsflyten og misbruk av denne».

Når det gjelder hvem som anses som «uvedkommende», vises det til Ot.prp. nr. 72 (1990–91) s. 32 og Ot.prp. nr. 29 (1996–97) punkt 4.2.5 (s. 40–41).

Strafferammen for overtredelse av vphl. § 2–2 er bøter eller fengsel inntil 1 år, jf. vphl. § 14–3 annet ledd.

### 5.2 EØS-rett

I direktivet er det gitt regler om taushetsplikt i art. 3 bokstav a). Det er ikke gitt utfyllende bestemmelser i kommisjonsdirektivene. Taushetspliktregelen

må leses i lys av direktivets øvrige bestemmelser om håndtering av innsideinformasjon, bl.a. rådgivningsforbudet (art. 3 bokstav b)), kravet om innsidelister (art. 6 nr. 3 tredje ledd) og utstederforetaks plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon (art. 6 nr. 1 – 3). Sistnevnte forhold drøftes nærmere nedenfor i hhv. kapittel 8 og 9.

#### Taushetsplikten

Direktivets art. 3 bokstav a) forbyr enhver som er underlagt innsidehandelsforbudet i art. 2 fra:

«disclosing inside information to any other person unless such disclosure is made in the normal course of the exercise of his employment, profession or duties»

Den nærmere personkretsen som er underlagt taushetsplikten følger av direktivet art. 2 nr. 1 andre ledd:

«[A]ny person who possesses... [inside] information:

- a) by virtue of his membership of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer; or
- b) by virtue of his holding in the capital of the issuer; or
- c) by virtue of his having access to the information through the exercise of his employment, profession or duties; or
- d) by virtue of his criminal activities»

Etter direktivet art. 2 nr. 2 utvides kretsen til personer som på visse vilkår opptrer på en juridisk persons vegne:

«Where the person referred to in paragraph 1 is a legal person, the prohibition laid down in that paragraph shall also apply to the natural persons who take part in the decision to carry out the transaction for the account of the legal person concerned».

I utgangspunktet retter bestemmelsene om taushetsplikt i direktivet art. 2 nr. 1 og 2 seg mot personer som har fått kjennskap til innsideinformasjonen som følge av sin (direkte eller indirekte) tilknytning til det aktuelle foretaket, eller gjennom en kriminell aktivitet. Direktivbestemmelsen må etter departementets syn også forstås slik at andre enn



«foretakstilknyttede» personer omfattes dersom slike personer får kjennskap til innsideinformasjon som ledd i sitt ansettelsesforhold, yrke eller verv, jf. art. 2 nr. 1 annet ledd bokstav c. Et praktisk eksempel er offentlige myndigheter eller tjenestemenn som får kjennskap til forhold som omfattes av definisjonen av innsideinformasjon. Slik informasjon kan dreie seg om opplysninger om mulige regelverksendringer, budsjett- og skatteinformasjon, informasjon i forbindelse med forhandlinger med fremmede stater eller internasjonale organisasjoner osv.

Personkretsen utvides vesentlig gjennom art. 4, der det fremgår at en person som «knows, or ought to have known» at vedkommende besitter innsideinformasjon, også er omfattet av taushetsplikten. I direktivet art. 4 oppstilles ikke krav om at slike personer har ervervet informasjonen som ledd av sin yrkesvirksomhet mv. Bestemmelsen oppstiller imidlertid subjektive krav til overtredelsen ved at den er betinget av at de der omhandlede personene visste eller burde vite at de var i besittelse av innsideinformasjon. I direktivet art. 2, som omhandler kretsen som direkte eller indirekte har et tilkynningsforhold til utstederforetaket, oppstilles ikke tilsvarende subjektive krav.

Det er ikke et eksplisitt krav til tilbørlig håndtering av innsideinformasjon i direktivforpliktelsene, jf. vphl. § 2–2 første ledd annet punktum.

### 5.3 Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet omtaler regler om taushetsplikt og krav om tilbørlig informasjonshåndtering i høringsnotatet punkt 4.3 og 4.4.

Kredittilsynet viser bl.a. til at bestemmelsene om taushetsplikt i direktivet art. 3 a) har klare likhetstrekk til vphl. § 2–2 første ledd. Kredittilsynet finner imidlertid at personkretsen som taushetspliktsreglene skal gjelde for (jf. direktivet art. 2 annet ledd), er noe videre enn i vphl. § 2–2 første ledd, for eksempel ved at kriminelle omfattes. Når det gjelder personer som besitter den aktuelle viten ved «his holding in the capital» i utstederselskapet, jf. direktivet art. 2 nr. 1 andre ledd bokstav b), bemerker Kredittilsynet at «holding in the capital» er et videre begrep enn «eierandel», jf. vphl. § 2–2 første ledd. Kredittilsynet viser til den danske versjonen av direktivet som benytter «kapitalinteresse», noe som for eksempel må sies å omfatte obligasjonseiere.

Kredittilsynet forstår direktivet slik at det ikke setter eksplisitt krav om at den som mottar innsi-

deinformasjon er underlagt taushetsplikt. Kredittilsynet legger imidlertid til grunn at vilkåret «disclosure made... in the normal course» skal fortolkes strengt i den forstand at ingen «uvedkommende» gis innsideinformasjon. Bare personer med et saklig og velbegrunnet behov for innsideinformasjon, skal gis slike opplysninger.

Kredittilsynet viser til at taushetspliktregelen i direktivet etter sin ordlyd fokuserer på avsenders legitime grunner til å meddele andre innsideinformasjon, mens det etter norsk rett i større grad fokuseres mot mottaker av opplysningene, jf. vphl. § 2–2 første ledd.

Kredittilsynet antar at direktivets og norsk retts tilnærming til taushetsplikten ikke medfører noen stor realitetsforskjell. Det sentrale etter direktivet er at det foretas en avgrensning mot andre personer enn de med et saklig og velbegrunnet behov for opplysningene, noe som samsvarer med norsk rett, jf. Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 6. I den grad «vedkommende» som mottar innsideinformasjonene ikke er underlagt taushetsplikt, følger det etter direktivet en særskilt plikt til å offentliggjøre opplysningene, jf. art. 6 nr. 3. Etter Kredittilsynets oppfatning virker bestemmelsen ikke særlig praktisk, jf. høringsnotatets kapittel 8.

Kredittilsynet mener taushetsplikten fortsatt bør suppleres av et krav om tilbørlig informasjonshåndtering, men finner grunn til å presisere vilkåret. Kredittilsynet uttaler bl.a.:

«Kravet om tilbørlig informasjonshåndtering vil for det første innebære at det skal utvises tilbørlig aktsomhet slik at innsideinformasjon ikke kommer i uvedkommendes besittelse. Et slikt krav fremkommer av dagens vphl § 2–2 første ledd andre punktum. Bestemmelsen bør imidlertid bygges ut i to henseende. For det første bør det presiseres at den som har innsideinformasjon, i nødvendig grad skal ha effektive rutiner for å hindre urettmessig spredning og misbruk av opplysningene. Dette vil typisk være relevant for utstederforetak og personer som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter. Også i dag vil det etter omstendighetene kunne oppstilles et krav om slike effektive rutiner, jf. forarbeidene til gjeldende § 2–2 (Ot. Prp. nr. 80 (2000–2001) avsnitt 6.

For utstederforetakenes del følger et lignende krav av første kommisjonsdirektiv art. 3 nr. 2 litra a). For verdipapirforetak kan en utlede en tilsvarende plikt av vphl §§ 9–1 og 9–2. Andre som typisk vil måtte ha effektive rutiner på plass er utsteders mediarådgiiver og advokatforbindelse. Det må vurderes konkret hva som er slike effektive rutiner. Kravene vil variere, både

med hensyn til type foretak og bransje. Vilkåret bør gjelde for enhver, men som nevnt bare i nødvendig grad. Også dette foranlediger en konkret vurdering. Etter omstendighetene vil veiledning kunne søkes i vilkårene til effektive informasjonssperrer. Ettersom kravet til effektive rutiner i dette henseende ikke har som hovedformål å unngå interessekonflikter, er det likevel klart at denne veiledningen er begrenset.

Kravet om tilbørlig informasjonshåndtering bør for det andre bygges ut med et krav om tilbørlig aktsomhet for å unngå at informasjonen «misbrukes». Dette innebærer en presisering av at det må utvises forsiktighet ved behandling av innsideinformasjon, også når slike opplysninger gis til «vedkommende». I praksis har også dette, avhengig av omstendighetene, vært et krav etter dagens § 2–2 første ledd. Vilkåret medfører at «vedkommende» som mottar innsideinformasjonen, undertiden må gjøres kjent med at det er snakk om slike opplysninger og konsekvensene av misbruk. En tilsvarende regel følger av tredje kommisjonsdirektiv art. 5 nr. 5 som er omtalt i høringsbrevets punkt 5. Et eksempel på en situasjon der innsideinformasjon gis til personer med et saklig og velbegrunnet behov for opplysningene, er plasseringer av en større aksjepost gjennom såkalte bookbuilding prosesser. Her vil potensielle investorer som hovedregel være «vedkommende», men det er klare grenser for hvor spesifikk informasjon som kan gis investorene før disse aksepterer å bli gjort til innsidere (det vil si underlegges et generelt handelsforbud). I utgangspunktet bør ikke investorer under slike prosesser gis et informasjonsfortrinn i forhold til markedet for øvrig som gjør investorene i stand til å handle i forkant av plasseringen. Et slikt fortrinn vil lett kunne sies å foreligge hvis investor gis opplysninger som gjør han i stand til å identifisere den aktuelle aksjen eller transaksjonen. Under slike prosesser vil andre regler i vphl også være relevante, for eksempel § 9–2.»

Kredittilsynet foreslår å gjennomføre direktivets taushetspliktsbestemmelse i en ny bestemmelse om taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering, jf. lovforslaget vphl. § 2–4. Kredittilsynet anser bestemmelsen som en videreføring av gjeldende vphl. § 2–2 første ledd, med det unntak at personkretsen utvides, samt at det foretas visse presiseringer i kravet om tilbørlig informasjonshåndtering. Kredittilsynet foreslår at taushetsplikten omfatter enhver (jf. direktivet art. 4), og uttaler (høringsnotatet punkt 4.4):

«Dette medfører en utvidelse i forhold til gjeldende rett der en nærmere angitt personkrets er pliktsubjekter, jf. vphl § 2–2 første ledd. Etter

forslaget vil også personer som tilfeldig kommer over innsideinformasjon, være underlagt en taushetsplikt. En forutsetning for å kunne straffes for brudd på taushetsplikten vil være at personene forsto eller burde forstått at det dreier seg om innsideinformasjon. I og med at det ikke lenger skal oppstilles noe vilkår om at opplysningene ble ervervet som ledd av yrke, eierandel mv, bør «på grunn av... får kjennskap til» endres til «har» på lik linje med handelsforbudet i forslaget § 2–3.

Kredittilsynet foreslår at taushetsbelagt informasjon, i likhet med i dag, skal kunne gis til personer med et saklig og velbegrunnet behov for opplysningene. Dette medfører at innsideinformasjon kan gis til ansatte, kontraktspartener, rådgivere med videre i nødvendig grad. Utstederne og visse andre, vil måtte føre en liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjonen, jf. høringsnotatets kapittel 5. En utsteder skal dessuten, som hovedregel, offentliggjøre innsideinformasjon som vedrører foretaket fortløpende, jf. høringsnotatets kapittel 8.

Det foreslås at personer som kommer i besittelse av innsideinformasjon skal utvise tilbørlig aktsomhet for å hindre at opplysningene kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes, herunder i nødvendig grad ha effektive rutiner som sørger for at lekkasjer/misbruk ikke finner sted. Dette er delvis en videreføring av dagens rettsstilstand og delvis en presisering. Kravet om tilbørlig aktsomhet slik at innsideinformasjon ikke misbrukes, må forstås slik at personen som besitter opplysningene må ha et bevisst og kritisk forhold til hvem som gis tilgang til informasjonen, og hvordan dette gjøres. Kravet innebærer selvsagt ikke noe ansvar for avgiveren hvis informasjonen misbrukes av mottaker, forutsatt at nødvendig aktsomhet ble utvist for å unngå slikt misbruk. Kravet om og til effektive rutiner for å hindre at opplysningene tilflytter uvedkommende eller misbrukes, må som nevnt vurderes konkret.»

Kredittilsynet foreslår at skyldkravet og sanksjoner for overtredelsen, fremkommer av vphl. kapittel 14. Dette er i samsvar med gjeldende rett. Det vises for øvrig til Kredittilsynets vurderinger i høringsnotatet punkt 4.3.

## 5.4 Høringsinstansenes merknader

*Norske Finansanalytikerens Forening* slutter seg til forslaget om at den som har innsideinformasjon er underlagt taushetsplikt og en nærmere angivelse av kravet til tilbørlig behandling av innsideinformasjon.

ØKOKRIM støtter forslaget i høringsnotatet om utvidelse av personkretsen som er subjekter for krav om taushetsplikt og informasjonshåndtering og om videreføring av gjeldende § 2–2 første ledd. ØKOKRIM finner Kredittilsynets forslag til endret bestemmelse om aktsomhetsplikten problematisk. ØKOKRIM uttaler:

«Det vises særlig til at formuleringene «nødvendig grad» og «effektive rutiner», jf våre bemerkninger ovenfor angående kumulative skjønnsmessige og strafferettslig ukjente vilkår. For så vidt gjelder plikten til å ha effektive rutiner, antar vi at plikt- og ansvarssubjekt i praksis vil være foretak eller ledelse i foretak. Dette i motsetning til den generelle plikten til å utvise tilbørlig aktsomhet, som gjelder for enhver. Dermed kan den foreslåtte ordlyden «plikter . . . å utvise tilbørlig aktsomhet, herunder i nødvendig grad ha effektive rutiner» muligens misforstås dithen at den ikke gjelder for enhver. Etter vårt syn bør ikke de foreslåtte presiseringene inntas i lovteksten, men derimot i forarbeidene. «Tilbørlig aktsomhet»-standarden fungerer derimot etter vårt syn tilfredsstillende i dag.

Vi er enige i at straffansvaret for overtredelse av bestemmelsene her bør videreføres. Som nevnt ovenfor hva gjelder forbudet mot innsidhandel, vil skjerping av aktsomhetskravet for personer med særlig kjennskap eller tilknytning til selskapet/instrumentene etter omstendighetene følge av at det strafferettslige uaktsomhetsansvaret tar utgangspunkt i en konkret vurdering, og trenger derfor ikke nevnes eksplisitt.»

## 5.5 Departementets vurdering

### *Taushetsplikten*

Etter bestemmelsen om taushetsplikt i direktivet art. 3 skal medlemsstatene forby personer som er omfattet av innsidhandelforbudet i art. 2 å gi innsideinformasjon til andre, med mindre det skjer i sammenheng med de oppgaver som normalt faller inn under vedkommendes arbeid, yrke eller verv.

Departementet finner i likhet med Kredittilsynet at reglene om taushetsplikt etter hhv. direktivet og etter gjeldende norsk rett i det vesentligste er i samsvar med hverandre. Personkretsen som taushetspliktreglene skal gjelde for er imidlertid noe videre etter direktivforpliktelsene enn etter gjeldende norsk rett. Det vises til direktivet art. 2 og art. 4, hvoretter også personer som er i besittelse av innsideinformasjon, og som vet eller burde ha visst at det gjelder innsideinformasjon, vil omfattes. I til-

legg vil også kriminelle omfattes, jf. omtale av personkretsen under punkt 4.5 ovenfor om innsidhandelforbudet.

Departementet foreslår i likhet med Kredittilsynet at taushetspliktregelen skal gjelde enhver som har innsideinformasjon. Dette innebærer en utvidelse i forhold til gjeldende rett. En viss utvidelse er uansett nødvendig som følge av at personkretsen etter direktivet er videre enn etter gjeldende rett. Uansett anser departementet at en utvidelse til «enhver» medfører en naturlig tilpasning av taushetspliktregelen til handelsforbudet (som også gjelder enhver). Forslaget medfører at personer som tilfeldig kommer over innsideinformasjon vil være underlagt en taushetsplikt. En forutsetning for å kunne straffes for brudd på taushetsplikten vil imidlertid være at personen forstod eller burde forstått at det dreier seg om innsideinformasjon. Taushetsplikten vil bare gjelde overfor uvedkommende, jf. tilsvarende etter gjeldende rett. Taushetsplikten skal ikke hindre informasjonsutveksling til personer med et begrunnet behov for opplysningene. Det vises til Ot.prp. nr. 29 (1996–96) punkt 4.2.5 (s. 40 første spalte). Departementet bemerker at spørsmålet om adgang til å gi innsideinformasjon til andre personer ikke bare er av betydning for utstederforetak og foretakstilknyttede personer. I visse situasjoner kan det for eksempel være behov for offentlige myndigheter mv. å foreta konsultasjoner med bransjeorganisasjoner og andre kompetansmiljøer før det formes et endelig standpunkt i viktige spørsmål. Denne problemstillingen er blant annet reist av Utenriksdepartementet ved brev datert 18. oktober 2004 til Finansdepartementet. Som utgangspunkt vil slike konsultasjoner foretas i full offentlighet, men det kan også tenkes situasjoner hvor informasjonen ikke kan offentliggjøres (altså at det kan bli snakk om utveksling av innsideinformasjon). Et eksempel er der staten forhandler med fremmede stater eller internasjonale organisasjoner om markedsadgang, tollspørsmål osv. og hvor informasjon ikke kan offentliggjøres av hensyn til forhandlingene og forholdet til forhandlingsmotparten. Dersom det foreligger et begrunnet behov kan offentlige myndigheter gi ut innsideinformasjon i slike tilfeller, det vil si at mottaker av opplysningene etter en konkret vurdering anses som vedkommende. Spørsmålet om mottaker av innsideinformasjonen er uvedkommende eller ikke må vurderes individuelt for hver enkelt som mottar informasjonen. Mottakeren blir selv underlagt handleforbud, taushetsplikt (og aktsomhetsplikt) og rådgivningsforbud.

Når det gjelder hva som anses som innsideinformasjon, vises det til omtale i punkt 4.5 og lovforslaget § 2–2.

Departementet slutter seg på denne bakgrunn til Kredittilsynets forslag. Det vises til lovforslaget § 2–4 første ledd.

#### *Aktsomhetsplikten*

Kredittilsynet foreslår å videreføre gjeldende krav om tilbørlig informasjonshåndtering med enkelte presiseringer. For det første foreslås å lovfeste et krav om at den som har innsideinformasjon i nødvendig grad skal ha effektive rutiner for å hindre urettmessig spredning og misbruk av opplysningene. For det andre foreslås å lovfeste krav om tilbørlig aktsomhet for å unngå at innsideinformasjon misbrukes. Forslagene bygger bl.a. på Kredittilsynets erfaringer om at innsideinformasjon ikke blir behandlet på tilbørlig aktsom måte, jf. høringsnotatet punkt 4.3.

Etter gjeldende rett kreves at det utvises tilbørlig aktsomhet ved behandling av innsideinformasjon slik at opplysninger ikke kommer i uvedkommendes besittelse. Hensikten med bestemmelsen var å bidra til å «bevisstgjøre aktørene i deres håndtering av kurssensitiv informasjon og dermed redusere informasjonsflyten og misbruk av denne», jf. Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 6.4. I plikten til å utvise tilbørlig aktsomhet, ligger en aktivitetsplikt,

jf. omtale i Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 6.4. Etter departementets oppfatning gjør disse hensyene seg tilsvarende gjeldende i dag, og departementet slutter seg på denne bakgrunn til at tilbørlighetskravet bør videreføres.

Etter departementets syn innebærer gjeldende tilbørlighetskrav at utstederforetak, advokatfirmaer mv., verdipapirforetak og slike foretaks ledelse må etablere effektive rutiner for å hindre urettmessig spredning og misbruk av innsideinformasjon i foretakene. Det beror således på en hensiktsmessighetsvurdering om en slik plikt bør presiseres i lovteksten. Etter en helhetsvurdering slutter departementet seg til Kredittilsynets forslag om å lovfeste en plikt for usteder av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon, til å ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon.

Kredittilsynet foreslår videre å lovfeste krav om tilbørlig aktsomhet for å unngå at innsideinformasjon «misbrukes», bl.a. som en presisering av at det må utvises forsiktighet ved behandling av innsideinformasjon, også når slike opplysninger gis til «vedkommende». Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag og begrunnelse.

Det vises til lovforslaget § 2–4 annet ledd.

## 6 Innsidelister

### 6.1 Gjeldende rett

Krav om listeføring av personer utenfor foretaket med tilgang til innsideinformasjon er regulert i vphl. § 2–2 tredje ledd. Etter bestemmelsen skal foretak med børsnoterte finansielle instrumenter eller med finansielle instrumenter notert på autorisert markeds plass, føre lister over personer som mottar opplysningene som nevnt i § 2–1 første ledd og som ikke er ansatt eller tillitsmann i foretaket. Dersom de aktuelle opplysningene skal oversendes børs eller autorisert markeds plass etter børsloven § 5–7 eller § 6–8, jf. § 5–7, skal listen vedlegges oversendelsen, samt oversendes til Kredittilsynet. Foretaket plikter å oppbevare listene i minst 10 år. Bestemmelsen er omtalt i NOU 1996:2 (s. 66–67) og Ot.prp. nr. 29 (1996–97) punkt 4.2.6.

Det følger av børsforskriften § 5–1 andre ledd andre punktum at selskapet skal innhente erklæring fra mottager av opplysningene om at denne forplikter seg til å holde disse hemmelig og til ikke å foreta tegning, salg, kjøp eller bytte av aksjer i selskapet eller rettigheter til slike før opplysningene er offentliggjort etter § 23–2 eller for øvrig har tapt sin aktualitet.

### 6.2 EØS-rett

Krav til føring av liste over nærmere angitte personer med tilgang til innsideinformasjon er fastsatt i direktivet art. 6 nr. 3 tredje ledd. Det er gitt utfyllende bestemmelser i tredje kommisjonsdirektiv art. 5. I følge fortalen til tredje kommisjonsdirektiv punkt 6 vil krav om føring av innsidelister over personer med tilgang til innsideinformasjon være et nyttig tiltak for å beskytte markedets integritet. Videre kan listene være et nyttig redskap for kompetente myndigheter som skal overvåke anvendelsen av lovgivningen mot markedsmissbruk. Direktivets art. 6 nr. 3 tredje ledd lyder:

«Member States shall require that issuers, or persons acting on their behalf or for their account, draw up a list of those persons working for them, under a contract of employment or otherwise, who have access to inside information.

Issuers and persons acting on their behalf or for their account shall regularly update this list and transmit it to the competent authority whenever the latter requests it.»

Etter bestemmelsen skal utstedere (av finansielle instrumenter som omfattes av direktivet, jf. art. 9) eller personer som opptrer på deres vegne eller for deres regning, nedtegne deres ansatte, oppdragstagerne og kontraktsmedhjelpere med tilgang til innsideinformasjon.

Direktivet oppstiller etter sin ordlyd ikke noe krav om tilknytning mellom innsideinformasjonen og pliktsubjektene (eller personene på listen). Etter art. 6 nr. 3 tredje ledd vil vurderingstemaet være om de aktuelle personene har tilgang til innsideinformasjon som sådan. Innsidelisten skal oppdateres «regularly» og oversendes kompetent myndighet på anmodning. Et foretaks innsideliste må holdes atskilt fra selskapets oversikt over meldepliktige, jf. nærmere om meldeplikt i kapittel 16.

Det er gitt nærmere krav til innsidelisten i tredje kommisjonsdirektiv art. 5. Etter art. 5 nr. 1 skal listen inkludere «all persons» med adgang til innsideinformasjon, «whether on a regular or occasional basis». I tredje kommisjonsdirektiv art. 5 nr. 2 og nr. 3 er det gitt regler om minimumsinnhold og oppdateringer:

«2. Lists of insiders shall state at least:

- (a) the identity of any person having access to inside information;
- (b) the reason why any such person is on the list;
- (c) the date at which the list of insiders was created and updated.

3. Lists of insiders shall be promptly updated

- (a) whenever there is a change in the reason why any person is already on the list;
- (b) whenever any new person has to be added to the list;
- (c) by mentioning whether and when any person already on the list has no longer access to inside information.»

I følge art. 5 nr. 2 skal listen oppdateres når identiteten eller funksjonen til en person på listen endres, årsaken til at vedkommende er på listen endres, samt når en ny person skal føres på listen.

Etter art. 5 nr. 3 skal listen som minimum inne-

holde opplysninger om identiteten til personene på listen, årsaken til at personene er på listen, samt dato for nedtegnelse og endring av listen. Det kreves ikke opplyst hvilken innsideinformasjon som gjør at vedkommende kom på listen.

Listen skal oppbevares i minst 5 år etter utarbeidelsen eller oppdateringen, jf. tredje kommisjonsdirektiv art. 5 nr. 4. Etter art. 5 nr. 5 plikter personer som må føre innsideliste, å påse at (andre) personer med tilgang til innsideinformasjon aksepterer de medfølgende rettslige og tilsynsmessige forpliktelser, og er klar over hvilke sanksjoner de kan bli pålagt ved misbruk eller utilbørlig sirkulasjon av slik informasjon:

«Member States shall ensure that the persons required to draw up lists of insiders take the necessary measures to ensure that any person on such a list that has access to inside information acknowledges the legal and regulatory duties entailed and is aware of the sanctions attaching to the misuse or improper circulation of such information.»

Bestemmelsen må ses i sammenheng med kravet om tilbørlig håndtering av innsideinformasjon, jf. omtale i kapittel 5 ovenfor.

### 6.3 Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet omtaler krav om føring av innsidelister i høringsnotatet punkt 5.3 og 5.4. Kredittilsynet legger til grunn at tredje kommisjonsdirektiv art. 5 oppstiller minstevilkår, slik at det nærmere innholdet av innsidelisten, samt spørsmålet om når listen skal oppdateres, kan reguleres særskilt i nasjonal rett.

Kredittilsynet foreslår å gjennomføre direktivets krav om innsidelister i ny vphl. § 2–5 om liste over personer med tilgang til innsideinformasjon. Etter Kredittilsynets oppfatning virker det mest hensiktsmessig å innarbeide de utfyllende bestemmelsene i denne bestemmelsen, jf. tredje kommisjonsdirektiv art. 5. Kravene til listen over personer med tilgang til innsideinformasjon vil etter forslaget samles i verdipapirfondloven.

Kredittilsynet foreslår at plikten til å føre liste over personer med tilgang på innsideinformasjon pålegges utstedere av finansielle instrumenter. Dette vil også gjelde dersom en person opptrer på foretakets vegne eller for foretakets regning. Kredittilsynet legger imidlertid ikke opp til at foretaket selv må stå for selve listeføringen i alle situasjoner. Ansvar for å påse at en rettidig listeføring finner sted, forblir imidlertid hos foretaket også når andre opptrer på dets vegne eller for dets regning.

Forslaget innebærer at utstedere skal sørge for at det føres en rettidig liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon. Dette medfører at listen må inneholde navn mv. til de personene som i profesjonell sammenheng gis tilgang til innsideinformasjon, herunder ansatte, tillitsvalgte mv. Kredittilsynet foreslår at bestemmelsen presiserer at medhjelpere, oppdragstakere mv. for juridiske personer som gis tilgang til innsideinformasjonen, også skal fremkomme av listen.

Kredittilsynet foreslår at listen skal oppdateres «fortløpende» istedenfor «promptly» ved endringer, jf. tredje kommisjonsdirektiv art. 5 nr. 3. Forslaget innebærer et krav om en ajourført liste over personer med tilgang til innsideinformasjon. Kredittilsynet antar at forskjellen fra direktivet på dette punktet er liten når rammedirektivet art. 6 nr. 3 tredje ledd sammenholdes med tredje kommisjonsdirektiv art. 5 nr. 2.

Når det gjelder listens innhold, uttaler Kredittilsynet bl.a. (høringsnotatet punkt 5.4):

«Når det gjelder det nærmere innholdet av listen, viser Kredittilsynet til omtalen av tredje kommisjonsdirektiv art. 5 nr. 2 og nr. 3 over. Bestemmelsen foreslås langt på vei implementert som den er. Enkelte presiseringer fremstår imidlertid som naturlige. Dato og klokkeslett personene fikk tilgang til innsideinformasjonen bør fremkomme. Det er i etterforskningsøyemed et vesentlig poeng at det så nøyaktig som mulig bringes på det rene når personene fikk tilgang til innsideinformasjonen. Samtidig er det klart at det for især store børsnoterte foretak vil kunne være vanskelig å ha oversikt over nøyaktig når ansatte mv. gis tilgang til innsideinformasjon. Kredittilsynet finner det ikke naturlig å innta noen kvalifikasjon i lovteksten i denne sammenheng. Det klare utgangspunkt blir derved at også klokkeslett skal angis. Når det gjelder oppbevaringsplikten for listen, foreslår Kredittilsynet 5 år i samsvar med art 5.

Kredittilsynet foreslår at tredje kommisjonsdirektiv art. 5 nr. 5 bygges ut noe og implementeres som nytt tredje ledd i § 2–5. All den tid art. 5 nr. 5 har klare likhetstrekk med børsf § 5–1 andre ledd andre punktum, antar Kredittilsynet at denne bør endres på et senere tidspunkt, jf. høringsnotatets kapittel 8. Bestemmelsen bør presisere at personer som gis tilgang til innsideinformasjon, skal være kjent med sine plikter og sitt ansvar (for eksempel taushetsplikten), herunder straffeansvaret ved misbruk. Vilkåret innebærer for så vidt ingen plikt for utstederforetaket om å ta aktive skritt for å gjøre personene kjent med sine plikter og sitt ansvar. Forutsetningen er imidlertid at de aktuelle personene rent faktisk er inneforstått med hva slags opp-

lysninger de gis tilgang til, samt pliktene og ansvaret dette medfører. For profesjonelle kan det etter omstendighetene legges til grunn at de er kjent med sine plikter og sitt ansvar. I den grad en person som gis tilgang til innsideinformasjon ikke er kjent med sine plikter og sitt ansvar, må utstederforetaket gjøre vedkommende kjent med dette. For å effektivisere håndhevelsen foreslås det at utstederforetakene skal kunne dokumentere overfor Kredittilsynet at personer med tilgang til innsideinformasjonen, har blitt gjort kjent med sine plikter. For utstederforetakenes del synes dette mest praktisk gjort ved bruk av erklæringer eller standard oppdragsvilkår.»

Kredittilsynet foreslår at brudd på plikten til å føre liste over personer med tilgang på innsideinformasjon sanksjoneres etter nærmere vilkår oppstilt i vphl. § 14–3. Det vises til høringsnotatets punkt 16.7.3.

Det vises for øvrig til Kredittilsynets vurderinger i høringsnotatet punkt 5.3.

## 6.4 Høringsinstansenes merknader

*Norges Fondsmeglerforbund* antar at utvidelsen av personkretsen (som må føres i slike lister) isolert må anses som et gode, fordi det kan bidra til å skjerpe informasjonshåndtering i utstederselskaper. Forbundet antar at det også vil medføre en del praktiske utfordringer for utstederselskapene, og bemerker at den avvikende definisjon av innsideinformasjon (som foreslått av Kredittilsynet) får betydning. Når det gjelder pliktsubjektet, uttaler *Fondsmeglerforbundet*:

«I tillegg bemerkes at plikten til å føre lister kun legges på utstederselskapene. Denne plikten vil også omfatte detaljinformasjon som må innhentes fra medhjelpere. Dette synes lite hensiktsmessig, med mindre plikten på en eller annen måte kan oppfylles av den aktuelle «hjelper». I tillegg bemerkes at forslaget antagelig er i direkte strid med direktivet som, i art 6 nr 3 tredje ledd klart slår fast at plikten til å føre lister påhviler utstederforetak eller personer som opptrer på utsteders vegne. Det er også andre plikter som referer seg til «listeføreren» f.eks plikten til å informere mottager om at det dreier seg om innsideinformasjon og konsekvenser av dette, jfr MAD art 6 nr 3, jfr utkastet til tredje direktiv art 5 nr 5, som gjør en slik avgrensning problematisk.»

*FNH/Sparebankforeningen* viser til at EU-direktivene utvider og skjerper utstederforetakenes plikt til å føre lister over personer som får tilgang til inn-

sideinformasjon i betydelig omfang. De uttaler videre:

«I motsetning til hva som er tilfellet etter dagens vphl. § 2–2, tredje ledd, vil lister for fremtiden måtte føres også for ansatte og tillitsmenn i utstederforetaket som får tilgang til innsideinformasjon. Dette vil seg selv medføre store praktiske utfordringer for utstederselskapene. I tillegg vil det innebære en utilsiktet skjerping i negativ retning for norske utstedere, ettersom terskelen for inntreden av listeføringsplikten ligger lavere etter norsk rett enn hva som strengt tatt er påkrevd i forhold til EU-direktivet, jf pkt. b) over. Avdekning internt i et utstederforetak for eksempel av behov for økte tapsavsetninger, eller muligheter for tilbakeføringer, som vil påvirke utstederselskapets resultat vil kunne «være egnet til å påvirke kursen» om enn i liten grad i det konkrete tilfellet. Slik lovutkastet er foreslått formulert, vil listeføringsplikten for utsteder utløses i et slikt tilfelle. Listeføringsplikten vil med dette bli klart skjerpet og vanskelig håndterbar i praksis for utstederne.»

*FNH/Sparebankforeningen* mener krav om angivelse klokkeslett og angivelse av personenes funksjonsoppgaver bør utgå. De uttaler:

«Kredittilsynet foreslår i utkastet til ny vphl. § 2–5, annet ledd en ytterligere skjerping av reglene sammenholdt med EU-direktivene, ved å innføre krav om at listene både skal angi dato for når de aktuelle personene fikk tilgang til innsideinformasjonen, samt klokkeslettet da personene fikk slik tilgang til innsideinformasjon. En slik skjerping i forhold til de krav som antas å ville følge av Tredje Kommisjonsdirektiv art. 5, vil medføre store utfordringer for større foretak. Det samme kan anføres i forhold til forslaget om at utsteder skal angi hver enkelt persons funksjon/oppgaver, som ikke er et krav i henhold til Tredje Kommisjonsdirektiv. Vi kan ikke se at Kredittilsynets begrunnelse knyttet til behovet for presis angivelse av tidspunkt i etterforskningsøyemed i tilstrekkelig grad rettferdiggjør en slik forskjellsbehandling i disfavør av norske foretak. Krav om angivelse av klokkeslett og angivelse av personenes funksjonsoppgaver bør derfor utgå av forslaget til vphl. § 2–5.»

Også *Wiersholm, Mellbye & Bech, advokatfirma DA* mener klokkeslett bør tas ut av listen over informasjon som skal oppgis.

*Oslo Børs* støtter Kredittilsynets forslag som presiserer at innsidelister skal holdes løpende oppdatert. Børsen foreslår en ny annen setning fjerde og femte ledd som kan lyde: «Ved endringer skal ajourført liste sendes vedkommende børs eller au-

torisert markedsplass senest en uke etter at endringen fant sted».

ØKOKRIM støtter forslaget om å utvide kravet om listeføring av eksterne med tilgang til innsideinformasjon til å omfatte ansatte mv. ØKOKRIM uttaler videre:

«Det skal likevel bemerkes at enkelte vilkår i bestemmelsen – listen skal være «ajourført», den skal oppdateres «fortløpende» og oppbevares «på betryggende vis» – er skjønnsmessige kriterier som kan være strafferettslig problematiske. Deres nærmere innhold bør derfor presiseres i forarbeidene slik at tilfredsstillende forutsigbarhet oppnås.»

Når det gjelder straffesanksjoneringen mv. uttaler ØKOKRIM:

«Manglende listeføring foreslås straffesanksjonert ved grov eller gjentatt overtredelse. Etter gjeldende § 2-2 tredje ledd strafferammes overtredelse som ikke er grov eller gjentatt. ØKOKRIM har ikke innvendinger mot denne endringen, og antar at den i praksis betyr lite. Vi viser til at plikt- og ansvarssubjektet for alle praktiske formål vil være foretak, og foretaksstraff er i praksis lite aktuelt ved enhver mindre overtredelse av en slik type pliktregel, jf bl a straffeloven § 48b bokstav b. Derimot er det ønskelig at en slik endring som foreslås gis en begrunnelse i lovforarbeidene. En slik begrunnelse vil kunne gi veiledning ved vurderingen av hva som f eks ligger i kriteriet grovt.»

Datatilsynet omtaler forholdet til personopplysningsloven. Det uttaler:

«Å føre lister over personer med tilgang til innsideinformasjon i henhold til forslagets § 2-5, er behandling av personopplysninger, som omfattes av virkeområdet til personopplysningsloven (pol). All behandling av personopplysninger må oppfylle et av vilkårene i pol § 8. Et av alternativene i nevnte bestemmelse er hjemmel i lov.

Datatilsynet finner utformingen av § 2-5 andre ledd noe problematisk i forhold til pol § 8, fordi det nærmere innholdet av listen er uformet som et minstekrav. Det er klart at man med hjemmel i § 2-5 har lov til å registrere de personopplysningene som er opplistet i bestemmelsen, jf pol § 8. Problemet er imidlertid at § 2-5 gir inntrykk av at man kan registrere flere personopplysninger, dersom dette anses som relevant. Dette kan skape tolkningsproblemer sett hen til pol § 8.

Datatilsynet gjør oppmerksom på at personopplysningene kun kan oppbevares så lenge det er formålstjenlig i henhold til personopplysningslovens § 28, etter at den lovbestemte plikten på minst 5 år er oppfylt. Informasjonsplikte-

ne i pol §§ 19 og 20 vil ytterligere virke supplerende.»

## 6.5 Departementets vurdering

Gjennom EØS-forpliktelsene utvides og skjerpes utstederforetakenes plikt til å føre lister over personer som får tilgang til innsideinformasjon, i forhold til gjeldende norsk rett. I tredje kommisjonsdirektiv art. 5 oppstilles visse minstekrav til innsidelists innhold og krav til oppdatering. Kredittilsynets høringsnotat var basert på et utkast til tredje kommisjonsdirektiv. Direktivet ble endelig vedtatt 29. april 2004 (direktiv 2004/72/EF), og det ble kun foretatt mindre språklige endringer i forhold til utkastet som høringsnotatet var basert på.

Departementet slutter seg til forslaget om å fastsette krav om føring av innsidelister og regulering knyttet til dette i en egen lovbestemmelse, jf. lovforslaget § 2-5.

Etter direktivet skal utstedere eller personer som opptrer på deres vegne eller for deres regning, føre innsidelistene. Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag og vurdering om at ansvaret for å føre innsidelister pålegges utstedere av finansielle instrumenter (utstederforetakene). Departementet kan ikke se at direktivet (art. 6 nr. 3) er til hinder for en slik løsning. Utstederforetakene pålegges gjennom dette et ansvar for å påse at korrekt og rettidig listeføring finner sted også i de tilfeller andre opptrer for foretakets vegne eller for foretakets regning. Dette innebærer imidlertid ikke at foretaket selv må utføre listeføringen i slike situasjoner.

Etter direktivet skal det føres liste over visse personer med tilgang til innsideinformasjon, herunder personer ansatt i utstederforetaket. Direktivets bestemmelser går her lengre enn gjeldende rett, hvoretter kravet om listeføringen avgrenses bl.a. mot ansatte eller tillitsmenn i utstederforetaket, jf. vphl. § 2-5. Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om at plikten til å føre liste utløses når andre personer gis tilgang til innsideinformasjon.

Det må vurderes konkret hva som anses for å utgjøre «tilgang til» innsideinformasjon og når slik informasjon anses for å «foreligge». Departementet legger til grunn at utstederforetakene etablerer rutiner for å påse at det på regelmessig basis vurderes hvilke personer i og utenfor foretaket som kvalifiserer til å stå på listen. Tilsvarende vil gjelde profesjonelle rådgivere og tilretteleggere mv. som opptrer på vegne av foretaket eller for dets regning.

Når det gjelder hvilke personer listen skal om-



fatte, slutter departementet seg til forslaget om at enhver person som gis tilgang til innsideinformasjon, skal fremkomme av listen. Det vil typisk omfatte ansatte, tillitsvalgte, oppdragstakere, medhjelpere og rådgivere. Dersom en juridisk person skal listeføres, skal listen også omfatte fysiske personer i mottakerforetaket som gis tilgang på opplysningene. Bestemmelsen foreslås gjennomført i lovforslaget § 2–5 første ledd.

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om å presisere at innsidelister skal oppdateres fortløpende, jf. lovforslaget § 2–5 annet ledd første punktum.

Kredittilsynet foreslår at listen i det minste skal inneholde identiteten til personene med tilgang til innsideinformasjonen, dato og klokkeslett personene fikk tilgang til slik informasjon, funksjonen/oppgaven til personene, årsaken til at personene er på listen og dato for nedtegning og endring av listen.

Flere høringsinstanser anfører at det foreslåtte krav om angivelse klokkeslett bør utgå. Det er bl.a. vist til at dette ikke er et krav etter direktivet og at et slikt krav vil være vanskelig å etterleve for utstederforetakene. Kredittilsynet begrunner kravet om å føre klokkeslett bl.a. med at det i etterforskningsøyemed er et vesentlig poeng at det så nøyaktig som mulig bringes på det rene når personene fikk tilgang til innsideinformasjonen. Samtidig viser Kredittilsynet til at det vil kunne være vanskelig for store børsnoterte foretak å ha oversikt over nøyaktig når ansatte mv. gis tilgang til innsideinformasjon. Departementet viser til at nasjonale myndigheter har adgang til å fastsette ytterligere krav til hvilke opplysninger innsidelistene skal inneholde, jf. at tredje kommisjonsdirektiv art. 5 nr. 2 angir minstekrav. Departementet mener i likhet med Kredittilsynet at tidspunktet for når vedkommende mottok innsideinformasjon vil kunne være et viktig moment for å bevise en overtredelse. Departementet finner at det er behov for å effektivisere myndighetenes tilsyn og kontroll på dette punktet. Departementet slutter seg på denne bakgrunn til Kredittilsynets forslag til krav om angivelse av klokkeslett.

FNH/Sparebankforeningen har anført at kravet om å angi funksjonen/oppgaven til personene bør utgå. Det er bl.a. vist til at dette ikke er et krav etter

direktivet. Etter departementets syn vil neppe et slikt krav være særlig byrdefullt for foretakene og slike opplysninger kan være av stor praktisk betydning for kontrollmyndighetene. Departementet slutter seg derfor til Kredittilsynets forslag.

Departementet foreslår at uttrykket «i det minste» utgår av lovforslaget. En slik kvalifisering anses ikke nødvendig å innta i lovtekst, og endringen antas også å ivareta Datatilsynets merknader om forholdet til personopplysningsloven. Foretak som velger å registrere flere opplysninger enn det som kreves etter verdipapirhandelloven, må selv vurdere forholdet til personopplysningsloven.

Departementet viser til at plikten til å føre innsidelister er straffesanksjonert, jf. vphl. § 14–3 annet ledd nr. 1. Kredittilsynet foreslår at skyldvurderingen skjerpes til «grovt eller gjentatte ganger», jf. lovforslaget § 14–3 annet ledd nr. 6. Departementet slutter seg ikke til Kredittilsynets forslag.

Departementet slutter seg ikke til forslaget fra Oslo Børs om å lovfeste et krav om at ajourført liste oversendes børsen senest en uke etter endringer. Det antas at en slik oversendelsesplikt mer hensiktsmessig kan reguleres i medlemsvilkårene til den enkelte markeds plass, eventuelt i børsforskriften.

Etter gjeldende rett skal innsidelister oppbevares i 10 år (jf. vphl. § 2–2 tredje ledd siste punktum). Kravet ble satt av hensyn til at foreldelsesfristen for innsidehandel er 10 år, jf. straffeloven § 67. Kredittilsynet foreslår å sette oppbevaringstiden for innsidelistene til 5 år. Dette er i tråd med direktivet art. 6 nr. 4, der det fremgår at listene skal oppbevares i minst 5 år etter utarbeidelsen eller oppdateringen. Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag. Det vises også til at ingen av høringsinstansene har innvendinger til dette. Departementet foreslår imidlertid å presisere at 5 års fristen begynner å løpe fra utarbeidelse eller siste oppdatering, jf. ovenfor om direktivet på dette punktet. Når det gjelder oppbevaringsform, forutsettes at listene oppbevares på betryggende vis. Dette innebærer at foretakene skal oppbevare listene betryggende sikret mot ødeleggelse og tyveri. Listene skal kunne fremlegges i lesbar form i hele oppbevaringsperioden.

Det vises til lovforslaget § 2–5.

## 7 Undersøkelsesplikt

### 7.1 Gjeldende rett

I vphl. § 2–3 er en nærmere angitt personkrets med nær tilknytning til utstederforetaket pålagt en særlig undersøkelsesplikt. Undersøkelsesplikten innebærer at primærinnsidere plikter å foreta en forsvarlig undersøkelse av om det foreligger innsideopplysninger om de finansielle instrumentene eller utstederen av disse i foretaket før vedkommende foretar eller tilskynder til tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket.

Undersøkelsesplikten gjelder for styremedlem, medlem av kontrollkomité eller revisor knyttet til utstederforetaket. Bestemmelsen gjelder tilsvarende for ledende ansatt i foretaket og ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern som normalt kan antas å få tilgang til innsideopplysninger. Slike personer kalles primærinnsidere, jf. også om dette begrepet i kapittel 5. Undersøkelsesplikten skal også overholdes når en primærinnsider handler i fremmed navn eller for fremmed regning, jf. Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 4.1 (s. 24).

Vurderingen av om det er foretatt en forsvarlig undersøkelse vil bero på en skjønnsmessig vurdering, der vedkommendes tilknytning til foretaket og den forestående transaksjonens art og størrelse vil være momenter av betydning.

Bestemmelsen ble opprinnelig tatt inn i loven under finanskomiteens behandling av Ot.prp. nr. 72 (1990–91), som tidligere § 2–1 annet ledd. Undersøkelsesplikten ble plassert i egen bestemmelse (§ 2–3) ved endringslov 15. juni 2001 nr. 43. Det vises for øvrig til omtale i Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 4.1, hvor det heter:

«Undersøkelsesplikten innebærer at primærinnsidere plikter å foreta en forsvarlig undersøkelse av om det foreligger innsideopplysninger om de finansielle instrumenter eller utsteder før vedkommende foretar eller tilskynder til tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter»

Strafferammen for overtredelse av vphl. § 2–3 er bøter eller fengsel inntil 1 år, dersom det foreligger innsideopplysninger i foretaket, jf. vphl. § 14–3 annet ledd nr. 2.

### 7.2 EØS-rett

Direktivet inneholder ingen regel om undersøkelsesplikt.

### 7.3 Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet omtaler undersøkelsesplikt i høringsnotatet kapittel 6.

Kredittilsynet viser til Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 4.1, og uttaler:

«Kredittilsynet har i enkelte situasjoner erfart at personer som nevnt i vphl § 2–3 første ledd (primærinnsidere), har handlet i foretakets finansielle instrumenter uten å ha hatt kjennskap til innsideinformasjon om disse instrumentene. Begrunnelsen har normalt vært at foretaket ikke har hatt rutiner som sørger for at primærinnsidene blir kjent med opplysningene. Kredittilsynet finner grunn til å understreke at utstederforetak bør ha adekvate rutiner som sikrer at primærinnsidere har kjennskap til innsideinformasjon om foretaket og dets finansielle instrumenter (jf forslaget til ny vphl § 2–4 andre ledd). Fraværet av slike rutiner vil kunne være et moment i vurderingen av om bestemmelsen har blitt overtrådt uaktsomt, noe som kan foranledige straffeansvar, jf vphl § 14–3.»

Kredittilsynet foreslår å videreføre gjeldende vphl. § 2–3 i lovforslaget § 2–6.

For å unngå misforståelser foreslår Kredittilsynet at «ledende ansatt» i utstederforetaket nevnes i første punktum, ikke siste punktum slik tilfellet er i dag. Kredittilsynet legger til grunn at dette ikke medfører en endring av rettstilstanden. Skyldkravet og sanksjoner ved overtredelse bør etter Kredittilsynets syn reguleres i vphl. kapittel 14, slik tilfellet er i dag. Det vises for øvrig til høringsnotatet punkt 6.1.

### 7.4 Høringsinstansenes merknader

ØKOKRIM slutter seg til forslaget om at primærinnsidernes undersøkelsesplikt videreføres. ØKOKRIM uttaler til dette:

«Kredittilsynet uttaler på dette punkt i høringsnotatet (pkt 6.1) at en «finner grunn til å understreke at utstederforetak bør ha adekvate rutiner som sikrer at primærinnsidere har kjennskap til innsideinformasjon om foretaket og dets finansielle instrumenter (jf forslaget til ny vphl § 2–4 andre ledd)». Dette kan forstås slik at det skal følge av utkastets § 2–4 andre ledd at utstederforetakene skal sørge for at alle dets primærinnsidere skal ha den innsideinformasjonen som til enhver tid eksisterer i foretaket. Vi har vanskelig for å se at en slik plikt kan utledes av utkastets § 2–4 andre ledd. Vi stiller også spørsmål ved ønskeligheten og hensiktsmessigheten ved å oppstille en slik plikt, som i praksis vil innebære nærmest det motsatte av «need-to-know-prinsippet» ved utstederforetakenes interne håndtering av kurssensitive opplysninger.

Dersom Finansdepartementet inntar det synet som ligger til grunn for uttalelsen i høringsnotatet, bør dette begrunnes, og det rettslige grunnlaget bør avklares.»

## 7.5 Departementets vurdering

---

Departementet slutter seg til forslaget om å videreføre primærinnsideres undersøkelsesplikt, jf. lovforslaget § 2–6. Når det gjelder rutiner knyttet til undersøkelsesplikten, legger departementet til grunn at dette ikke bør lovfestes, jf. nærmere omtale i punkt 4.5 ovenfor. Det vises til ØKOKRIMs høringsuttalelse som departementet slutter seg til. Det vises for øvrig til omtale i Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 4.1.

## 8 Rådgivningsforbud

### 8.1 Gjeldende rett

I vphl. § 2–2 andre ledd er det fastsatt et forbud for personer som er omfattet av taushetspliktreglene etter vphl. § 2–2 første ledd og som har innsideopplysninger, om å gi råd om handel med de finansielle instrumentene opplysningene vedrører. Forbudet gjelder også råd om å avstå fra en transaksjon.

### 8.2 EØS-rett

Det er gitt regler om rådgivning på bakgrunn av innsideinformasjon er gitt i direktivet art. 3 bokstav b):

«Member States shall prohibit any person subject to the prohibition laid down in Article 2 from: (...)

(b) recommending or inducing another person, on the basis of inside information, to acquire or dispose of financial instruments to which that information relates.»

Bestemmelsen forbyr personer med kjennskap til innsideinformasjon, å gi råd om kjøp eller salg av finansielle instrumenter med bakgrunn i innsideinformasjon som knytter seg til instrumentene. Bestemmelsen forbyr videre tilskyndelse til slike kjøp og salg.

Direktivet nedlegger forbud mot råd som har sin bakgrunn («on the basis of») i innsideinformasjon om («relates») det aktuelle finansielle instrumentet. Det må vurderes konkret hvorvidt et råd har sin bakgrunn i innsideinformasjon, men ordlyden tilsier ikke en streng tolkning, jf. uttrykket «basis». Vilkåret «relates» kan heller ikke forstås for strengt, jf. motsetningsvis art. 6 nr. 1, som benytter «which directly concerns».

Det er ikke gitt utfyllende bestemmelser til art. 3 bokstav b). Reglene i andre kommisjonsdirektiv om bredt anlagte analyser og investeringsanbefalinger kan imidlertid ses i sammenheng med rådgivnings- og tilskyndelsesforbudet. Rådgivningsforbudet vil gjelde enhver som besitter, eller burde vite at han eller hun besitter, innsideinformasjon, jf. direktivets art. 4.

### 8.3 Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet omtaler forslaget knyttet til rådgivningsforbud i høringsnotatet punkt 7.2, 7.3 og 7.4.

Kredittilsynet viser til at direktivet etter sin ordlyd omfatter forbudet «recommending or inducing», det vil si rådgivning og tilskyndelse/overtalelse, i forbindelse med handler med finansielle instrumenter som innsideinformasjonen vedrører. Kredittilsynet antar at råd om ikke å selge (holde) et finansielt instrument formodentlig ikke vil være omfattet av rådgivningsforbudet i direktivet art. 3 bokstav b), jf. uttrykket «to acquire or dispose of».

Når det gjelder forholdet til norsk rett, uttaler Kredittilsynet (høringsnotatet punkt 7.3):

«Direktivets regler om rådgivning og tilskyndelse på bakgrunn av innsideinformasjon, tilsvarende i stor grad gjeldende norsk rett, jf. vphl §§ 2–2 andre ledd og 2–1 første ledd. Av art. 3 b) følger imidlertid ingen subjektive krav, til forskjell fra vphl.

Etter vphl § 2–2 andre ledd må ikke «[d]en som på grunn av sin eierandel i utstederforetaket, eller på grunn av sitt arbeid, oppdrag eller tillitsverv» avgi råd om handel med finansielle instrumenter, jf. første ledd. Personkretsen etter Direktivets art. 3 b) er i utgangspunktet videre; enhver person underlagt forbudet i art. 2 (forbudet mot innsidehandel), samt de som vet eller burde vite at de besitter innsideinformasjon, jf. art. 4.

Vphl § 2–2 andre ledd omfatter i motsetning til Direktivets art. 3 b) råd om å avstå fra handler, noe gjennomføringsbestemmelsen også bør gjøre.»

Kredittilsynet foreslår å gjennomføre rådgivningsforbudet i direktivets art. 3 b) i forslag til ny bestemmelse om rådgivningsforbud i lovutkastet § 2–7. Forbudet foreslås å komme til anvendelse på den som blir kjent med innsideinformasjon.

Når det gjelder besittelse av innsideinformasjon, uttaler Kredittilsynet bl.a. (høringsnotatet punkt 7.4):

«Det er en forutsetning for å rammes av forbudet, at personen faktisk besitter slike opplysninger. I den grad en person som gir råd besitter innsideinformasjon uten å være klart over at det er snakk om slike opplysninger, for eksempel

fordi han tror informasjonen er offentliggjort, beror det på en konkret vurdering av om dette er en uaktsom overtredelse. Også uaktsomme overtredelser av rådgivningsforbudet foreslås straffesanksjonert, jf dagens § 14–3 som foreslås videreført.»

Etter Kredittilsynets oppfatning bør en ny bestemmelse om rådgivningsforbud, jf. lovutkastet § 2–7, presisere at det er forbudt å gi råd om handler på bakgrunn av innsideinformasjon som vedrører de aktuelle finansielle instrumentene. Dette er i samsvar med dagens bestemmelse og medfører at en person som besitter innsideinformasjon ikke skal være forhindret fra å avgi råd som sådan. Kredittilsynet understreker imidlertid at enhver som besitter innsideinformasjon må utvise tilbørlig akt-somhet for å hindre misbruk av informasjonen, jf. dagens § 2–2 første ledd andre punktum som foreslås videreført i en ny § 2–4.

Når det gjelder råd om å avstå fra handler, legger Kredittilsynet til grunn at dagens rettsstilstand videreføres, hvilket vil si at slike råd vil rammes av forbudet.

Kredittilsynet foreslår å videreføre reglen om tilskyndelse til handler i ny bestemmelse i vphl., jf. lovutkastet § 2–3 (forbudet mot straffbar innsidehandel).

## 8.4 Høringsinstansenes merknader

*FNH/Sparebankforeningen* uttaler:

«Vi tilrår at uttrykksmåten «får kjennskap til» erstattes med «har», jf. tilsvarende begrepsbruk i utkastet § 2–4. Begge bestemmelser refererer seg til rammedirektivet art. 3, jf. art. 2 som baserer seg på det engelske «possess».

Kredittilsynet tar under høringsnotatets pkt 7.2 – 7.4 bl.a. opp spørsmålet om rådgivningsforbudet skal omfatte råd om å avstå fra handler. Vi er enige i Kredittilsynets anførsel om at et slikt forbud følger av gjeldende rett, jf. vphl § 2–2 annet ledd og dens forarbeider. Samtidig er det korrekt som tilsynet påpeker at et slikt forbud ikke kan utledes av rammedirektivet art. 3 b. Vi har merket oss at tilsynet på dette punkt tilrår at dagens rettsstilstand videreføres. Ut fra de reelle hensyn som ligger bak rådgivningsforbudet, har vi forståelse for tilsynets forslag på dette punkt. Vi stiller likevel spørsmål ved om det rent prinsipielt og praktisk er heldig at vi fra norsk side legger til grunn et videre rådgivningsforbud enn det som følger av direktivet.»

ØKOKRIM er enig i at rådgivningsforbudet i gjeldende vphl. § 2–2 annet ledd bør videreføres. ØKOKRIM uttaler videre:

«Det fremstår for oss som noe uklart om Kredittilsynet mener at Direktivets forbud forutsetter årsakssammenheng mellom innsideinformasjonen og rådet. Det heter i høringsnotatet (pkt 7.2) at det «må vurderes konkret hvorvidt et råd har sin bakgrunn i innsideinformasjon, men ordlyden tilsier ikke en streng tolkning». Etter vårt syn kan ordlyden i art 3 b, «recommending [or inducing] another person, on the basis of inside information», tilsi et krav om en form for årsakssammenheng.»

ØKOKRIM støtter forslaget i høringsnotatet om at det ikke bør oppstilles krav om årsakssammenheng i ny bestemmelse om rådgivningsforbud. Etter ØKOKRIMs syn gjør langt på vei de samme hensyn seg gjeldende her som i forhold til spørsmålet om årsakssammenheng i relasjon til innsidehandelsforbudet.

ØKOKRIM antar at råd om å la være å handle ikke omfattes av direktivet art. 3 bokstav b, jf. uttrykket «to acquire or dispose of». ØKOKRIM legger imidlertid til grunn at rådgivningsforbudet ikke er en fullharmoniseringsbestemmelse, slik at Norge har adgang til å videreføre en bestemmelse som er strengere enn Direktivets tilsvarende regulering. Som Kredittilsynet anser også ØKOKRIM at råd om ikke å handle bør videreføres i norsk rett, og viser til at hensynene bak bestemmelsen samt konsekvensbetraktninger tilsier en slik løsning. Videre uttaler ØKOKRIM:

«For øvrig synes det å være noe klart utfra ordlyden om tilskyndelsesregelen i gjeldende i vphl § 2–1 krever at den tilskyndede foretar en handel i det aktuelle finansielle instrumentet som følge av tilskyndelsen. Tilsvarende gjelder utfra ordlyden i utkastet § 2–3. Vi viser til omtalen i Bechmann m fl, Verdipapirhandelloven kommentarutgave side 83. Selv om også forsøk på tilskyndelse straffes er tolkingsspørsmålet av praktisk betydning, fordi forsøksstraff forutsetter bevis for forsett mht alle de objektive vilkår. Tolkingsspørsmålet bør avklares i de videre forarbeidene.

Gjeldende bestemmelse om rådgivningsforbud har uttrykket «må ikke gi råd». Vi anser dette som bedre egnet uttrykk enn utkastets «skal ikke gi råd».

ØKOKRIM mener i likhet med Kredittilsynet at dagens straffesanksjonering bør videreføres.

## 8.5 Departementets vurdering

---

Departementet slutter seg til forslaget om å videreføre et rådgivningsforbud. Det synes hensiktsmessig å fastsette rådgivningsforbudet i en egen bestemmelse, jf. forslag til § 2–7. Departementet legger til grunn at direktivets forbud mot rådgivning i direktivet art. 3 bokstav b ikke er en fullharmoniseringsbestemmelse, slik at det er et visst handlingsrom for nasjonale myndigheter ved gjennomføringen av direktivet. Forbudet retter seg mot enhver som besitter insideinformasjon eller burde vite at han besitter slik informasjon, jf. direktivet art. 4. Med insideinformasjon menes informasjon som nevnt i lovforslaget § 2–2.

Departementet foreslår at det i lovforslaget § 2–7 benyttes «har» insideinformasjon, istedenfor «blir kjent med» insideinformasjon, jf. uttalelsen fra FNH/Sparebankforeningen.

Når det gjelder råd om å la være å handle, synes det som dette ikke omfattes av kravet om rådgivningsforbud i direktivet art. 3 bokstav b, jf. uttryk-

ket «to acquire or dispose of». Departementet legger imidlertid til grunn at råd om å avstå fra handler fortsatt bør omfattes av rådgivningsforbudet i norsk rett.

Departementet slutter seg til forslaget om å presisere at det er forbudt å gi råd om handler på bakgrunn av insideinformasjon som vedrører de aktuelle finansielle instrumentene. Bestemmelsen innebærer at en person som har insideinformasjon ikke skal være forhindrede fra å avgi råd som sådan. Det vises imidlertid til plikten til å utvise tilbørlig aktsomhet for å hindre misbruk av informasjonen, jf. gjeldende § 2–2 første ledd andre punktum og forslag til ny § 2–4. Departementet slutter seg videre til forslaget om å videreføre regelen om tilskyn-delse til handler i ny § 2–3 (forbudet mot straffbar insidehandel). Departementet vil presisere at det ikke er et straffbarhetsvilkår for den som tilskyn-der, at den tilskyndede faktisk foretar en handel. Straffebudets objektive side vil være oppfylt uavhengig av om mottaker av rådet faktisk handler som følge av rådet.

## 9 Offentliggjøring av innsideinformasjon

### 9.1 Gjeldende rett

Utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter har en rekke forpliktelser overfor børsen som er regulert i børsloven og i børsforskriften. Hovedregelen om utsteders løpende informasjonsplikt er fastsatt i børsloven § 5–7 første ledd, jf. børsforskriften kapittel 5 og 10. Utsteder av omsettelige verdipapirer skal offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene, og sende slike opplysninger til den børs der verdipapirene er notert etter nærmere regler fastsatt av departementet, jf. børsloven § 5–7. Opplysningsplikten etter norsk rett har hatt som formål å sikre markedsaktørene lik informasjonstilgang til informasjon som vil kunne være kursrelevant, jf. bl.a. Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 12.4. Det vises også til omtale i Ot.prp. nr. 73 (1999–2000) punkt 8.2.11. I børsloven § 5–7 annet ledd fremgår det at utstedere av verdipapirer mv. etter påkrav for øvrige plikter å gi opplysninger til børsen som er nødvendige for at børsen skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter, se tilsvarende for børsmedlemmer mv. i § 5–4 femte ledd. Dette innebærer at børsen ikke bare har krav på at opplysninger gis muntlig, men at det også kan kreves utlevert dokumenter, korrespondanse, eventuelle lydopptak mv. med henblikk på blant annet markedsovervåkingen, jf. § 5–11, og kontrollen med at den løpende informasjonsplikten er overholdt.

Det er gitt nærmere regler om plikten for hhv. selskap og låntagere til å offentliggjøre informasjon i børsforskriften kapittel 5 og 10. Børsforskriften § 5–1 og § 10–1 regulerer behandling av informasjon før offentliggjøring. Selskapet skal bl.a. sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til opplysninger som omfattes av børsloven kapittel 5 og 6 eller verdipapirhandelloven § 2–1 første ledd, før slike opplysninger er offentliggjort i henhold til børsforskriften § 23–2. Dersom selskapet har behov for å gi opplysningene til noen som ikke er ansatt, til-litsvalgt mv., skal opplysningene meldes til børsen. Selskapet skal i slike tilfeller innhente en særskilt erklæring fra mottager av opplysningene. Dersom selskapet har grunn til å tro at innsideopplysninger mv. er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende, skal selskapet uoppfordret og

umiddelbart offentliggjøre opplysningene, jf. tredje ledd.

Børsforskriften § 5–2 regulerer den løpende informasjonspliktens innhold, og krever at selskapet gir børsen «opplysninger, herunder om endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen, som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer». Selskapet skal gi slike opplysninger «uoppfordret og umiddelbart» til børsen.

Børsforskriften § 23–2 regulerer bl.a. når offentliggjøring anses skjedd. Meldinger til Oslo Børs skal som utgangspunkt inngis på norsk av norske utstedere, jf. børsforskriften § 23–5 andre ledd. Etter børsforskriften § 6–1 skal årsregnskap mv. avlegges i henhold til «regnskapslovgivningen og bestemmelser fastsatt i denne forskrift».

Dersom en børs eller autorisert markedsplass har grunn til å tro at det foreligger grove eller gjentatte overtredelser av utsteders opplysningsplikt etter børsloven § 5–7, skal dette meddeles Kredittilsynet, jf. vphl. § 12–1 tredje ledd. Det vises til omtale i Ot.prp. nr. 80 (2000–2001) punkt 12.4.

Tilsidesettelse av opplysningsplikten i børsloven § 5–7 straffes med fengsel i inntil ett år, jf. børsloven § 9–1 annet ledd.

### 9.2 EØS-rett

#### *Innledning*

Det er gitt regler om offentliggjøring av innsideinformasjon (løpende informasjonsplikt) i direktivet art. 6. Art. 6 nr. 1 til nr. 3 omhandler hhv. bestemmelser om børsnoterte foretaks løpende forpliktelse til å rapportere innsideinformasjon, utsettelse av rapportering og offentliggjøring av innsideinformasjon. Disse direktivbestemmelsene vil bl.a. erstatte direktiv 2001/34/EØF av 28. mai 2001 om vilkår for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs og opplysninger som skal offentliggjøres om disse verdipapirene (børsdirektivet) art. 68 nr. 1 og 81 nr. 1, jf. direktivet art. 20. Det er gitt utfyllende regler til direktivet art. 6 nr. 1 og nr. 2 i første kommisjonsdirektiv art. 2 og 3. Direktivets regler må også sees i sammenheng med forslag til nytt di-

rektiv om løpende rapportering (KOM(03) 138), som bl.a. regulerer børsnoterte foretaks periodiske rapporteringsforpliktelser.

Et av hovedhensynene bak børsnoterte foretaks løpende rapporteringsplikt, er å øke verdipapirmarkedets integritet, jf. direktivets fortale punkt 24 hvor det heter at «fair disclosure of information to the public enhances market integrity». En side av dette er at offentliggjøring av innsideinformasjon vil kunne redusere muligheten for misbruk av slike opplysninger. Det vises til uttalelser i første kommisjonsdirektivs fortale punkt 4, hvor det bl.a. fremgår at hensynet til å sikre investorene lik tilgang til informasjonen og beskyttelse av investorer tilsier at innsideinformasjon så vidt mulig bør offentliggjøres samtidig og så snart som mulig for alle investor-kategorier i alle land hvor utstederens instrumenter er notert (eller søkt notert).

#### Løpende informasjonsplikt

Regler om offentliggjøring av innsideinformasjon kommer til anvendelse på utstedere («issuers») av finansielle instrumenter som omfattes etter direktivet art. 9 nr. 1 (jf. omtale av virkeområdet i kapittel 3). Dette vil eksempelvis omfatte børsnoterte foretak. Hovedregelen om børsnoterte foretaks løpende forpliktelse til å rapportere innsideinformasjon følger art. 6 nr. 1:

«Member States shall ensure that issuers of financial instruments inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns the said issuers.

Without prejudice to any measures taken to comply with the provisions of the first subparagraph, Member States shall ensure that issuers, for an appropriate period, post on their Internet sites all inside information that they are required to disclose publicly»

Ifølge direktivet art. 6 nr. 1 første ledd skal utstedere offentliggjøre innsideinformasjon som direkte gjelder utstederen så raskt som mulig. Informasjonsplikten omfatter i utgangspunktet ikke innsideinformasjon av indirekte karakter, jf. uttrykket «directly concerns». Indirekte innsideinformasjon vil imidlertid være relevant i forhold til andre bestemmelser i direktivet, jf. for eksempel for definisjonen av innsideinformasjon (direktivet art. 1 nr. 1) samt regler om taushetsplikt og rådgivningsforbudet (art. 3 bokstav a) og bokstav b)).

Etter direktivet art. 6 nr. 1 andre ledd følger det en selvstendig plikt for børsnoterte foretak om å fremlegge relevant innsideinformasjon på sine hjemmesider på internett i en viss («appropriate») periode.

Det er gitt utfyllende regler om hvordan børsnoterte foretak skal offentliggjøre innsideinformasjon i første kommisjonsdirektiv art. 2:

«Means and time-limits for public disclosure of inside information

1. For the purposes of applying Article 6(1) of Directive 2003/6/EC, Articles 102(1) and Article 103 of Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council shall apply.

Furthermore, Member States shall ensure that the inside information is made public by the issuer in a manner which enables fast access and complete, correct and timely assessment of the information by the public.

In addition, Member States shall ensure that the issuer does not combine, in a manner likely to be misleading, the provision of inside information to the public with the marketing of its activities.

2. Member States shall ensure that issuers are deemed to have complied with the first subparagraph of Article 6(1) of Directive 2003/6/EC where, upon the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalised, the issuers have promptly informed the public thereof.

3. Any significant changes concerning already publicly disclosed inside information shall be publicly disclosed promptly after these changes occur, through the same channel as the one used for public disclosure of the original information.

4. Member States shall require issuers to take reasonable care to ensure that the disclosure of inside information to the public is synchronised as closely as possible between all categories of investors in all Member States in which those issuers have requested or approved the admission to trading of their financial instruments on a regulated market.»

Ifølge ovennevnte bestemmelse nr. 1 skal børsdirektivet (direktiv 2001/34/EØF) art. 102 nr. 1 og 103 legges til grunn. Børsdirektivet art. 102 nr. 1 fastsetter nærmere regler om hvordan børsnoterte foretak skal offentliggjøre informasjonspliktige opplysninger (på periodisk og løpende basis), herunder avgi flaggemelding. Etter børsdirektivet art. 103 skal informasjonspliktige opplysninger offentliggjøres på det offisielle språk eller andre godkjent språk.

Etter første kommisjonsdirektiv art. 2 nr. 1 andre ledd skal innsideinformasjon offentliggjøres på en måte som muliggjør «fast access and complete, correct and timely assessment of the information by the public». Markedsføring skal etter art. 2 nr. 1 tredje ledd ikke kombineres med offentliggjøring på en måte som vil kunne være misvisende. Nær-



mere regler om endringer i forhold som allerede er meldt, samt lik tilgang for ulike investorkategorier til de informasjonspliktige opplysningene, følger av direktivets art. 2 nr. 3 og nr. 4.

Det følger av direktivets fortale punkt 23 at offentliggjøring av innsideinformasjon på internett skal skje i overensstemmelse med regler om overføring av personopplysninger til tredjeland etter direktiv 95/46/EC om beskyttelse av fysiske personer i forbindelse med behandling av personopplysninger og om fri utveksling av slike opplysninger (Personverndirektivet).

#### *Unntak fra informasjonsplikten (legitime interesser)*

Etter direktivet art. 6 nr. 2, kan utstederforetaket på eget ansvar utsette offentliggjøring av innsideinformasjon for å ikke skade sine legitime interesser:

«An issuer may under his own responsibility delay the public disclosure of inside information, as referred to in paragraph 1, such as not to prejudice his legitimate interests provided that such omission would not be likely to mislead the public and provided that the issuer is able to ensure the confidentiality of that information. Member States may require that an issuer shall without delay inform the competent authority of the decision to delay the public disclosure of inside information»

Hovedvilkåret er at utsettelsen begrunnes i foretakets legitime interesser. Det er to tilleggsvilkår; at utsettelsen ikke vil kunne villede offentligheten, og at utstederen kan sikre at innsideinformasjonen behandles fortrolig. Når vilkårene for å utsette offentliggjøring ikke lenger er tilstede, legges det til grunn at forholdet skal meldes «as soon as possible». Risikoen for vurdering av om vilkårene for utsatt offentliggjøring foreligger påhviler utstederforetaket, jf. uttrykket «his own responsibility».

Det er gitt nærmere regler om adgangen til utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon i første kommisjonsdirektiv. Ifølge fortalen punkt 5 synes adgangen å være nokså snever:

«In order to protect the legitimate interests of issuers, it should be permissible, in closely defined specific circumstances, to delay public disclosure of inside information. However, the protection of investors requires that in such cases the information be kept confidential in order to prevent insider dealing»

Grunnvilkåret om å ikke skade foretakets legitime interesse, er regulert i første kommisjonsdirektiv art. 3 nr. 1. Bestemmelsen angir eksempler på to situasjoner som kan begrunne at utstederforetaket

utsetter offentliggjøringen av hensyn til sin legitime interesse:

«For the purposes of applying Article 6(2) of Directive 2003/6/EC, legitimate interests may, in particular, relate to the following non-exhaustive circumstances:

(a) negotiations in course, or related elements, where the outcome or normal pattern of those negotiations would be likely to be affected by public disclosure. In particular, in the event that the financial viability of the issuer is in grave and imminent danger, although not within the scope of the applicable insolvency law, public disclosure of information may be delayed for a limited period where such a public disclosure would seriously jeopardise the interest of existing and potential shareholders by undermining the conclusion of specific negotiations designed to ensure the long-term financial recovery of the issuer;

(b) decisions taken or contracts made by the management body of an issuer which need the approval of another body of the issuer in order to become effective, where the organisation of such an issuer requires the separation between these bodies, provided that a public disclosure of the information before such approval together with the simultaneous announcement that this approval is still pending»

Etter det første eksempelet som angis (første kommisjonsdirektiv art. 3 nr. 1 bokstav a)), vil unntaket kunne komme til anvendelse der et foretak deltar i forhandlinger hvis utfall eller gjennomføring vil påvirkes av allmennhetens innsyn. Vilkårene i eksemplet er kumulative. Videre følger det av bestemmelsen at utsatt offentliggjøring bare kan finne sted i et begrenset tidsrom, i det lengste mens forhandlingene pågår. Utsteders finansielle stilling må være alvorlig og prekær, jf. uttrykket «financial viability of the issuer is in grave and imminent danger», men utenfor konkursregimet, jf. «not within the scope of the applicable insolvency law».

Kredittilsynet uttaler i høringsnotatet bl.a. følgende om dette (høringsnotatet punkt 8.2.2):

«Det kan reises spørsmål om hva som ligger i det siste vilkåret, men formodentlig er riktig tolkning at foretaket ikke må begjære oppbud, jf straffeloven § 283 a. Det er videre ikke tilstrekkelig at offentliggjøring vil være til ulempe for foretaket eller dets nåværende eller potensielle eiere, jf «seriously jeopardise». Til slutt, utfallet av særskilte forhandlinger myntet på å sikre «the long-term financial recovery» må bli underminert av offentliggjøring. Det er således ikke tilstrekkelig at generelle sonderinger foretas overfor foretakets kreditorer med tanke på en kortsiktig løsning.»

Ifølge det andre eksempelet som angis (første kommisjonsdirektiv art. 3 nr. 1 bokstav b)), vil unn-taket komme til anvendelse ved beslutninger truffet av eller avtaler inngått av et selskapsorgan som kre-ver godkjennelse av et annet. Vilkårene i dette bok-stavleddet er også kumulative. Beslutningen/avta-len må være inngått av foretakets ledelse og god-kjennelse må være påkrevd av «another body» (ty-pisk styret). Det må være et krav om atskillelse av organene, mest praktisk som følge av lov eller ved-tekter. Godkjennelsen må videre være nødvendig for at beslutningen/avtalen «become effective». Vi-dere er det krav om at offentliggjøring av opplysnin-gen sammen med underretning om at godkjennel-se er nødvendig, vil kunne «jeopardise the correct assessment of the information by the public». Hvis allmennheten ikke vil kunne villedes av disse opp-lysningsene (altså offentliggjøring av beslutningen/avtalen, samt at godkjennelse er nødvendig), er be-stemmelsens vilkår ikke oppfylt.

#### Konfidensialitet

Det er gitt utfyllende regler om kravet til konfiden-sialitet i første kommisjonsdirektiv art. 3 nr. 2. I korte trekk oppstiller bestemmelsen krav til for-svarlig organisering av foretaket, at personer med tilgang til innsideinformasjon er kjent med sine plikter og ansvaret ved misbruk, samt at innsidein-formasjon offentliggjøres ved lekkasjer:

- «(a) the issuer has established effective arrange-ments to deny access to such information to persons other than those who require it for the exercise of their functions within the issuer;
- (b) the issuer has taken the necessary measu-res to ensure that any person with access to such information acknowledges the legal and regulatory duties entailed and is aware of the sanctions attaching to the misuse or improper circulation of such information;
- (c) the issuer has in place measures which al-low immediate public disclosure in case the is-suer was not able to ensure the confidentiality of the relevant inside information, without pre-judice to the second subparagraph of Article 6 (3) of Directive 2003/6/EC»

Bestemmelsen er delvis overlappende med tredje kommisjonsdirektiv art. 5 nr. 5 om innsidelis-ter.

#### Videreformidling av innsideinformasjon til tredjemann

I direktivet art. 6 nr. 3 er det gitt regler om offent-liggjøring av innsideinformasjon når slike opplys-

ninger gis videre til tredjemenn (jf. også første kommisjonsdirektiv art. 3 nr. 2 bokstav c)):

«Member States shall require that, whenever an issuer, or a person acting on his behalf or for his account, discloses any inside information to any third party in the normal exercise of his employ-ment, profession or duties, as referred to in Ar-ticle 3(a), he must make complete and effective public disclosure of that information, simultane-ously in the case of an intentional disclosure and promptly in the case of a non-intentional disclosure»

I direktivet art. 6 nr. 3 annet ledd begrenses ut-gangspunktet:

«The provisions of the first subparagraph shall not apply if the person receiving the information owes a duty of confidentiality, regardless of whether such duty is based on a law, on regula-tions, on articles of association or on a contract»

#### Ansvar for informasjonsplikten

Etter direktivets art. 11 skal hver medlemsstat utpe-ke en «single administrative authority» («kompe-tent myndighet») med ansvar for etterlevelse av di-rektivets bestemmelser. Iht. art. 12 nr. 1 skal denne myndigheten «be given all supervisory and investi-gatory powers that are necessary for the exercise of its functions». Myndigheten til skal ifølge art. 12 nr. 1 utøves:

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

Det vises for øvrig til Kredittilsynet høringsno-tat punkt 8.2, jf. også omtale nedenfor kapittel 17 om tilsyn og sanksjoner.

### 9.3 Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet uttaler følgende (høringsnotatet punkt 8.3):

«Direktivets regler om offentliggjøring av innsi-deinformasjon er omfattende. Til tross for et en-kelt utgangspunkt, innsideinformasjon skal of-fentliggjøres, vil vurderingen av hvilke opplys-ninger som er informasjonspliktige og når unn-tak fra plikten til å offentliggjøre foreligger, un-dertiden være sammensatt. Slike vurderinger er

imidlertid vel kjent fra norsk rett i dag. Spørsmål om informasjonspliktenes rekkevidde kan vanskelig unngås. Informasjonsplikten må nødvendigvis knyttes til et kriterium og kan av hensyn til utstederforetakene ikke være absolutt.

Dagens norske regler om børsnoterte foretaks løpende informasjonsplikt må endres for å tilfredsstille Direktivet. Mest iøynefallende er at kriteriet som utløser informasjonsplikten skjerpes. Etter Direktivet skal børsnoterte foretak offentliggjøre innsideinformasjon, jf høringsnotatets kapittel 3. I følge dagens børsf skal melding gis om «opplysninger... som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen» på selskaps aksjer/låntager obligasjoner, jf §§ 5–2 og 10–2. Til tross for at terskelen for informasjonspliktige opplysninger senkes med Direktivet, antas ikke forskjellen fra i dag å være vesentlig. Vurderinger knyttet til hva som utgjør «opplysninger» i børsf forstand, kan likevel bli mindre relevante, jf høringsnotatets avsnitt 3.2.1.1 om innsideinformasjonens karakter, herunder trinnvise prosesser.

Etter Direktivet skal kun innsideinformasjon som «directly concerns the said issuer» offentliggjøres. Etter omstendighetene vil det kunne være vanskelig å avgjøre om innsideinformasjon angår en utsteder direkte eller indirekte. Grensedragningen av om en opplysning angår en utsteder eller dets finansielle instrumenter, vil undertiden også kunne by på problemer. På generelt grunnlag antas det at opplysninger av avledet art også vil kunne være av interesse for markedet. Kredittilsynet antar at vilkåret «directly concerns» vil kunne gi opphav til tolkningsproblemer om hvor langt informasjonsplikten rekker. Dette anses uheldig og det bør vurderes om kravet «directly concerns» ikke skal inntas i børsf når denne endres. Det bør i tilfelle formodentlig presiseres at innsideinformasjonen det er snakk om må angå/vedrøre det aktuelle selskap eller dets aksjer (sondringen mellom opplysninger som angår utstederforetaket og dets finansielle instrumenter, bør også unngås). Endelig vurdering av vilkåret bør imidlertid utestå til børsf endres.

Når det gjelder spørsmålet om hvor raskt innformasjon skal inngis, anses dagens vilkår «uoppfordret og umiddelbart» mer hensiktsmessig enn Direktivets «as soon as possible».

Reglene om offentliggjøring av innsideinformasjon har en klar side til kravet om føring av liste over personer med tilgang til slike opplysninger, samt bestemmelsene om taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering. Kredittilsynet finner det naturlig at reglene om håndtering av innsideinformasjon i utgangspunktet samles på et sted, både av hensyn til brukerne og for å klarere definere børsens – og Kredittilsynets rolle. På denne bakgrunn antas det at bestem-

melsene i børsf om håndtering av konfidensielle opplysninger, bør tas ut, jf utkastet til børsf som er omtalt under.

#### *Forholdet til taushetsplikt*

Plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon er i utgangspunktet absolutt med de unntakene Direktivet selv angir. Et spørsmål som reiser seg er forholdet til børsnoterte foretaks taushetsplikt. Slik taushetsplikt vil mest praktisk ha sitt grunnlag i lov eller avtale. De lege lata er det alminnelig antatt at informasjonsplikten går foran foretakenes avtalefestede taushetsplikt. Det er videre antatt at lovfestet taushetsplikt går foran informasjonsplikten. Etter sin ordlyd er Direktivets informasjonsplikt absolutt (jf tilsvarende regel om rapportering i tredje kommisjonsdirektiv art. 11 nr. 3). Spørsmålet om rekkevidden av opplysningsplikten må vurderes nærmere ved fastsettelsen av nye regler i børsf kapittel 5 og 10.

#### *Legitime interesser*

Etter Kredittilsynets skjønn vil adgangen til utsett offentliggjøring på bakgrunn av foretakets legitime interesser, være relativt snever. Eksemplene i første kommisjonsdirektiv art. 3 nr. 1 og 2 underbygger en slik tolkning. I tillegg til eksemplene i kommisjonslovgivningen, kan nevntes et foretaks egne transaksjoner, for eksempel et salg av en større aksjepost i et annet selskap. Kjennskap til et slikt salg kan være innsideinformasjon, men gjennomføring av transaksjonen vil for foretakets del ikke utgjøre et misbruk. Forutsettes det at det dreier seg om innsideinformasjon, vil opplysningene som hovedregel måtte offentliggjøres. All den tid offentliggjøring vil kunne påvirke kursen på aksjene som skal selges i negativ retning, vil det etter omstendighetene foreligge en legitim interesse i å utsette offentliggjøring av forholdet. Slike tilfeller må imidlertid vurderes konkret. Den nærmere vurderingen av rekkevidden til unntaket fra informasjonsplikten, bør utestå til fastsettelsen av nye regler i børsf kapittel 5 og 10.

#### *Organisatoriske spørsmål*

Børsen bør beholde det operative ansvaret for børsnoterte foretaks løpende informasjonsplikt. Dagens system med inngivelse av børsmeldinger etter børsf kapittel 23 bør også videreføres. Det virker hensiktsmessig at børsen kan fastsette de nærmere reglene om hvordan meldinger skal inngis mv., jf børs sirkulær nr. 3/2002. Kredittilsynet bemerker på generelt grunnlag at børsens kompetanse til å fastsette privatrettslige regler, vil være begrenset av trinnhøyere regelsett, jf NOU 1999:3 side 210. Dette er relevant for arbeidet med Oslo Børs noteringsvilkår for utsteder, jf under.»

Generelt sett antar Kredittilsynet at reglene om håndtering av innsideinformasjon bør samles i verdipapirhandelloven.

Kredittilsynet foreslår at hovedregelen om offentliggjøring av innsideinformasjon, gjennomføres i børsloven § 5–7. Kredittilsynet antar at bestemmelsen i stor grad kan videreføres, men foreslår at Kredittilsynet gis det endelige ansvaret for etterlevelsen av informasjonsplikten, jf. utkast til § 5–7 første ledd. Det foreslås imidlertid at det operative ansvaret for foretakenes løpende informasjonsplikt forblir hos børsen.

Kredittilsynet foreslår at de nærmere reglene om informasjonsplikten innhold, unntak mv., tas inn i børsforskriften kapittel 5 og 10. Kredittilsynet finner ikke grunn til å foreslå at forskriften endres på det nåværende tidspunkt.

Når det gjelder kravet til konfidensialitet, uttaler Kredittilsynet bl.a. (høringsnotatet punkt 8.1):

«Sett i lys av at innsideinformasjon etter direktivet art. 3 bokstav a) bare skal gis til «vedkommende», kan art. 6 nr. 3 virke lite praktisk. Etter Direktivet vil enhver også være underlagt art. 3 a) så fremt vedkommende forstår eller burde forstå at det er snakk om innsideinformasjon, jf. art. 4. Mottaker skal etter omstendighetene gjøres kjent med sin taushetsplikt, jf. tredje kommisjonsdirektiv art. 5 nr. 5.

På bakgrunn av forslaget til ny § 2–4, jf. børsf § 5–1 tredje ledd (offentliggjøring ved lekkasjer), synes det ikke nødvendig å gjennomføre art. 6 nr. 3 og første kommisjonsdirektiv art. 3 nr. 2 litte c) særskilt. For ordens skyld nevntes Direktivet art. 6 nr. 10 første strekpunkt. Etter det Kredittilsynet forstår vil hjemmelen ikke bli benyttet.»

Kredittilsynet finner det ikke nødvendig å særskilt gjennomføre direktivets regler om offentliggjøring av innsideinformasjon når slike opplysninger gis videre til tredjemenn (jf. rammedirektivet art. 6 nr. 3 første og andre ledd). Kredittilsynet viser til at mottaker av innsideinformasjon etter gjeldende rett vil være underlagt taushetsplikt, jf. gjeldende vphl. § 2–2 og utkast til ny § 2–4. Videre vises det til forslaget om å videreføre børsforskriftens regler om behandling av informasjon før offentliggjøring (jf. børsforskriften § 5–1 tredje ledd og utkast til ny § 5–3 tredje ledd).

#### 9.4 Høringsinstansenes merknader

Når det gjelder forholdet mellom terskelen for ulovlig innsidehandel og utsteders løpende rapporteringsplikt, uttaler *FNH/Sparebankforeningen*:

«Det tidligere gjeldende innsidehandelsdirektivet inneholdt så vidt kan sees, i motsetning til dagens Rammedirektiv (art. 6), ingen harmonisering av medlemsstatenes lovgivning knyttet til utstederselskapers plikt til offentliggjøring av innsideinformasjon. Regulering av utstederselskapenes løpende informasjonsplikt på EU-nivå antas derfor å være en nyskaping.

Utstederselskapenes løpende informasjonsplikt er i norsk rett p.t. regulert i børsforskriftens («BF») § 5–2, første ledd, jf. børsloven § 5–7, første ledd. Slik informasjonsplikt foreligger for utstederselskapene for opplysninger som må antas å være «av ikke uvesentlig betydning» for kursen på selskapets aksjer.

Det er en allment akseptert rettsoppfatning at terskelen etter norsk rett p.t. ligger lavere for inntreden av handleforbud etter vphl. § 2–1, første ledd enn for inntreden av utstederselskapenes løpende informasjonsplikt etter BF § 5–2, første ledd. Denne forskjellen fremstår som velbegrunnet sett i forhold til utstederforetakenes legitime behov, for eksempel i forbindelse med fusjonsforhandlinger.

At Kredittilsynet ikke ønsker gjeninnført begrepene «precise nature» og «significant effect» i relasjon til forbudet mot ulovlig innsidehandel kan, sett i forhold til historikken knyttet til den norske lovbestemmelsen, være forståelig. Den implementeringslovgivning Kredittilsynet nå foreslår gjennomført i norsk rett, vil imidlertid også få som konsekvens at selskapenes løpende informasjonsplikt i utgangspunktet vil bli knyttet til det generelle begrepet «innsideinformasjon». Etersom Kredittilsynet er av den oppfatning at Rammedirektivet sammenholdt med Første Kommisjonsdirektiv (2003/124/EC) reelt sett samsvarer med dagens norske regulering i vphl. § 2–1, vil dette ved koblingen av utstederselskapenes informasjonsplikt til begrepet «innsideinformasjon» (slik det varsles gjennomført i BF § 5–2, som formelt sett ikke er på høring p.t.) i utgangspunktet innebære en skjerpelse av terskelen for informasjonsplikten.

Kredittilsynet legger selv til grunn, jf. høringsnotatets pkt. 8.3.1, annet avsnitt, at den foreslåtte implementering vil komme til å innebære en skjerpelse av utstederforetakenes informasjonsplikt, om enn ikke «vesentlig» i forhold til rettsstilstanden i dag.

Kredittilsynets vurdering av at terskelen for dagens norske definisjon av innsideinformasjon i vphl § 2–1, første ledd er i overensstemmelse med de nye EU-direktivene, kan diskuteres, jf. ovenfor under bokstav a). Rammedirektivets ordlyd synes som nevnt innledningsvis ikke å indikere noen tilsiktet skjerping i forhold til det tidligere gjeldende EU-direktivet. Samtidig er det åpenbart at definisjonen av innsideinformasjon etter gjeldende norsk rett er strengere enn

påkrevd etter dagens EU-regulering. Det kan etter vår oppfatning ikke utelukkes at en implementering av definisjonen av innsideinformasjon som Kredittilsynet foreslår gjennomført i vphl. § 2–2 sammenholdt med den planlagte senere endring av BF § 5–2, kan medføre en utilsiktet skjerpelse av den løpende informasjonsplikten for norske utstedere. Dette har som det fremgår av forannevnte, sammenheng med den særnorske lave terskel for inntreden av forbud mot ulovlig innsidehandel.

Vi er ikke kjent med at dagens norske rettsstilstand skal ha avdekket et spesielt behov for innstramming av utstederselskapenes løpende informasjonsplikt. Reguleringen av spørsmålet er som nevnt ny på EU-nivå, og historikken der gir således liten veiledning.

Det er grunn til å anta at valg av uttrykksform for definisjonen av innsideinformasjon vil kunne få en skjerpene virkning i praksis. I forhold til muligheten for at utsteder for eksempel kan komme til å inngå en avtale, må det antas å medføre en innstramming i forhold til tidspunktet for utløsning av informasjonsplikten til markedet dersom det avgjørende kriterium endres fra å være en opplysning «som må antas å være av ikke uvesentlig betydning» til å være en opplysning «som er egnet til å påvirke kursen». Det ville etter vår oppfatning være svært uheldig dersom utstederselskapenes informasjonsplikt, for eksempel i fusjonsforhandlinger eller i forhandlinger om et oppkjøp hvor oppgjør skal finne sted i form av aksjevederlag, ble skjerpet i forhold til dagens norske rettsstilstand. En fremskutt plikt til offentliggjøring sammenlignet med dagens rettsstilstand i Norge vil kunne vanskelig- eller umuliggjøre gjennomføring av ellers ønskelige og samfunns gavnlige transaksjoner.

En skjerpelse av norsk lovgivning i forhold til utstederselskapenes informasjonsplikt som man kan frykte forårsaket av den «særnorske» lave terskelen for definisjon av innsideinformasjon bør derfor unngås. Departementet bør derfor ta stilling til spørsmålet ved denne anledning, til tross for at de aktuelle endringene i børsforskriften ikke formelt sett er på høring. Dagens valg av implementeringslovgivning vil således legge føringer for den senere forskriftsendringen knyttet til utstederselskapenes løpende informasjonsplikt til markedet.»

*Norges Fondsmeglerforbund* gir uttrykk for tilsvarende synspunkter som FNH/Sparebankforeningen når det gjelder forholdet mellom terskelen for ulovlig innsidehandel og utsteders løpende rapporteringsplikt.

*Oslo Børs* uttaler:

«Etter børsens vurdering er direktivets artikkel 6 nr 1 til 3 om børsnoterte selskapers informasjonsplikt, sammen med innsideforbudet og kursmanipulasjonsforbudet blant direktivets hovedregler. Børsen mener det hadde vært heldig, om mulig å regulere også denne hovedregelen i lov, og med eventuelle detaljer i forskrift. At denne regelen i dag fremgår av børsforskriften skyldes vel en historisk tilfældighet. Lovregulering gir en forankring på et høyere nasjonalt nivå. Ikke minst bidrar selve lovprosessen til å lette senere tolkningsarbeid ved at forarbeidene gjennom departementets og Finanskomiteens behandling får høyere vekt og tilgjengelighet. Etter vår oppfatning har det også en viss symboleffekt at en regel fremkommer i lov.

Etter vår vurdering hadde det vært naturlig å innta informasjonsplikten i verdipapirhandelloven. Slik var det også i verdipapirhandelloven av 1985. Igjen er vi klar over at kortene på mange måter kan være lagt ved at slik regulering ikke er foreslått i høringsnotatet, og at implementeringstiden er så vidt kort. Vi vil likevel anbefale at dette så vidt mulig søkes gjort, eventuelt kan det vurderes å løftes over i lov senere.»

*Norges Fondsmeglerforbund* uttaler:

«Forbundet er av den oppfatning at informasjonsplikten, jfr MAD art 6, retter seg mot utstedernes plikt til å informere markedet generelt, herunder de markedsplasser der selskapet har bedt om eller godkjent notering eller «listing». Nedslagsfeltet er altså videre enn det som følger av børsloven. Informasjonsplikten er en del av de preventive regler i forhold til markedsmissbruk og hører som sådan mer hjemme i de generelle adferdsnormer i vphl kapittel 2. Vi foreslår derfor at bestemmelsen flyttes.

Vi vil videre vise til at direktivet knytter informasjonsplikten til «innsideinformasjon», noe som ikke er gjennomført i Kredittilsynets forslag. For det annet er plikten knyttet til utstederen og dermed ikke til instrumentene alene. Kredittilsynets forslag til børsl § 5–7 innebærer således ikke noen harmonisering

Direktivet krever heller ikke at informasjonen skal sendes til eller publiseres gjennom en børs eller en regulert markedsplass. Direktivet fastslår en plikt for utstedere til å publisere informasjon. Hvordan dette gjøres er i og for seg underordnet bare man sikrer at direktivenes krav, jfr MAD art 6 nr 1 og 2 og første kommisjonsdirektiv art 2, er oppfylt. Poenget er at utstedere har informasjonsplikter til flere markeder, dvs der de er notert e.l., og at utstederne skal kunne offentliggjøre informasjon gjennom

flere kanaler. Se i denne sammenheng første kommisjonsdirektiv art 2, sammenholdt med fortalens pkt 4 og mulighetene for bruk av en «officially appointed mechanism».

Det kan således spørres om bestemmelsen, med en ubetinget plikt til å sende informasjon til børs, er i strid med direktivet. Direktivene forutsetter i og for seg at informasjonsplikten kan gjennomføres på mange måter og overfor flere markeds plasser samtidig, og at det derigjennom skal kunne være konkurranse på informasjonsdistribusjon. Med bakgrunn i direktivet er det ikke grunnlag for å opprettholde et børsmonopol på informasjon, slik vi har det i Norge i dag, så lenge et utstederselskap oppfyller kraven i første kommisjonsdirektiv art 2.»

## 9.5 Departementets vurdering

Kredittilsynets forslag innebærer at ordlyden i børsloven § 5–7 om utsteders informasjonsplikt i hovedsak videreføres, og at de materielle endringene i informasjonsplikten vurderes i tilknytning til endringer i børsforskriften. Departementet slutter seg til en slik tilnærming. Det synes ikke nå å være hensiktsmessig å overføre hovedreglene om utsteders informasjonsplikt fra børsloven/børsforskriften til verdipapirhandelloven, men dette er et forhold lovutvalget som skal vurdere endringer som kan gjennomføre verdipapirmarkedsdirektivet (MiFID), direktivet om periodisk rapportering mv. vil kunne vurdere nærmere.

Høringsinstansene har i hovedsak merknader til de forestående endringer i børsforskriften, som vil sendes på høring som en egen sak. Departemen-

tet vil derfor ikke nå kommentere uttalelsene knyttet til den forestående gjennomgangen av forskriftsverket. Generelt vil imidlertid departementet påpeke at departementets forslag til definisjon av innsideinformasjon er mer i overensstemmelse med direktivets ordlyd enn det som var tilfellet med Kredittilsynets forslag. Det vises i den forbindelse til FNH/Sparebankforeningens og Fondsmeglerforbundets uttalelser om forholdet mellom defineringen av innsideinformasjon og utsteders løpende informasjonsplikt.

For øvrig kan ikke departementet se at en videreføring av dagens system hvoretter utstedere oversender opplysninger til børsen som deretter offentliggjør dem, vil være i strid med direktivet, jf. Fondsmeglerforbundets uttalelser om dette. En slik løsning anses å være vel innarbeidet i det norske markedet, og departementet vil ikke foreslå endringer i dette.

Når det gjelder hvilket organ som skal anses som kompetent myndighet, jf. direktivet art. 11, vises det til omtale i kapittel 17. Kredittilsynet vil inneha et overordnet ansvar for å påse at opplysningsplikten etterlevs. Departementet anser det hensiktsmessig at det operative ansvaret for børsnoterte foretaks løpende informasjonsplikt forblir hos børsen, og slutter seg til Kredittilsynets forslag om dette. Flere høringsinstanser har reist spørsmål ved forslaget om å videreføre et krav om at opplysningene skal sendes til den børs der de finansielle instrumentene er notert, med mindre Kredittilsynet bestemmer noe annet. Etter departementets oppfatning legger ikke direktivet hindringer for en slik utforming av prosedyrene mht. offentliggjøring.

## 10 Markedsmanipulasjon

### 10.1 Generelt

Markedsmanipulasjon innebærer forstyrrelse av de legitime mekanismene som ellers virker inn ved alle typer handel (kjøp, salg, bytte, lån mv.). Slik forstyrrelse kan for eksempel gå ut på å skape et villedende inntrykk av kjøps- eller salgsinteresse (tilbud og etterspørsel), eller å spre annen informasjon som markedet tillegger betydning i den tro at informasjonen er korrekt og rettleddende.

Markedsmanipulasjon kan foregå på alle typer markeder, som for eksempel boligmarkedet eller kunstmarkedet. I det følgende er det imidlertid manipulasjon av verdipapirmarkedet som er tema. Med verdipapirmarkedet menes i denne sammenheng den delen av markedet som gjelder handel og utstedelse av finansielle instrumenter som er eller søkes notert på børs eller autorisert markeds plass. Markedet for noterte instrumenter kalles gjerne det regulerte markedet.

Ved at de legitime markedsmekanismene forstyrres, vil det være stor risiko for at handler sluttet på feilaktig eller sviktende grunnlag. I så fall vil risikoen for å tape penger som følge av tilfeldigheter bli høyere (uforutsigbar risiko). Kort sagt blir konsekvensen i sin tur at aktørene vil ønske å innberge et høyere risikotillegg (eller velge alternative markeder), noe som av ulike årsaker dermed vil svekke norske bedrifters tilgang på kapital, se nærmere NOU 1996: 2 side 20 flg. På grunnlag av slike konsekvenser er det altså svært viktig at markedsaktørene har tillit til at verdipapirmarkedet fungerer på en tilfredsstillende måte. Dette er noe av bakgrunnen både for eksisterende norsk lovgivning, og for de EØS-forpliktelsene som nå skal gjennomføres i norsk rett.

### 10.2 Gjeldende rett

Det finnes flere bestemmelser i norsk rett som forbyr ulike former for markedsmanipulasjon. Blant annet er det i vphl. § 2–6 nedfelt et forbud mot ureddelig påvirkning av kursen (prisen) på finansielle instrumenter notert på børs eller norsk autorisert markeds plass (kursmanipulering). Videre fremgår det av vphl. § 2–5 et forbud mot urimelige forret-

ningsmetoder ved handel i noterte og unoterte finansielle instrumenter. Av andre mer generelle bestemmelser, som altså ikke bare er rettet mot markedsmanipulering, kan nevnes børsforskriften § 22–1 om kravet til god børsskikk overfor utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter, og vphl. § 9–2 om god forretningsskikk for verdipapirforetak. Straffeloven § 273 og § 274 rammer også ulike typer villedende og manipulerende adferd, men virker ikke i konkurrans med vphl. § 2–6, jf. strl. § 273 annet ledd og § 274 femte ledd.

Felles for bestemmelsene, og særlig for vphl. § 2–5 og § 2–6, er at hensynet til aktørenes tillit til markedets integritet og virkemåte er en sentral del av den legislative begrunnelse, jf. pkt. 10.1 ovenfor.

### 10.3 EØS-rett

Direktivet art. 5 gir uttrykk for medlemsstatenes forpliktelse til å nedlegge forbud mot markedsmanipulasjon. Dette forbudet skal gjelde for enhver fysisk og juridisk person, uavhengig av bransje og profesjonalitet.

Markedsmanipulasjon er definert på følgende måte i direktivet art. 1 nr. 2 første ledd:

««Market manipulation» shall mean:

- (a) transactions or orders to trade:
- which give, or are likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for or price of financial instruments, or
  - which secure, by a person, or persons acting in collaboration, the price of one or several financial instruments at an abnormal or artificial level,

unless the person who entered into the transactions or issued the orders to trade establishes that his reasons for so doing are legitimate and that these transactions or orders to trade conform to accepted market practices on the regulated market concerned;

(b) transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance;

(c) dissemination of information through the media, including the Internet, or by any other means, which gives, or is likely to give, false or misleading signals as to financial instruments, including the dissemination of rumours and fal-

se or misleading news, where the person who made the dissemination knew, or ought to have known, that the information was false or misleading. In respect of journalists when they act in their professional capacity such dissemination of information is to be assessed, without prejudice to Article 11, taking into account the rules governing their profession, unless those persons derive, directly or indirectly, an advantage or profits from the dissemination of the information in question.»

Direktivet art. 1 nr. 2 identifiserer to hovedformer for markedsmanipulasjon: (i) Manipulasjon ved hjelp av transaksjoner eller handelsordrer, og (ii) manipulasjon ved utbredelse av annen informasjon enn gjennom handel og ordrer i seg selv.

Transaksjoner og handelsordrer innebærer for det første markedsmanipulasjon dersom de er egnet til å gi villedende signaler om tilbud, etterspørsel, eller pris relatert til finansielle instrumenter, jf. art. 1 nr. 2 bokstav a. Herunder – selv om direktivet nevner det i et eget strekpunkt – transaksjoner eller handelsordre som holder kursen på et unormalt eller kunstig nivå. Dersom det kan godtgjøres at slike transaksjoner eller ordrer har en legitim begrunnelse og at de er i samsvar med akseptert markedspraksis på den aktuelle markedsplassen, er det likevel ikke snakk om markedsmanipulasjon i direktivets forstand. Det er imidlertid gjerningspersonen selv som må påvise at begrunnelsen er legitim og i tråd med akseptert markedspraksis. For det andre vil transaksjoner og ordrer i følge direktivet art. 1 nr. 2 bokstav b også utgjøre markedsmanipulasjon dersom de er tilknyttet villedende eller bedragerisk oppreden.

Utbredelse av informasjon utgjør også markedsmanipulasjon dersom utbredelsen er egnet til å gi villedende signaler om finansielle instrumenter, for eksempel gjennom rykter eller nyheter, jf. direktivet art. 1 nr. 2 bokstav c. Det stilles ingen vilkår knyttet til hvordan utbredelsen av informasjonen har skjedd. Utbredelse gjennom media, internett og på alle andre måter omfattes. Imidlertid stilles det som vilkår at den som var ansvarlig for utbredelsen visste eller burde ha visst at den aktuelle informasjonen var villedende.

I tilfeller hvor det er journalister som utbrer informasjon, skal det i vurderingen av om det foreligger markedsmanipulasjon tas hensyn til bransjeregler (for eksempel «Vær Varsom-plakaten»). Journalisten skal imidlertid vurderes som enhver annen person dersom vedkommende direkte eller indirekte oppnår en fordel eller økonomisk utbytte som følge av informasjonsutbredelsen.

Definisjonen av markedsmanipulasjon eksem-

plifiseres i direktivet art. 1 nr. 2 annet ledd. Blant annet er det markedsmanipulasjon dersom én eller flere personer i fellesskap går inn for å sikre en dominerende stilling i forhold til tilbud eller etterspørsel i et finansielt instrument med den virkning at kursen påvirkes eller at det skapes andre uheldige markedsforhold, jf. første strekpunkt. Videre er det markedsmanipulasjon dersom det foretas kjøp eller salg idet markedet er i ferd med å stenge, med den virkning at investorer villedes på bakgrunn av sluttkursene, jf. annet strekpunkt. Et siste eksempel på markedsmanipulasjon er bruk av ulike typer medier til å tilkjennegi meninger direkte eller indirekte om et finansielt instrument, etter å ha posisjonert seg i instrumentet, med den følge at det oppnås en gevinst. Det siste eksempelet anses ikke som markedsmanipulasjon dersom det opplyses om interessekonflikten på en klar og effektiv måte, jf. tredje strekpunkt. Dette er tre praktiske tilfeller av markedsmanipulasjon, selv om eksemplifiseringen ikke er uttømmende.

Avslutningsvis bestemmer direktivet art. 1 nr. 2 tredje ledd at definisjonen av markedsmanipulasjon skal tilpasses slik at også nye former for atferd kan omfattes:

«The definitions of market manipulation shall be adapted so as to ensure that new patterns of activity that in practice constitute market manipulation can be included.»

Dette betyr at EØS-forpliktelsen vil utvikles på samme måte som definisjonen av markedsmanipulasjon utvikles.

Det er i regi av The Committee of European Securities Regulators (CESR) opprettet en arbeidsgruppe som skal sammenholde og vurdere tilfeller av markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis. Norge deltar i denne arbeidsgruppen.

For å sikre et mest mulig harmonisert regelverk gir direktivet art. 1 siste ledd hjemmel til å vedta utfyllende rettsakter om direktivets definisjon av markedsmanipulasjon i art. 1 nr. 2. Slike utfyllende regler er gitt i første kommisjonsdirektiv art. 4 og 5 i form av momenter som skal inngå i en helhetsvurdering. Opplistingen av relevante momenter er ikke uttømmende.

For å kunne følge utviklingen i finansmarkedene, jf. ovenfor, gir direktivet art. 1 siste ledd også hjemmel til å oppdatere de utfyllende reglene (les; komitologiregelverket) fortløpende.

Som nevnt ovenfor vil transaksjoner og handelsordrer som omfattes av strekpunktene i direktivet art. 1 nr. 2 første ledd bokstav a, ikke være å anse som markedsmanipulasjon dersom det kan godtgjøres at atferden har en legitim interesse og at den



er i samsvar med «akseptert markedspraksis». Hva som skal regnes som akseptert markedspraksis fremgår av direktivet art. 1 nr. 5:

«Accepted market practices» shall mean practices that are reasonably expected in one or more financial markets and are accepted by the competent authority in accordance with guidelines adopted by the Commission in accordance with the procedure laid down in Article 17(2).»

Av akseptert markedspraksis kreves altså at det er snakk om praksis som med rimelighet kan forventes i ett eller flere markeder, og som er akseptert av de kompetente myndigheter. Når myndighetene vurderer om en gitt praksis kan aksepteres, skal de ta utgangspunkt i de retningslinjene som er vedtatt i tredje kommisjonsdirektiv art. 2.

## 10.4 Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet omtaler markedsmanipulasjon i høringsnotatet side 44–55. På side 51–52 er det vist til at direktivets regler om markedsmanipulasjon er omfattende og at tilsvarende norsk lovgivning ikke har samme detalgrad. Det er også vist til at direktivet, med unntak av art. 1 nr. 2 bokstav c, ikke oppstiller krav til skyld i forhold til markedsmanipulasjon.

Kredittilsynet har uttalt følgende om forholdet mellom EØS-forpliktelsene og gjeldende norsk rett, jf. høringsnotatet side 52–54:

«Til tross for manipulasjonsbestemmelsens omfang, er det stor grad av samsvar med gjeldende norsk rett og Direktivet, jf. vphl §§ 1–1, 2–5, 2–6 og 9–2, straffeloven §§ 273 og 274, samt børsloven § 5–1 første ledd. Bakgrunnen ligger i norsk lovgivnings bruk av rettslige standarder som «urimelige forretningsmetoder», «uredelig å påvirke» og «god forretningskikk». Etter gjeldende § 2–6 rammes «uredelige» kursmanipulasjon. Grensen mellom lovlig og ulovlig kurspåvirkning kan være vanskelig å trekke, noe forarbeidene (NOU 1996:2 kapittel 6) til bestemmelsen understreker:

«Det er knyttet en rekke problemer til grensedragningen mellom lovlig og ulovlig kursmanipulasjon. Et av de største problemene er at bak en transaksjon kan det foreligge ulike motiver som ikke lett lar seg avdekke. Ofte vil det kun være selve handlingen som gir indikasjoner på om det finner sted ulovlig kursmanipulasjon. Et slikt handlingsmønster kan imidlertid også dekke helt legitim markedsadfærd og/eller være et resultat av tilfeldigheter»

I forarbeidene til dagens § 2–6 listes opp enkelte eksempler på kursmanipulasjon som fortsatt vil være relevante:

«Wash sale. Dette er en transaksjon som meldes til markedet men som ikke innebærer en reell endring i eierskapet. Transaksjonen er fiktiv. Kjøper pådrar seg ingen reelle finansielle forpliktelser overfor selger. Målet med slike transaksjoner er å gi et misvisende uttrykk for aktiv handel i verdipapirene.

Matched order. Denne type transaksjoner kjennetegnes ved at det legges inn kjøps- eller salgordre, samtidig som ordregiver har kunnskap om eller vet at en motsvarende ordre er lagt inn eller vil bli lagt inn på samme tid og til samme volum og pris. I disse tilfellene handler ordregiver enten med seg selv eller med noen han opptrer i forståelse med. Formålet med denne type transaksjoner er også ofte å gi et misvisende inntrykk av aktiv handel.

Pool. Dette er en ordning som innebærer en avtale mellom fler som opptrer i en gruppe for å koordinere kjøp og salg av verdipapiret. En «bear pool» er en sammenslutning som har som formål å foreta shortsalg for så å kjøpe tilbake verdipapiret til lavere priser. I en «bull pool» vil deltakerne først kjøpe verdipapiret for så å selge dem til en høyere pris.

Market rigging. Under denne formen for markedsmanipulasjon faller bedrageri og tilfeller av rettsstridig adferd som f. eks. spredning av falske rykter.»

Corner. Et typisk tilfelle av denne type markedsmanipulasjon består i at en stor enkeltinvestor eller en gruppe av investorer søker å oppnå kontroll med tilbudet av et verdipapir. Der som slik kontroll oppnås kan en slik gruppe tvinge investorer som er short i verdipapiret til å stenge sine posisjoner til urimelig høye priser.

På enkelte områder kan det neppe sies å være fullt samsvar mellom Direktivet og gjeldene norske regelverk. For eksempel tar art. 1 nr. 2 utgangspunkt i transaksjoner og handelsordre, jf. litra a). Andre faktiske handlinger vil undertiden sies å være omfattet av vphl § 2–6 uten at de dekkes av nevnte begreper. Sett i lys av «sekkebestemmelsen» i art. 1 nr. 2 b) og reglen om spredning av falsk og misvisende informasjon i art. 1 nr. 2 c), antas imidlertid ikke dette å medføre noen vesentlig endring. Passusen «any other form of deception or contrivance» (i den danske versjonen «alle andre former for bedrag eller påfund») synes å omfatte annen rettsstridig markedsmanipulasjon, herunder (andre) faktiske handlinger. Et praktisk eksempel her er påvirkning av systemprisen i spothandel for kraft for derigjennom å oppnå en vinning i det finansielle markedet.

Bestemmelsene om markedsmanipulasjon

er ment å ramme rettsstridig adferd. Direktivet legger til grunn at så vel reelle som fiktive transaksjoner og handelsordre, samt annen bedrageriaktig fremferd, herunder spredning av falske og misvisende signaler om finansielle instrumenter, kan utgjøre slik adferd. Forbudet og definisjonen av markedsmanipulasjon er derimot ikke ment å ramme legitim kurspåvirkning, typisk stabilisering eller praksis i overensstemmelse med akseptert markedspraksis.

Kredittilsynet legger til grunn at antatt rettsstridig adferd, det vil si uredelig markedsmanipulasjon, vil måtte vurderes konkret. Denne vurderingen vil undertiden fremstå som mindre skjønnsom enn etter dagens regelverk. Bakgrunnen er at dagens rettslige standard kodifiseres i form av en rekke vurderingskriterier/faktorer.

Når det gjelder begrepet «transaksjoner», er det Kredittilsynets oppfatning at dette omfatter kjøp, salg, tegning, bytte og, avhengig av forholdene, lån av finansielle instrumenter. Det er klart at transaksjoner som gir eller kan gi misledende signaler om tilbudet av, etterspørselen etter eller prisen på finansielle instrumenter, vil være omfattet. Dette er en viktig presisering i forhold til vphl § 2–6 som etter sin ordlyd bare omfatter uredelig kurspåvirkning. Det er videre klart at transaksjoner utført av en eller flere personer som sikrer kursen til finansielle instrumenter på et kunstig nivå, vil omfattes.

Ettersom både reelle og fiktive transaksjoner er omfattet av markedsmanipulasjonsdefinisjonen, vil sontringen mellom de to ha lite å si ved vurdering av om Direktivet kommer til anvendelse. Sontringen vil derimot være viktig når det skal avgjøres om en handling er legitim eller illegitim. Etter Kredittilsynets oppfatning er det klart at fiktive handlinger i utgangspunktet ikke vil fremstå som legitime.

I følge Direktivets art. 1 nr. 2 er både transaksjoner og handelsordre omfattet, noe som medfører at det i utgangspunktet ikke er nødvendig å sondre mellom de to. En handelsordre relaterer seg til situasjonen når en investor benytter en mellommann (typisk et verdipapirforetak) for å gjennomføre en tiltenkt transaksjon. Beskrivelsen over om transaksjoner gjelder så langt den passer også for handelsordre.

Når det gjelder spredning av informasjon gjennom media og internett som gir eller kan gi falske signaler om finansielle instrumenter, bemerkes det at dagens § 2–6 andre ledd inneholder enkelte av de samme vurderingskriteriene. Direktivets art. 1 nr. 2 c) er likevel videre ettersom den ikke har noe formålsvilkår. Skyldkravet i art. 1 nr. 2 c) er forsett eller uaktsomhet.

Etter Kredittilsynets skjønn vil det være uheldig å oppstille en omvendt bevisbyrde i et norsk straffebud mot markedsmanipulasjon.

Spørsmålet bør imidlertid vurderes nærmere i forbindelse med administrative sanksjoner, jf høringsnotatets kapittel 16.»

Kredittilsynet foreslår at hoveddelen av direktivene inntas i enten lov eller forskrift. Kredittilsynet ser det som usikkert om det vil være i samsvar med EØS-forpliktelsene dersom eksemplene i direktivet eller vurderingsfaktorene i kommisjonsdirektivene, utelukkende fremgår av forarbeidene. Under enhver omstendighet mener Kredittilsynet at det virker fornuftig fra borgernes ståsted at bestemmelsene er lett tilgjengelig gjennom færrest mulig rettskilder.

Hovedbestemmelsen om markedsmanipulasjon foreslås inntatt i ny vphl. § 2–8. Det foreslås også at dagens vphl. § 2–5 om urimelige forretningsmetoder videreføres i ny vphl. § 2–9. I høringsnotatet uttaler Kredittilsynet følgende om forslaget til gjennomføring, jf. side 54–55:

«Kredittilsynet foreslår at definisjonen av og forbudet mot kursmanipulering tas inn i ny vphl § 2–8. Forbudet vil gjelde for enhver og suppleres av § 2–9 der dagens regel om urimelige forretningsmetoder foreslås inntatt, jf vphl § 2–5. Det er klart at en handling kan rammes av forbudet selv om vedkommende ikke lykkes i å påvirke kursen, volumet mv., jf straffeloven §§ 2 og 49.

Definisjonen av markedsmanipulasjon bør ta utgangspunkt Direktivets art. 1 nr. 2 a) – c). Kredittilsynet finner det ikke klart at andre alternativ i litra b) kan gjennomføres som den er i forhold til norsk strafferettstradisjon. Bakgrunnen for dette er bestemmelsens generelle utforming.

Kredittilsynet foreslår at alternativene «transaksjoner, handelsordre eller handlinger» inntas i den norske lovteksten. Med dette presiseres at andre faktiske handlinger enn transaksjoner og handelsordre, er omfattet. Det bør som følge av at «handling» inntas, ikke være nødvendig å gjennomføre art. 1 nr. 2 litra b) særskilt. Unntaket for alminnelig akseptert markedspraksis bør fremkomme av definisjonen. Det antas ikke nødvendig å innta passusen om «his reasons for so doing are legitimate». For det første kan det ikke oppstilles en omvendt bevisbyrde. For det andre vil beveggrunnene/motivene til den som utfører en handling (eventuelt lar være) inngå som ledd i vurderingen av om en praksis kan anses som alminnelig akseptert. Med dette menes at det som i dag må vurderes om handlingen er «uredelig». Når det gjelder dette vilkåret, antar Kredittilsynet at reguleringen av alminnelig akseptert markedspraksis er tilstrekkelig. Unntaket tar høyde for legitim fremferd og «uredelig» kan derved tas

ut av lovt teksten. Til gjengjeld bør det presises i vphl at det finnes former for akseptert markedsmanipulasjon, jf forslaget til § 2–12 om kursstabilisering og tilbakekjøp.

Passusen om journalister i art. 1 nr. 2 litra c) andre punktum, behøver etter Kredittilsynets skjønn ikke gjennomføres særskilt.

Det virker lite hensiktsmessig å beholde dagens eksempler på kursmanipulasjon. Eksempelene i Direktivets art. 1 nr. 2 og vurderingsfaktorene/signalene i første og tredje kommisjonsdirektiv bør derimot inntas i forskrift, jf over. Kredittilsynet foreslår derfor en forskriftshjemmel til slutt i bestemmelsen. Utkast til slik forskrift er vedlagt høringsbrevet til illustrasjon.

Markedsmanipulasjonsbestemmelsen vil være straffesanksjonert slik tilfellet er i dag. Når det gjelder skyldkravet presiserer Kredittilsynet at det ikke kan oppstilles noe krav om kurspåvirkningshensikt, jf diskusjonen om begrepet «søke» i juridisk teori. Kravet til skyld vil etter dette fremkomme av vphl § 14–3 og være alminnelig forsett eller uaktsomhet.»

## 10.5 Høringsinstansenes merknader

*FNH/Sparebankforeningen* har uttalt følgende i tilknytning til utkast til ny vphl. § 2–8 og Kredittilsynets forslag om gjennomføring av direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a:

«Unntaket for alminnelig akseptert markedspraksis i utkastet til § 2–8 bør etter vår vurdering innta direktivets passus om «legitimate reasons», altså at man kan godtgjøre at det er en legitim begrunnelse for de aktuelle transaksjoner eller ordrer. Det kan ikke utelukkes at det for eksempel kan finnes tilbakekjøpsituasjoner som er legitime, men som ikke nødvendigvis er gjennomført så bredt at det er naturlig å karakterisere ordningen som en praksis som er «alminnelig akseptert». Dette bør ikke rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon.»

For øvrig retter *FNH/Sparebankforeningens* uttalelser (om utkastet § 2–8) seg mot spørsmål som i større grad angår kursstabilisering og/eller tilbakekjøp av egne aksjer. Dette behandles særskilt i pkt. 11 nedenfor.

*Nord Pool ASA* og enkelte andre høringsinstanser har kommet med innspill vedrørende forståelsen av direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a, jf. høringsuttalelsen side 2:

«I Kredittilsynets forslag til implementering er uttrykket «likely to give» erstattet med «vil kunne gi». Mens «likely to give» trolig må forstås som et krav om sannsynlighetsovervekt, så kre-

ver uttrykket «vil kunne gi» bare at det er en mulighet for at den aktuelle handlingen kan gi uriktige eller misvisende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter. Bestemmelsen gis således langt større rekkevidde enn det finnes holdepunkter for i MAD.»

Om forståelsen av direktivet art. 1 nr. 2 bokstav b har *Nord Pool ASA*, i samsvar med enkelte andre høringsinstansers synspunkter, dessuten bemerket følgende:

«Videre har Kredittilsynet i tillegg til «transactions or orders to trade» tatt inn *handlinger* i sitt forslag til markedsmanipulasjonsdefinisjon. Bakgrunnen for dette er at Kredittilsynet tolker MAD artikkel 1(2) dit hen at passusen «any form of deception or contrivance» ikke relaterer seg til «transaction or orders to trade», men er en handlingsbeskrivelse som står på egne ben. En slik forståelse kan etter vår oppfatning ikke være riktig, så vel ut fra en alminnelig språklig forståelse av bestemmelsen som ut fra markedsmanipulasjons-definisjonens oppbygning for øvrig.»

Med henvisning til tredje kommisjonsdirektiv art. 3 nr. 2 har *Nord Pool ASA* videre stilt spørsmål om reglene om konsultasjonsprosedyrer er tilstrekkelig ivarettatt i Kredittilsynets forslag til lover og forskrifter. Andre høringsinstanser har kommet med uttalelser om dette som går i samme retning.

*Nord Pool ASA* har videre omtalt det som kan betegnes som rettsstridsreservasjonen i direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a (adferd som har en legitim begrunnelse og er i samsvar med akseptert markedspraksis):

«For den som ved sin opptreden møter MAD's definisjonen av markedsmanipulasjon i artikkel 1(2) legger MAD opp til en omvendt bevisbyrde for den som hevder å ha en legitim begrunnelse for sin opptreden og hevder at handlemåten er i overensstemmelse med akseptert markedspraksis. Kredittilsynet har på området for markedsmanipulasjon lagt opp til et strafferettslig regime. På bakgrunn av at det tradisjonelt oppfattes som problematisk å operere med omvendt bevisbyrde på strafferettens område har Kredittilsynet ikke implementert en regel med omvendt bevisbyrde. MAD legger imidlertid opp til sanksjonsfrihet for statene. Direktivforpliktelsene kan derfor oppfylles ved å innføre et administrativt sanksjonsregime.»

Lignende synspunkter har vært fremmet av advokatfirmaet *Wiersholm, Mellbye & Bech*, jf. høringsuttalelsen side 16. Det er der blant annet vist til at det er et krav etter direktivet at den som ikke

kan oppfylle sin bevisbyrde på dette punktet, skal møtes med sanksjoner.

Om skyldvilkåret i den foreslåtte bestemmelsen om markedsmanipulasjon har Nord Pool ASA uttalt:

«I juridisk teori har det vært diskutert hvilket skyldvilkår som gjelder for dagens kursmanipuleringsbestemmelse. Kredittilsynet presiserer i høringsnotatet at det ikke kan oppstilles noe krav om kurspåvirkningshensikt. Kredittilsynet legger etter dette opp til et skyldvilkår hvor simpel uaktsomhet med hensyn til alle elementer av gjerningsbeskrivelsen er tilstrekkelig for å rammes av forbudet mot markedsmanipulering. På bakgrunn av at det som utgangspunkt synes ulogisk å uaktsomt kunne manipulere, samt at skyldvilkåret er av sentral betydning for hvordan bestemmelsen kan håndheves fremstår omtalen av skyldvilkåret som svært knapp.»

*Norges Fondsmeglerforbund* har berørt spørsmålet om fremgangsmåten ved implementeringen av EØS-forpliktelsene i norsk rett. Forbundets oppfatning er at definisjonen av markedsmanipulasjon må inntas i den norske lovgivning slik den er formulert i direktivet art. 1 nr. 2.

Når det gjelder forståelsen av EØS-forpliktelsene og gjennomføringen av disse i norsk rett, uttaler forbundet følgende i sin høringsuttalelse side 11–12:

«Når det gjelder det foreslåtte regelverket om markedsmanipulasjon så er dette relativt omfattende når man medtar utkastet til forskrift. Det er Forbundets oppfatning, i tråd med det som er sagt over, at også definisjonen av «market manipulation» må inntas i den norske lovgivning slik den er formulert i MAD art 1 nr 2. Det er imidlertid høyst tvilsomt om det er nødvendig og hensiktsmessig med en implementering av eksemplene i første kommisjonsdirektiv i en egen forskrift. Til dels vil en slik teknikk stå i skarp kontrast til de råd som ble gitt under konsultasjonsprosessen i CESR da det ble gitt klart uttrykk for at slike, ikke uttømmende, lister over mulig manipulasjon ikke var egnet for lovgivning, men mer skulle tjene som veiledning. Dette er også gjenspeilet i første kommisjonsdirektiv art 4 første ledd.

Høringsutkastet berører spørsmålet om bevisbyrde i tilknytning til markedspraksis. Som også Kredittilsynet er inne på flere steder reiser det forhold at overtredelse av manipulasjonsforbudet kun er forbundet med straffereaksjon særlige problemstillinger. Direktivet er nok for en stor del utformet med den underliggende tanke at en rekke overtredelser skal kunne sanksjoneres administrativt, hvilket angivelig ikke skal anses som straff, noe som igjen kan få

betydning for bevisbyrdeproblematikken. Det er Forbundets prinsipielle holdning at der en overtredelse er forbundet med mulig straffansvar så må bevisbyrden for det straffbare ligge utelukkende på myndighetssiden. Dette blir problematisk i forhold til direktivet som legger opp til at den enkelte aktør som er gjenstand for etterforskning eller lignende skal godtgjøre at den mulig manipulative adferd er i legitim og i samsvar med akseptert markedspraksis.

Vi konstaterer at Kredittilsynet på dette punkt ikke foreslår en slik bevisbyrderegulering, noe som er en *ubetinget fordel*. Likevel bør det redregjøres grundig for denne problemstilling i det forslag som fremmes for Stortinget.

Når det gjelder den nærmere definisjon av hva som er å anse som manipulasjon er det viktig å være klar over at en del av de eksempler som nevnes i første kommisjonsdirektiv kan være helt ordinære i enkelte markeder, da vurderingen av den eventuelt manipulative effekt mv vil avhenge av handelsteknikker, tradisjoner, likviditet, gjennomlysning mv. For eksempel kan tilfeller som nevnt i første kommisjonsdirektiv art 4 første ledd bokstav a) og b) være temmelig normalt i mindre likvide markeder. Det vil stride mot alminnelige sunn fornuft å lage regler som fastslår at slik adferd kan være markedsmanipulasjon (selv om det selvsagt kan være tilfelle). Ved en slik eksemplifisering risikerer man faktisk å snu bevisbyrden, samtidig som man karakteriserer normalsituasjoner som mistenkelige. Dette vil ikke være særlig bra.

Til spørsmålet om man må implementere disse definisjonene og eksemplene skriver Kredittilsynet i punkt 9.4 følgende:

Kredittilsynet finner det riktig å foreslå at hoveddelen av Direktiv – og kommisjonsdirektivbestemmelsene inntas i lov eller forskrift. All den tid det dreier seg om rettsakter, *antas det usikkert i forhold til Norges implementeringsforpliktelser om eksemplene i Direktivet eller vurderingsfaktorene i kommisjonsdirektivene, utelukkende inntas i forarbeidene*. Under enhver omstendighet virker det fornuftig fra regelverkbruktors ståsted at bestemmelsene er lett tilgjengelig gjennom færres mulig rettskilder. (Vår understreking)

Standpunktet synes å stå i en viss motstrid til det standpunkt Kredittilsynet har tatt til problemstillingen når det gjelder implementering av andre deler av direktivene. Etter vår vurdering er således ikke Kredittilsynets vurderinger konsekvente.

I tillegg til dette bemerkes at vurderingen etter all sannsynlighet ikke er riktig. Art 1 nr 2 er slik utformet at det synes utvilsomt at bokstav a), b) og c) første ledd må implementeres i tråd med ordlyden. Hvorvidt alt bør inntas i lov

eller om noe kan legges til forskrift er for så vidt åpent. Når det imidlertid gjelder de utfyllende strekpunkter under art 1 nr 2 bokstav c) er spørsmålet mer åpent. Den innledende teksten fastslår at de følgende eksemplene er utledet fra kjernedefinisjonen. Det dreier seg om avledede eksempler og som sådan kan det være god grunn til å vurdere kritisk om disse eksemplene er egnet som lov- eller forskriftstekst. Vi viser til det som er sagt over med hensyn til bruk av eksempler, som forutsetningsvis ikke er uttømmende, og til bevisbyrdeproblematikken. I tillegg bemerkes at lovteksten kan bli temmelig komplisert. Det er således ikke sikkert at det er riktig at det ut fra regelverkbrukernes ståsted blir lettere tilgjengelig. Man kan tenke seg mange typetilfeller som ikke er nevnt og usikkerheten kan bli stor i forhold til dette. Man kan videre risikere en overfokusering på de eksemplene som nevnes, herunder en tendens til å vurdere dette som uttømmende, slik at man mister av syne det overordnede. Dette igjen kan svekke muligheten for dynamikk som ligger som en forutsetning i siste del av bestemmelsen.

Når det gjelder eksemplifiseringen i første kommisjonsdirektiv art 4 så er det, etter vår oppfatning, ikke i samsvar med direktivteksten og motivene bak eksempellisten å fastsette disse som forskrift. Som allerede nevnt har det hittil vært bred enighet om at de indikative listene ikke var egnet som lovtokst. Av innledningen i art 4 i første kommisjonsdirektiv fremgår det også at

Member States shall ensure that the following non-exhaustive signals, which should not necessarily be deemed in themselves to constitute market manipulation, are taken into account when transactions or orders to trade are examined by market participants and competent authorities:

Av dette følger det temmelig klart at det ikke foreligger noen plikt til å innta dette i lovs eller forskrifts form. Medlemslandenes plikt er knyttet til å sikre at de gitte, ikke uttømmende, eksemplene blir tatt i betraktning av markedsaktører og tilsynsmyndigheter når man skal vurdere enkeltransaksjoner eller ordre, f eks i forhold til rapporteringsplikter. Å sikre dette kan gjøres på flere måter, dels gjennom merknader i forarbeider, dels gjennom anbefalinger og kommentarer i rundskriv mv

Kredittilsynet viser selv til at det er usikkert om det er tilstrekkelig å innta vurderingskriteriene kun i forarbeidene. Etter vår oppfatning er dette ikke særlig tvilsomt, jfr over. I tillegg reagerer vi på at Kredittilsynet fremhever en slik usikkerhet. De relevante problemstillinger omkring bruken av disse indikative listene har vært kjent for Kredittilsynet i mer enn ett år og Kredittilsynet burde sålede søkt å avklare den-

ne usikkerhet forut for utarbeidelsen av høringsutkastet.»

*Oslo Børs* har i sin høringsuttalelse rettet fokus på vurderingstemaer som kan være vanskelig å behandle strafferettslig. Det er særlig unntaket for «alminnelig akseptert markedspraksis» i forslaget til ny vphl. § 2–8 første ledd som er omtalt, jf. side 5:

«Ulempen med det forslatte er at henvisningen til «alminnelig akseptert markedspraksis» lett kan forstås som at det som mange andre gjør er lovlig, selv om det ikke har vært formålet med bestemmelsen. Det er også en viss risiko for at domstolene legger en for lempelig vurdering til grunn. Børsen har imidlertid ikke selv funnet noe fullt godt alternativ.»

*Wiersholm, Mellbye & Bech, advokatfirma DA* har blant annet kommentert Kredittilsynets bruk av begrepet «alminnelig akseptert markedspraksis» i forskriften § 1–2 (begrepet benyttes også i Kredittilsynets forslag til ny vphl. § 2–2, § 2–8 og i overskriften til forskriften kapittel 1). Det uttales følgende om begrepsbruken i høringsnotatet side 14:

«Et første eksempel er at Kredittilsynet i sitt forslag til forskrift § 1–2 omskriver begrepet «akseptert markedspraksis» til «alminnelig akseptert markedspraksis», men slik at det Kredittilsynet skal avgjøre hva som er «alminnelig akseptert». Direktivenes tilnærming er at må være snakk om en markedspraksis som må være akseptert («accepted market practices») men hvor det er *myndighetenes aksept* som teller; ikke om en praksis er mer eller mindre alminnelig akseptert av markedsaktørene.»

*ØKOKRIM* har et annet syn enn mange av de andre høringsinstansene vedrørende hva som bør lov- og forskriftsfestes og hva som kun bør omtales i forarbeidene. Det er blant annet uttalt om dette og om forståelsen av definisjonene, jf. høringsnotatet side 8–9:

«Gjeldende norske bestemmelse rammer «ureddelig» påvirkning. Den rettslige standardens innhold eksemplifiseres så i selve bestemmelsen og i forarbeidene. Forslaget til ny definisjon er noe mer omfattende, men mindre utfyllende enn definisjonene etter Direktivet og Level 2-bestemmelsene. Dette er etter vår mening positivt, jf våre bemerkninger hva gjelder definisjon av innsideinformasjon ovenfor. Imidlertid er kriteriene i forslaget definisjon av markedsmanipulasjon problematiske strafferettslig sett – og så uten Level 2-presiseringene. Det vises særlig til formuleringene «uriktige eller misvisende signaler», «sikrer» prisen og «unormalt eller kunstig nivå». Det er uklart når prisen blir «sikret» på et «unormalt eller kunstig nivå». Hvilke

handlinger utgjør sikring, tidsmessig og kvalitetsmessig? Hva er sammenligningsgrunnlaget for unormalt eller kunstig nivå? Og er det realitetsforskjeller mellom «unormalt» og «kunstig» nivå? F eks er det uklart om man mener det skal være realitetsforskjell mellom begrepene «uriktige» og «misvisende». Samme spørsmål gjør seg gjeldende for forholdet mellom «uriktige» og «villedende» «signaler» i definisjonens annet avsnitt. I tillegg er det for oss vanskelig å se hvorfor man har valgt formuleringen «misvisende» i første avsnitt og formuleringen «villedende» i annet avsnitt. Vi antar at man vil være bedre tjent med samme vilkår i begge deldefinisjoner, med mindre det er ment å skulle være realitetsforskjeller mellom dem. I høringsnotatet fremkommer imidlertid intet som tilsier at dette har vært hensikten. For så vidt gjelder denne bestemmelsen vil omfattende og instruktiv tolkningsveiledning i lovforarbeidene være nærmest en nødvendig vilkår for en strafferettslig håndheving.

Av bestemmelsens siste punktum fremgår at departementet foreslås gitt en forskriftshjemmel for fastsettelse av «nærmere regler om definisjonen av markedsmanipulasjon». I så tilfelle vil departementets utfyllende definisjoner etter omstendighetene utgjøre ytterligere kriterier av betydning for straffansvar – og dermed lede til ytterligere utfordringer sett fra en strafferettslig synsvinkel. ØKOKRIM stiller spørsmål om det er nødvendig ut fra Norges implementeringsforpliktelser, eller hensiktsmessig ut fra andre hensyn, at man bygger ut definisjonen av markedsmanipulasjon i forskrift. Så vidt vi forstår skal også eksempler på markedsmanipulasjon inntas i forskrift. På bakgrunn av ovennevnte antas heller ikke dette verken nødvendig eller hensiktsmessig.

ØKOKRIM anser, med det forbehold som ligger i det ovennevnte, som Kredittilsynet at det er uproblematisk å videreføre dagens straffesanksjonering med krav om skyld i den norske manipulasjonsbestemmelsen.

ØKOKRIM er enig i at man ikke bør innta krav om omvendt bevisbyrde i et straffesanksjonert markedsmanipulasjonsforbud. Vi antar for øvrig at uttalelsen i høringsnotatet (pkt 9.2.1) om at «overtredelse . . . vil være straffesanksjonert . . . noe som i utgangspunktet medfører at tvilsrisikoen bør ligge hos overtredere» skyldes en formuleringsfeil.»

ØKOKRIM har videre uttalt seg om forskjellen mellom innsidehandelsforbudet og forbudet mot markedsmanipulasjon i forhold til anvendelsen på varederivater, jf. side 9:

«Utgangspunktet etter forslaget er at bl a innsidehandelsforbudet og forbudet mot markeds-

manipulasjon kommer til anvendelse på varederivater. Hva gjelder innsidestemmelsene, har man fastsatt egen definisjon for varederivater som avviker fra definisjonen for finansielle instrumenter, jf våre kommentarer ovenfor. Hva gjelder markedsmanipulasjon, har man imidlertid ikke behandlet varederivater separat. ØKOKRIM anser det hensiktsmessig at varederivater så langt det er mulig behandles på tilsvarende måte i begge relasjoner. Dette vil medføre at bestemmelsene fremstår som mer helhetlige og etter vårt syn også kunne bedre forutberegneligheten hva gjelder reglene for varederivater.»

Om EØS-forpliktelsene og forslaget til regler om akseptert markedspraksis har ØKOKRIM uttalt følgende, side 9–10:

«Transaksjoner etc som fremstår som markedsmanipulasjon etter definisjonens første ledd, vil likevel gå klar av forbudet dersom de er «i overensstemmelse med alminnelig akseptert markedspraksis», jf forslaget til ny § 2–8. Slik vi forstår forslaget, skal departementet gis forskriftshjemmel til å fastlegge vurderingskriterier for når det foreligger allment akseptert markedspraksis, jf tredje kommisjonsdirektiv art 2 nr 1. ØKOKRIM stiller spørsmål om det er nødvendig eller hensiktsmessig å foreta slike presiseringer i forskrifts form. Det kan neppe anses nødvendig ut fra Norges implementeringsforpliktelser. Listen i tredje kommisjonsdirektiv er «ikke-uttømmende», jf dom i sak C-478/99, Kommisjonen mot Sverige som kommentert innledningsvis. ØKOKRIM anser det som mest naturlig å innta vurderingskriteriene i lovforarbeidene.

Hvorvidt adferden er i samsvar med allment akseptert markedspraksis foreslås etter det vi forstår vurdert på konkret og individuell basis, sml tredje kommisjonsdirektiv art 2 nr 2, basert på nevnte vurderingskriterier. Høringsnotatet legger til grunn at Kredittilsynet skal foreta denne vurderingen på forespørsel fra den enkelte aktør i forkant av at adferden finner sted. ØKOKRIM mener at den skisserte løsning verken er nødvendig ut fra implementeringsforpliktelser eller hensiktsmessig ut fra andre hensyn. For det første tilsier ikke første kommisjonsdirektiv art 2 nr 3 at man skal foreta en individuell, ex ante vurdering av hvert enkelt tilfelle. Ordlyden er at «the competent authorities» skal «review regularly the market practices they have accepted». For det andre anses ikke den skisserte fremgangsmåten for å fremme forutberegneligheten i forhold til hva som er forbudt markedsmanipulasjon. Slike vurderinger vil være konkrete og det vil være begrensede generelle retningslinjer å utlede fra dem. Vi anser det som mer hensiktsmessig at Kredittilsynet utarbeider

rundskriv med retningslinjer, slik at aktørene i markedet gis bedre mulighet for å forutberegne egen rettsstilling. For det tredje anser vi fremgangsmåten som lite praktisk. Vi ser at dette etter all sannsynlighet vil dreie seg om et begrenset antall tilfeller. Men vi finner likevel at den foreslåtte fremgangsmåten med konkrete ex ante vurderinger er prinsipielt og praktisk uheldig, også i forhold til straffehåndhevelsen.

Vi er enige i at det bør være unntak fra manipulasjonsforbudet for handlinger etc som er i overensstemmelse med allment akseptert markedspraksis. Etter vårt syn vil slike handlinger anses som redelige og derfor ikke omfattes av dagens manipulasjonsforbud. For å gi aktørene i markedet økt grad av forutsigbarhet og samtidig gjøre bestemmelsen strafferettslig håndterbar, foreslår vi at (1) den rettslige standarden «uredelig» beholdes i lovteksten, (2) det presiseres i forarbeidene at handlinger etc som er i overensstemmelse med allment akseptert markedspraksis ikke anses som uredelige, (3) istedenfor at departementet gis forskriftshjemmel for fastsettelse av vurderingskriterier, inntas kriteriene i forarbeidene (4) istedenfor at Kredittilsynet skal foreta en individuell, ex ante vurdering av de aktuelle handlinger, utarbeider tilsynet med jevne mellomrom rundskriv til presisering av kriteriet i forhold til gjeldende praksis. I tillegg vil naturligvis Kredittilsynets avgjørelser i saker og rettsavgjørelser være av betydning.»

## 10.6 Departementets vurdering

### Generelt

Markedsmanipulasjon kjennetegnes blant annet av at det ikke er snakk om en homogen forbrytelse i samme forstand som for eksempel et alminnelig tyveri. Det lar seg ikke gjøre innenfor fornuftige rammer å angi nøyaktig den forbudte gjerning fordi den kan bestå av så mange forskjellige objektive og subjektive elementer, og variasjoner og sammensetninger av slike. Derfor er lovgiver, det være seg på fellesskapsplan eller nasjonalt plan, primært henvist til å oppstille rettslige standarder og eventuelt understandarder om hva som kjennetegner den gjerning som forbys. Det vil kunne forekomme tilfeller som klart faller innenfor standardene, og andre tilfeller som ikke så klart faller innenfor. Med tanke på de mindre klare tilfellene kan det gis anvisning på momenter som er relevante for løsningen i konkrete saker. For å skape større forutberegnelighet kan det også utarbeides eksempler på konkrete tilfeller som man ønsker å forby. Og for å

unngå uheldige utslag av de rettslige standardene og de vurderinger som foretas i tilknytning til disse, kan det dessuten opereres med uttalte eller ikke-uttalte rettsstridsreservasjoner (det vil si unntak for det som likevel ikke bør rammes). Rettsstridsreservasjonene kan i sin tur få sitt innhold på samme måte som nevnt ovenfor, gjennom standarder, vurderingskriterier og eksempler. Direktivet og kommisjonsrettsaktene forsøker i store trekk å angi markedsmanipulasjon slik det er beskrevet ovenfor.

Det er klart at direktivet pålegger medlemsstatene en forpliktelse til å forby markedsmanipulasjon som nevnt i art. 5. Det kan likevel tenkes at atferd som er tillatt i andre EØS-land, i konkrete tilfeller kan være forbudt i Norge etter både direktivet og gjennomføringsloven. Dette har sammenheng med det som er sagt ovenfor om at definisjonen er en rettslig standard som må tilpasses sitt «miljø».

Det kan for øvrig også stilles spørsmål om EØS-forpliktelsene åpner for et mer lempelig nasjonalt regelverk. Det må imidlertid være klart at direktivet art. 5, jf. art. 1 nr. 2, avskjærer en slik mulighet. Det ville heller ikke være ønskelig ut fra markeds hensyn å legge seg på et lavere «beskyttelsesnivå» enn i resten av EØS-området.

### *Om hva som må og bør gjennomføres i lov eller forskrift*

Kredittilsynet har foreslått at hoveddelen av direktivene inntas i enten lov eller forskrift. Kredittilsynet har sett det som usikkert om det vil være i samsvar med EØS-forpliktelsene dersom eksemplene i direktivet eller vurderingsmomentene i kommisjonsdirektivene utelukkende fremgår av forarbeidene. Uavhengig av dette mener Kredittilsynet at en gjennomføring av store deler i lov eller forskrift vil lette tilgjengeligheten for borgerne.

Departementet tar til etterretning at Kredittilsynet ser det som usikkert om det vil være en tilstrekkelig implementering av EØS-forpliktelsene dersom eksemplene i direktivet eller vurderingsmomentene i kommisjonsdirektivene utelukkende omtales i forarbeidene. Departementet tar også til etterretning at det er ulike oppfatninger om dette blant høringsinstansene.

Det som i hvert fall må være klart er at hoveddefinisjonen i direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a, b og c må gjennomføres ved lov eller i medhold av lov hvis den ikke allerede er i samsvar med norsk rett. Departementet legger i likhet med Kredittilsynet til grunn at direktivet synes å ha en noe bredere anvendelse enn gjeldende rett på dette punktet. Ingen

høringsinstanser har stilt spørsmål ved om endring av gjeldende rett er nødvendig. Det bemerkes for øvrig at det ikke vil være påkrevd med en ordrett gjengivelse så lenge reglens innhold er den samme. Her har Norge frihet til å tilpasse sin lovgivning til nasjonale tradisjoner og systemer.

Videre mener departementet at eksemplene i direktivet art. 1 nr. 2 annet ledd ikke behøver å gjennomføres ved lov eller forskrift ved siden av gjennomføringen av definisjonen. Det fremgår av direktivet selv at eksemplene er avledet («derived») av definisjonen, noe som skulle tilsi at gjennomføring av denne er tilstrekkelig. Eksemplene på markedsmanipulasjon i direktivet vil med andre ord også utgjøre markedsmanipulasjon etter det norske forslaget, selv om eksemplene ikke fremgår uttrykkelig av lov eller forskrift.

Det stiller seg imidlertid annerledes i forhold til implementeringen av vurderingsmomentene i første kommisjonsdirektiv art. 4 og 5. Det fremgår av bestemmelsene selv at medlemsstatene skal sikre («ensure») at disse momentene tas i betraktning når markedsaktørene og de kompetente myndighetene vurderer om en gitt atferd utgjør markedsmanipulasjon. For å oppfylle denne forpliktelsen på en tydelig måte er det departementets foreløpige vurdering at momentene bør fremgå av lov eller forskrift.

ØKOKRIM har hevdet at sak C-478/99, Kommisjonen mot Sverige, viser at vurderingsmomentene ikke behøver å fremgå av lov eller forskrift. Saken som ØKOKRIM viser til gjelder direktiv 93/13/EØF om urimelige kontraktvilkår i forbrukeravtaler. Spørsmålet i saken var om omtale i forarbeidene var tilstrekkelig for implementering av direktivet art. 3 nr. 3, som viser til et vedlegg med en veiledende og ikke-uttømmende liste over kontraktvilkår som etter omstendighetene kan anses urimelige. Den aktuelle direktivbestemmelsen uttaler (på dansk):

«Bilaget inneholder en veiledende og ikke-uttømmende liste over de kontraktvilkår, der kan betegnes som urimelige.»

Som det fremgår av direktivteksten (og av vedlegget) er det ikke her uttalt noen eksplisitt forpliktelse for medlemsstatene. Dette er etter departementets syn en vesentlig forskjell i forhold til spørsmålet om hvordan første kommisjonsdirektiv art. 4 og 5 må gjennomføres, jf. ordlyden i disse bestemmelsene «...ensure that the following non-exhaustive signals [...] are taken into account...»

Det medgis at en lovgivningsteknikk som består i en liste over relevante momenter som skal tas i betraktning, fremstår som noe utradisjonell i

norsk sammenheng, særlig i forhold til private aktørers vurdering av egen atferd. I Norge vil slike momenter normalt fremgå av forarbeidene. Det finnes imidlertid eksempler på lovgivning som oppstiller «momenter» som skal tas hensyn til i myndighetsutøvelsen. Et eksempel er de nye reglene om eierkontroll i finansieringsvirksomhetsloven § 2–3 annet ledd, selv om heller ikke dette er en helt parallell situasjon (der er det snakk om en tillatelse skal gis, ikke om en type atferd er ulovlig).

Som oppsummering synes tankegangen bak EØS-rettsaktene å være at vurderingsmomentene må innfortolkes i direktivet art. 1 nr. 2 som krav om at relevante hensyn tas med i vurderingen av om det foreligger markedsmanipulasjon etter nasjonal rett, og at forpliktelsene i første kommisjonsdirektiv art. 4 og 5 er til for å sikre at disse momentene tas med i vurderingen i hele EØS-området.

Uavhengig av hva som *må* inntas, vil departementet vurdere nærmere hva som likevel *bør* tas inn når forskriftene skal utarbeides. I denne sammenheng kan det være naturlig å se hen til at det kan tenkes å gi et mer helhetlig regelverksbilde dersom både vurderingsmomenter og eksempler fremgår.

### Markedsmanipulasjon

Eksempler på markedsmanipulasjon er blant annet gitt i direktivet art. 1 nr. 2 annet ledd, jf. pkt. 10.3 ovenfor. Det fremgår også eksempler på markedsmanipulasjon i forarbeidene til gjeldende § 2–6 om kursmanipulering, jf. NOU 1996: 2 s. 84–87 og Ot.prp. nr. 29 (1996–97) s. 54–55. De tilfeller som anses som kursmanipulering etter gjeldende § 2–6, vil etter departementets vurdering også omfattes av bestemmelsen om markedsmanipulasjon i forslaget § 2–8. Et annet praktisk eksempel på markedsmanipulasjon er at det legges inn ordrer i et finansielt instrument som er underliggende til et derivat (for eksempel en warrant). Dette vil kunne få konsekvenser for prisfastsettelsen i derivatet. Hvis en person legger slik ordre inn ift det underliggende, for deretter å handle i derivatet og trekke ordren i det underliggende tilbake, vil det etter departementets oppfatning foreligge markedsmanipulasjon. Unntak kan i prinsippet tenkes dersom rettsstridsreservasjonen i direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a kommer til anvendelse. Det krever i så fall at gjerningspersonen kan godtgjøre at han hadde en legitim begrunnelse for sin atferd og at atferden er i tråd med markedspraksis som er akseptert av Kredittilsynet, jf. nærmere nedenfor og i departementets lovforslag § 2–8 annet ledd nummer 1.

Direktivets definisjon av markedsmanipulasjon er omtalt generelt i pkt. 10.3 ovenfor.



Kredittilsynet har foreslått følgende ordlyd i ny vphl. § 2–8:

«§ 2–8 Markedsmanipulasjon

Ingen må foreta markedsmanipulasjon i tilknytning til finansielle instrumenter.

Med markedsmanipulasjon menes:

- transaksjoner, handelsordre eller handlinger som gir eller vil kunne gi uriktig eller misvisende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, eller som sikrer prisen på et unormalt eller kunstig nivå, med mindre transaksjonen, handelsordren eller handlingen er i overensstemmelse med alminnelig akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet, eller
- spredning av opplysninger gjennom media, herunder via internett eller ved andre metoder, når opplysningene gir eller vil kunne gi uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter.

Departementet kan fastsette nærmere regler om definisjonen av markedsmanipulasjon og alminnelig akseptert markedspraksis.»

Departementet foreslår at selve forbudsbestemmelsen i første ledd videreføres i tråd med Kredittilsynets forslag. Første ledd gjennomfører direktivet art. 5. Ingen høringsinstanser har hatt merknader til denne delen av forslaget.

I høringsrunden har det vært reist spørsmål vedrørende forståelsen av enkelte deler av EØS-bestemmelsene sett i forhold til Kredittilsynets forslag til gjennomføring av definisjonen av markedsmanipulasjon i ny vphl. § 2–8 annet ledd.

Vedrørende direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a er det blant annet pekt på at Kredittilsynet foreslår at uttrykket «likely to give» implementeres gjennom passusen «vil kunne gi». Enkelte høringsinstanser mener at det engelske uttrykket har et annet meningsinnhold enn det som vil følge av Kredittilsynets forslag. Det er hevdet at direktivet innebærer et krav om sannsynlighetsovervekt, men at ordlyden i lovforslaget henspeler på at kun eksistensen av en «mulighet» er nok. I dansk og svensk oversettelse av direktivet er henholdsvis «kan give» og «kan förväntas ge». Departementet legger til grunn at direktivet ikke innebærer at det skal kreves sannsynlighetsovervekt etter direktivet, men at det i norsk rett vil bli for strengt med en ordlyd som åpner for å ramme enhver (teoretisk) mulighet for villedende signaler. Uttrykket «egnet til» gir etter departementets syn en rimelig dekkende beskrivelse av EØS-regelen, og foreslår dette tatt inn i utkastet til ny vphl. § 2–8 annet ledd.

Enkelte høringsinstanser har videre hevdet at Kredittilsynets forslag ikke gjennomfører retts-

stridsreservasjonen i direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a på en korrekt måte. Rettsstridsreservasjonen går ut på at det likevel ikke foreligger markedsmanipulasjon etter bokstav a dersom gjerningspersonen godtgjør at transaksjonene eller ordrene har en legitim begrunnelse og at de er i samsvar med akseptert markedspraksis:

«unless the person who entered into the transactions or issued the orders to trade establishes that his reasons for so doing are legitimate and that these transactions or orders to trade conform to accepted market practices on the regulated market concerned»

Kredittilsynet har foreslått i høringsnotatets utkast til § 2–8 annet ledd første strekpunkt, at villedende transaksjoner og ordrer skal anses som markedsmanipulasjon, med mindre de «er i overensstemmelse med alminnelig akseptert markedspraksis».

Kredittilsynet synes å mene at gjerningspersonens begrunnelse for sin atferd vil inngå som et element i hva som anses som akseptert markedspraksis. Direktivets systematikk synes imidlertid å være at akseptert markedspraksis retter seg mot hvordan transaksjoner og innleggelse av ordrer objektivt sett må foretas, og at krav til legitim begrunnelse kommer som et tilleggsvilkår for at atferden skal være unnskyldelig. Forskjellen mellom de to betraktningmåtene er nok ikke stor, men departementet finner likevel grunn til å innta begge vilkårene i rettsstridsreservasjonen. Det presiseres at det dreier seg om kumulative vilkår.

Kredittilsynet har ikke foreslått å lovfeste at det er gjerningspersonen selv som skal ha bevisbyrden for at det foreligger unnskyldelige forhold ved transaksjoner eller ordrer som i utgangspunktet utgjør markedsmanipulasjon etter direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a første ledd (første og annet strekpunkt). Etter departementets oppfatning utgjør ikke dette en tilstrekkelig gjennomføring av EØS-forpliktelsen i direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a annet ledd, som uttrykkelig angir at det er gjerningspersonen selv som må godtgjøre unnskyldelige forhold. Kredittilsynet har begrunnet sitt valg med at det vil være problematisk å operere med «omvendt bevisbyrde» i et strafferettslig regime. Flere høringsinstanser synes å gi sin tilslutning til en slik vurdering. Dette er et syn som etter departementets oppfatning må nyanseres.

Det er ikke krav i direktivet om at omvendt bevisbyrde skal gjelde i forhold til den markedsmanipulerende atferden, altså i forhold til om det foreligger transaksjoner eller ordrer som er egnet til å vilde mv. I forhold til dette punktet kan den norske

lovgivningen operere etter de alminnelige regler om beviskrav og bevisbyrde.

Det er i forhold til eventuelle unnskyldelige forhold at direktivet krever omvendt bevisbyrde. Norsk rett kan etter departementets oppfatning ikke antas å være i veien for straffebud med omvendt bevisbyrde for unnskyldelige forhold. Sanksjonslovutvalget uttaler blant annet følgende om EMK art. 6 nr. 2 (uskyldpresumpsjonen), som er gjennomført i Norge gjennom menneskerettsloven, jf. NOU 2003: 15 s. 108:

«Det er under enhver omstendighet klart at uskyldpresumpsjonen ikke er til hinder for å oppstille straffebud med omvendt bevisbyrde for unnskyldelige forhold. I Salabiaku-saken peker EMD på at alle rettssystemer bygger på faktiske eller rettslige presumpsjoner. Omvendt bevisbyrde med hensyn til både objektive og subjektive vilkår har blitt godtatt av EMD i enkelte saker. Det er antakelig adgang til å gå nokså langt i å stille opp en formodning for skyld. Slike presumpsjoner er ikke i strid med konvensjonen så lenge de holdes innenfor visse rammer og tar i betraktning betydningen av hva som står på spill og forsvarets interesser. Den private part må imidlertid ha en rimelig mulighet til å bevise sin uskyld. Et rent objektivt ansvar som ikke en gang åpner for straffrihet i force majeure tilfeller, vil innebære en krenkelse av konvensjonen.»

På grunnlag av dette foreslår departementet at det oppstilles en regel om omvendt bevisbyrde i ny vphl. § 2–8 annet ledd nummer 1, jf. rettsstridsreservasjonen som nevnt i direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a.

Når det gjelder implementeringen av direktivet art. 1 nr. 2 bokstav b har enkelte høringsinstanser reagert på at Kredittilsynet i tillegg til transaksjoner og handelsordrer har tatt med andre «handlinger» i forslaget til § 2–8 annet ledd.

Direktivbestemmelsen lyder på engelsk:

«transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance»

På dansk:

«transaksjoner eller handelsordrer, hvorved der benyttes fingerede planer eller alle andre former for bedrag eller påfund»

På svensk:

«transaksjoner eller handelsordrer där falska förespeglingar eller andra slag av vilseledande eller manipulationer utnyttjas»

Etter departementets syn er det vanskelig å trekke noen klar konklusjon på bakgrunn av disse tekstene. Den engelske versjonen kan tas til inntekt for flere tolkningsalternativer. Den danske versjonen trekker kanskje mest i retning av at bare manipulasjon gjennom transaksjoner og ordrer omfattes. Den svenske versjonen kan imidlertid tolkes slik at det nedlegges forbud mot transaksjoner eller ordrer som utnytter enhver form for villedende handling, altså at enhver handling omfattes dersom den, sett i sammenheng med en transaksjon eller ordre, samlet sett utgjør markedsmanipulasjon.

Sammenhengen mellom direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a og b taler etter departementets syn for at bokstav b må omfatte noe mer enn bokstav a. Bokstav a omfatter transaksjoner og ordrer som er egnet til å gi villedende signaler om tilbud, etterspørsel eller pris, eller som holder kursen på et kunstig eller unormalt nivå. Departementet har vanskelig for å se at transaksjoner eller ordrer i seg selv kan utgjøre markedsmanipulasjon på andre måter enn dette, noe som tilsier at meningsinnholdet må være annerledes i bokstav b. Etter departementets mening må bokstav b forstås slik at det samlet sett kan utgjøre markedsmanipulasjon dersom transaksjoner er inngått eller ordrer inngitt i tilknytning til falske eller uriktige forespeilinger eller enhver annen form for villedende atferd. Vurderingen av om det foreligger markedsmanipulasjon i slike tilfeller må nødvendigvis baseres på sammenhengen mellom transaksjonene eller ordrene, og den atferd som har funnet sted i forkant eller etterkant av disse. Oppfatningen om at dette er den riktige forståelsen forsterkes ved å se hen til første kommisjonsdirektiv art. 5, som gir veiledning ved anvendelsen av direktivet art. 1 nr. 2 bokstav b. Departementet finner det mest hensiktsmessig å foreslå en regel som ligger nærmere opp til direktivet på dette punktet.

Det foreslås derfor en endring i forhold til terminologien i høringsnotatet således at kun manipulasjon gjennom transaksjoner og ordrer reguleres i vphl. § 2–8 annet ledd første strekpunkt (heretter nummer 1). Det foreslås videre et nytt annet punkt (heretter nummer 2) der det gis uttrykk for direktivforpliktelsen i direktivet art. 1 nr. 2 bokstav b, jf. avsnittene rett ovenfor. I et siste punkt (heretter nummer 3) nedfelles regler om utbredelse av opplysninger, jf. direktivet art. 1 nr. 2 bokstav c.

Departementets forslag til ny § 2–8 annet ledd nummer 3 foreslås for øvrig utformet på en noe annen måte enn Kredittilsynets tilsvarende forslag annet ledd annet strekpunkt. Endringen reflekterer blant annet mer eksplisitt at bestemmelsen ikke bare omfatter utbredelse av opplysninger gjennom ulike former for media, men også enhver annen ut-

bredelse («by any other means»). Kravet i direktivet art. 1 nr. 2 bokstav c om at det objektivt sett kun foreligger markedsmanipulasjon dersom gjerningspersonen visste eller burde ha visst at opplysningene var falske eller villedende, foreslås også tatt inn. I prinsippet er det siste unødvendig i den grad bestemmelsene om straff og administrative sanksjoner i seg selv krever uaktsomhet som minimum. Departementet ser imidlertid lovtekniske fordeler med å følge direktivets oppbygning også på dette punktet. Det vises til at eventuelle administrative sanksjoner uten skyldkrav ellers ville kunne ramme spredning av villedende opplysninger mv. på objektivt grunnlag.

Videre foreslås at direktivets særlige omtale av journalister også tas inn i lovteksten for å få frem at særlige hensyn i tilknytning til pressens samfunnsfunksjon gjør seg gjeldende ved vurderingen av disse tilfellene. Som i direktivet gjøres unntak for de situasjoner hvor journalisten oppnår en økonomisk eller ikke-økonomisk fordel. I slike tilfeller vurderes journalister som enhver annen investor.

Ytterligere er det et poeng at Kredittilsynets forslag om å bruke uttrykket «uriktige» i vphl. § 2–8, suppleres med direktivets formulering, «falske». Forskjellen i meningsinnhold er at atferd som gir falske signaler, vil være forbudt selv om det tilfeldigvis skulle vise seg at signalene likevel var «riktige». Begrepet «uriktige» beholdes for å unngå eventuell tvil om uaktsom spredning av uriktige opplysninger vil utgjøre markedsmanipulasjon.

Av direktivet art. 1 nr. 2 tredje ledd fremgår det at definisjonen av markedsmanipulasjon skal tilpasses slik at nye former for manipulasjon også kan omfattes. Dette kan synes å være en presisering av at definisjonen er en rettslig standard, og at atferd som ingen ennå har «kommet på» dermed kan rammes etter en konkret vurdering. Departementet antar at lovforslaget oppfyller dette kravet.

### *Akseptert markedspraksis*

Det foreligger ikke markedsmanipulasjon i direktivets forstand dersom transaksjoner eller ordrer som nevnt i direktivet art. 1 nr. 2 bokstav a har en legitim interesse, og er i samsvar med «akseptert markedspraksis», se nærmere i pkt. 10.3 ovenfor.

Kredittilsynet har foreslått at det skal gis nærmere regler i forskrift om hva som er å anse som akseptert markedspraksis. Departementet er enig i en slik fremgangsmåte. I høringsomgangen har det fremkommet kritikk mot Kredittilsynets begrepsbruk i forslag til ny vphl. § 2–8, «*alminnelig* akseptert markedspraksis», contra direktivets begrep som er «akseptert markedspraksis». Forståelsen av direktivets definisjon av «akseptert markedsprak-

sis» har størst betydning i forhold til utformingen av den kommende forskriften. Begrepet «alminnelig akseptert markedspraksis» benyttes imidlertid også i forslaget til ny vphl. § 2–8 første og annet ledd.

Departementet er enig i at tillegget «alminnelig» i Kredittilsynets forslag ikke tilfører noe av vesentlig betydning for gjennomføringen av EØS-forpliktelsene, særlig ikke i lys av at begrepet uansett defineres nærmere i forskriften og direktivet. På dette grunnlag har departementet funnet grunn til å legge seg så nært opp til direktivets språkbruk som mulig, men med en henvisning til Kredittilsynet i forslaget til ny vphl. § 2–8 annet ledd. Om begrepsbruken i forslaget til ny vphl. § 2–2, se kapittel 4 ovenfor.

På grunnlag av uttalelser som har kommet om forståelsen av begrepet har departementet også funnet grunn til å rette noen bemerkninger til den nærmere forståelsen av direktivet mv.

Direktivets begrepsbruk er «accepted market practices», jf. art. 1 nr. 2 bokstav a. Dette defineres i direktivet art. 1 nr. 5 som praksis som: (i) er noenlunde forventet (reasonably expected) i ett eller flere finansmarkeder, og (ii) som er akseptert av (accepted by) de kompetente myndigheter i samsvar med retningslinjene i tredje kommisjonsdirektiv. Det oppstilles altså to kumulative vilkår, som begge er med i Kredittilsynets forslag til forskrift § 1–2, jf. første og annet ledd. Praksis kan ikke anses som «akseptert» utelukkende på grunnlag av at praksis er utbredt blant markedsaktørene. Kredittilsynets aksept er et uttrykkelig vilkår, se lovutkastet § 2–8 annet ledd nr. 1.

Når det gjelder varederivater, foreslås i samsvar med gjeldende rett at slike instrumenter likebehandles med andre finansielle instrumenter i forhold til forbudet mot markedsmanipulasjon, jf. ØKOKRIMs uttalelse om dette. Etter gjeldende rett omfatter ikke innsidehandelforbudet handel i varederivater, men etter forslaget her vil innsidehandel i varederivater være forbudt. Den særskilte regulering av innsidehandel i varederivater skyldes bl.a. det faktum at det ikke finnes noen tradisjonell utsteder av den underliggende vare, jf. Ot.prp. nr. 50 (2000–2001). Dette reiser ingen særskilte problemer i forhold til forbudet mot markedsmanipulasjon.

### *Skyldkrav og sanksjoner*

Direktivet forhindrer ikke medlemsstatene fra å benytte strafferettslige sanksjoner ved brudd på reglene om markedsmanipulasjon, jf. direktivet art. 14 nr. 1. Det legges følgelig heller ingen føringer på hvilke krav til skyld som i så fall skal oppstilles.

Kredittilsynet har når det gjelder skyldkravet presisert at det ikke kan oppstilles noe krav om kurspåvirkningshensikt. Det foreslås at kravet til skyld skal fremkomme av vphl. § 14–3, og være alminnelig forsett eller uaktsomhet.

Departementet slutter opp om Kredittilsynets utgangspunkt om at det er tilstrekkelig for å straffes at det foreligger såkalt simpel uaktsomhet med hensyn til alle deler av den objektive gjerningsbeskrivelsen. Det betyr for eksempel at en person som har kjøpt og solgt finansielle instrumenter til seg selv, kan straffes selv om han ikke visste (eventuelt så det som sannsynlig eller hadde til hensikt) at han faktisk kjøpte og solgte til seg selv og at dette var egnet til å gi villedende signaler om tilbud, etterspørsel eller pris. Det er tilstrekkelig at han burde ha visst dette.

Departementet ser det ikke som unaturlig å straffe uaktsom markedsmanipulasjon, selv om uttrykket «manipulasjon» kan føre tankene hen mot en person (manipulatoren) og hans hensikt om å manipulere, jf. Nord Pools uttalelse om dette. Det sentrale er effekten av handlingen og det forhold at den kan forstyrre markedsmekanismene på en måte som ikke er i samsvar med målsetningen om et fungerende verdipapirmarked. Det er uansett reglens innhold og ikke begrepsbruken som er rettesnoren.

I forlengelsen av det som er sagt ovenfor om skyldkravet påpekes at graden av skyld likevel kan få betydning for vurderingen av om det objektivt sett foreligger markedsmanipulasjon i det konkrete tilfelle, altså for vurderingen av om gjerningsbeskrivelsen er oppfylt. Graden av skyld har i denne forbindelse ingen sammenheng med det som i strafferettslig terminologi omtales som skyldkravet. Det kan for eksempel tenkes atferd som objektivt sett ikke anses som markedsmanipulasjon dersom gjerningspersonen kun har opptrådt uaktsomt, men som vil være markedsmanipulasjon dersom

det foreligger mer kvalifiserte grader av skyld knyttet til ett eller flere objektive elementer.

Direktivet art. 1 nr. 2 annet ledd første strekpunkt er et eksempel på atferd som anses som markedsmanipulasjon blant annet som følge av subjektive forhold. Det følger (blant annet) av bestemmelsen at atferd med den hensikt å oppnå en dominerende posisjon vedrørende tilbud eller etterspørsel i et finansielt instrument for å påvirke kursen, vil være markedsmanipulasjon. Dersom en person kjøper en stor aksjepost i et børsnotert selskap uten en slik hensikt, vil det ikke nødvendigvis foreligge markedsmanipulasjon selv om han visste eller burde ha visst at oppkjøpet ville gi han en dominerende posisjon i markedet og at dette ville påvirke kursen. Reglene om markedsmanipulasjon skal ikke forhindre alminnelige fusjoner og oppkjøp mv.

#### *Nærmere om hjemmelen til å fastsette forskrift*

Enkelte høringsinstanser har, med henvisning til tredje kommisjonsdirektiv art. 3, stilt spørsmål om reglene om konsultasjonsprosedyrer mv. er tilstrekkelig ivaretatt i Kredittilsynets forslag til lover og forskrifter.

Departementet viser til at dette er spørsmål som naturlig bør vurderes i forbindelse med arbeidet med forskriftsbestemmelser om akseptert markedspraksis, herunder vurderingen av forholdet til forvaltningslovens saksbehandlingsregler. Det er imidlertid grunn til å endre forskriftshjemmelen noe i den forbindelse. I Kredittilsynets forslag til ny vphl. § 2–8 siste ledd fremgår det at departementet skal kunne fastsette nærmere regler om «definisjonen av markedsmanipulasjon og alminnelig akseptert markedspraksis.» Passusen «definisjonen av» foreslås derfor sløyfet for å gjøre det klart at det ikke bare er definisjonen som kan gis nærmere innhold i forskrift, men også eventuelle regler om prosedyrer for konsultasjon mv.

## 11 Kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer

### 11.1 Generelt

---

Så vel kursstabiliseringsprogrammer som tilbakekjøpsprogrammer innebærer at det legges inn ordrer og foretas transaksjoner i verdipapirmarkedet. Disse transaksjonene og ordrene vurderes i utgangspunktet opp mot reglene om markedsmanipulasjon på samme måte som andre transaksjoner og ordrer.

Kredittilsynet beskriver kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer på følgende måte, jf. høringsnotatet side 55:

«I forbindelse med første – og annenhånds plasseringer (typisk emisjoner og større videresalg) har det utviklet seg en praksis for kursstabilisering av det aktuelle finansielle instrumentet som tilbys. Stabiliseringen gjennomføres normalt av en tilrettelegger ( gjerne omtalt som «stabilisation manager») på oppdrag fra utsteder eller selger(ne). I korte trekk medfører stabiliseringen at tilrettelegger utfører markedsoperasjon for å dempe kursfallet på det emitterte eller solgte instrumentet på nærmere vilkår for en nærmere periode.

Tilbakekjøpsprogrammer medfører at en utsteder erverver egne utstedte finansielle instrumenter (typisk aksjer). Hensikten med å erverve egne aksjer er normalt å redusere (distribudere) kapitalen, gjennomføre opsjonsprogrammer for ansatte eller konvertering av gjeld til aksjekapital, jf. fortalens 5. avsnitt.»

Forholdet mellom ulovlig markedsmanipulasjon og tillatt kursstabilisering og tilbakekjøp behandles særskilt i direktivet.

### 11.2 Gjeldende rett

---

Gjeldende norske regler om markedsmanipulasjon inneholder ingen særskilte bestemmelser om forholdet til kursstabiliserings- eller tilbakekjøpsprogrammer, jf. pkt. 10.2 ovenfor. Det er antatt at det er en viss adgang til å foreta kursstabilisering etter vphl. § 2–6, men det gis ingen annen grensedragnings enn den som følger av uredelighetsvilkåret i bestemmelsen og av generelle uttalelser i forarbeidene, jf. blant annet NOU 1996: 2 side 85. Det sam-

me gjelder i forhold til tilbakekjøpsprogrammer. Selve adgangen til å kjøpe tilbake egne aksjer reguleres for øvrig av aksjelovene § 9–2 flg.

### 11.3 EØS-rett

---

Hovedbestemmelsen om kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer følger av direktivet art. 8:

«The prohibitions provided for in this Directive shall not apply to trading in own shares in «buy-back» programmes or to the stabilisation of a financial instrument provided such trading is carried out in accordance with implementing measures adopted in accordance with the procedure laid down in Article 17(2).»

Det kan utledes av direktivbestemmelsen at kursstabiliserings- og tilbakekjøpsprogrammer ikke skal omfattes av forbudet mot markedsmanipulasjon mv. i den grad denne typen markedsoperasjoner er utført i tråd med nærmere regler fastsatt etter komitologiprosedyren, jf. kommisjonsforordning nr. 2273/2003 om tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter (kommisjonsforordningen). Kursstabilisering og tilbakekjøp som ikke er utført i tråd med disse utfyllende reglene må vurderes opp mot de generelle forbudene. Et annet viktig poeng i forhold til unntaket fra de generelle markedsmissbruksreglene følger av kommisjonsforordningens fortale pkt. 3. Det fremgår der at unntakene kun omfatter atferd som direkte relaterer seg til formålet med kursstabiliseringsordningen eller tilbakekjøpsprogrammet. All annen atferd skal vurderes etter de generelle reglene, og kan således etter omstendighetene utgjøre markedsmanipulasjon.

Kredittilsynet har gitt en nærmere redegjørelse for kommisjonsforordningens regler om kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer i høringsnotatet side 56–60.

### 11.4 Kredittilsynets forslag

---

Kredittilsynet foreslår at forpliktelsene som svarer til direktivet art. 8 gjennomføres i ny vphl. § 2–12

første ledd. Kredittilsynet har forbindelse med sitt forslag blant annet vist til EØS-avtalen art. 7 bokstav a om at en EØS-rettsakt som tilsvarer en forordning «som sådan» skal gjøres til del av den interne rettsorden. På denne bakgrunn foreslår Kredittilsynet at kommisjonsforordningen som er fastsatt i medhold av direktivet art. 8 gjennomføres i norsk rett ved en henvisning til forordningen. Ny vphl. § 2–12 første ledd er foreslått med følgende ordlyd:

«Forbudet mot markedsmanipulasjon i § 2–9 kommer ikke til anvendelse på handler i finansielle instrumenter som gjennomføres i overensstemmelse med Kommisjonsdirektiv nr. 2273/2003/EØF om kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer.»

Videre har Kredittilsynet foreslått et annet ledd i ny vphl. § 2–12 om at kommisjonsforordningen skal gjelde som lov med de tilpasninger som følger av EØS-avtalen med vedlegg og protokoller:

«Kommisjonsdirektiv nr. 2273/2003/EØF om kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer gjelder som lov med de tilpasninger som følger av EØS-avtalen vedlegg ..., protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.»

Henvisningen til det relevante vedlegget, jf. forslaget, synes å være utelatt i påvente av vedtak i EØS-komiteen.

Kredittilsynet har uttalt følgende om forholdet mellom forordningen og bestemmelser i norsk rett som etter forslaget fortsatt skal gjelde, jf. høringsnotatet side 61–62:

«Offentliggjøring etter forordningens art. 4 nr. 2 og 9 nr. 3, bør etter Kredittilsynets oppfatning skje på ordinær måte, det vil si i overensstemmelse med børsf kapittel 23, jf. forordningens art. 2 nr. 5. Det vil med dette ikke være nødvendig med innrykk av annonse i riksdekkende aviser mv., jf. til illustrasjon vphl § 5–11.

Etter praksis skal detaljene om kursstabilisering i dag fremkomme av den aktuelle transaksjonsprospekt. Kredittilsynet foreslår en videreføring av denne ordningen, jf. kommisjonsforordningen i art. 9 nr. 1. På bakgrunn av det pågående arbeidet med EUs prospektdirektiv, foreslår Kredittilsynet ingen endring av vphl § 5–5 eller børsf kapittel 15 eller 18, jf. kommisjonsforordningen art. 9 nr. 1 siste ledd om forholdet til prospektreglene.

Kredittilsynet legger til grunn at det overordnede ansvaret for kursstabilisering tilfaller Kredittilsynet, jf. art. 9 nr. 2. Tilsvarende bør gjelde for tilbakekjøpsprogrammer, jf. forordningens art. 4 nr. 3. Det overordnede ansvaret for regelverket vil etter Kredittilsynets oppfatning blant annet omfatte tolkning av regelverket. Det

kan reises spørsmål om Kredittilsynet eller Oslo Børs bør ha det operative ansvaret for kontroll med kursstabiliseringsordninger og tilbakekjøpsprogrammer. Det operative ansvaret vil i stabiliseringstilfeller inkludere dialog med utsteder/selger og dennes rådgivere i forkant av stabiliseringsperioden. For tilbakekjøpsprogrammets vedkommende vil ansvaret inkludere kontroll av handelsrapporter mv. Etter Kredittilsynets oppfatning bør spørsmålet vurderes i lys av hvorvidt tilsynet eller Oslo Børs for fremtiden skal forestå prospektkontrollen for finansielle instrumenter som er eller søkes børsnotert. Finansdepartementet har i dag denne problemstillingen til vurdering. I påvente av at forholdet avklares, finner Kredittilsynet det naturlig at dagens ordning videreføres. Med dette bør børsen inntil videre ha det operative ansvaret for stabiliseringsordninger og tilbakekjøpsprogrammer. Det bemerkes at børsen uansett hvilken løsning som velges, vil vurdere stabiliseringshandler/tilbakekjøp gjennom sitt overvåkningssystem og oversende antatte tilfeller av markedsmanipulasjon til Kredittilsynet.»

Kredittilsynet har i forslaget til ny vphl. § 2–12 tredje ledd foreslått en hjemmel som gir departementet kompetanse til å fastsette nærmere forskrifter om kontroll med kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer. Kredittilsynet har uttalt at forslaget til forskriftshjemmel blant annet kan benyttes dersom gjeldende ansvarsdeling mellom Kredittilsynet og børsene ikke finnes hensiktsmessig.

## 11.5 Høringsinstansenes merknader

*FNH/Sparebankforeningen* har blant annet uttalt følgende av relevans for Kredittilsynets forslag til ny vphl. § 2–12:

«EU-direktivene inneholder omfattende regulering i forhold til forbudt markedsmanipulasjon. En definisjon av markedsmanipulasjon er foreslått inntatt i utkast til ny vphl. § 2–8. I utkast til ny vphl. § 2–12 poengteres at forbudet mot markedsmanipulasjon i § 2–9 (må rettes til § 2-8) ikke kommer til anvendelse på kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer som gjennomføres i samsvar med Kommisjonsdirektiv (må rettes til *Kommisjonsforordning*) 2273/2003/EØF. Selve kommisjonsforordningen foreslås inkorporert ved en henvisning. FNH og Sparebankforeningen er opptatt av at markedsdeltakerne og andre interesserte får like lett tilgang til disse bestemmelsene som en hvilken som helst nasjonalt bestemt lov eller forskrift.

Etter vår oppfatning kommer det ikke tilstrekkelig klart frem av utkastet til § 2–8, jf. § 2–

12 at de eksplisitte unntakene fra markedsmanipulasjonsforbudet i Kommisjonsforordningen ikke er uttømmende.

Det bør etter vår vurdering fremgå tydeligere av lovteksten at for eksempel tilbakekjøp av egne aksjer som foretas ut fra andre formål enn dem som er angitt i Kommisjonsforordningen kan ha helt legitime formål, og på ingen måte representere noen form for markedsmanipulasjon. Dette vil for eksempel være tilfellet ved handel i egen aksje foretatt i sikringsøyemed i tilknytning til derivattransaksjoner foretatt innen foretakenes investeringsstjenestevirksomhet.»

*Norges Fondsmeglerforbund* har kommet med lignende uttalelser, jf. deres høringsnotat side 12.

*Norske Finansanalytikers Forening* har uttalt følgende om kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer, jf. høringsuttalelsen side 2:

«NFF mener at gjennomføringen av direktivene må skje slik at bestemmelsene er lett tilgjengelige for brukerne. Vi mener derfor at det er en uheldig løsning når det i § 2–12 gis henvisninger til kommisjonsdirektiver og hvor substansen i bestemmelsen ligger i disse. En bedre lovteknikk vil være å ta direktivenes substans inn i lovteksten, eventuelt at den dekkes gjennom tilhørende forskrifter til loven.

[...]

NFF vil støtte at Oslo Børs har det operative ansvaret for kontroll med stabiliseringsordninger og tilbakekjøpeprogrammer som del av sin markedsovervåkning. Oslo Børs har kompetanse, erfaring og nødvendig nærhet til markedet til å løse denne oppgaven på en god måte. NFF er enig i at dette spørsmålet må ses i lys av om det er Oslo Børs eller Kredittilsynet som skal ha ansvaret for prospektkontrollen og mener dette trekker i retning av at Oslo Børs også i fremtiden bør ha ansvaret for prospektkontrollen.»

*ØKOKRIM* har uttalt følgende om kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer, jf. deres høringsuttalelse side 10:

«På bakgrunn av at dette er forordningsregler, anser ØKOKRIM i likhet med Kredittilsynet at man bør henvise direkte til forordningens bestemmelser. Vi finner det hensiktsmessig med en presisering i forarbeidene av at bestemmelsene om kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer ikke kan tolkes antitetisk. Kursstabilisering/tilbakekjøp som ikke gjennomføres i samvar med fremgangsmåten som angitt i forordningen er ikke automatisk uredelig markedsmanipulasjon, men må vurderes konkret.»

Ingen andre høringsinstanser har hatt vesentlige merknader til Kredittilsynets forslag om gjennomføring av direktivet art. 8 og kommisjonsforordningen.

## 11.6 Departementets vurdering

Departementet slutter seg i hovedsak til Kredittilsynets forslag til gjennomføring av direktivet artikkel 8 og kommisjonsforordning nr. 2273/2003 om kursstabilisering og tilbakekjøpsprogrammer.

Enkelte høringsinstanser har fremhevet at det ikke fremgår tilstrekkelig klart av Kredittilsynets forslag til ny vphl. § 2–12 at former for kursstabilisering og tilbakekjøp kan gå klar av forbudet mot markedsmanipulasjon, selv om de ikke er gjennomført i tråd med kommisjonsforordningen. Departementet vil presisere at kursstabilisering og tilbakekjøp som ikke er gjennomført i tråd med forordningen, må vurderes i forhold til ny vphl. § 2–8 på vanlig måte. Dette innebærer at atferden etter omstendighetene *kan* anses som markedsmanipulasjon, men at løsningen i så fall beror på tolkning og anvendelse av § 2–8 slik som for andre transaksjoner i markedet.

Departementet foreslår å omredigere forslaget til ny vphl. § 2–12 noe, for å klargjøre at spørsmålet ikke er om § 2–8 «kommer til anvendelse» i den betydning at det automatisk konstateres markedsmanipulasjon for ordninger som ikke er i tråd med kommisjonsforordningen. Det bør fremgå av § 2–12 at det sentrale er hvorvidt forbudet mot markedsmanipulasjon i § 2–8 skal «gjelde» i gitte situasjoner. Dette er for øvrig mer i tråd med ordlyden i direktivet art. 8, se blant annet den danske oversettelsen.

Som en følge av at de utfyllende reglene om kursstabilisering mv. er gitt som en forordning, må gjennomføring i norsk rett skje iht. bestemmelsene i EØS-avtalen art. 7 første ledd bokstav a. Gjennomføring kan enten utføres slik at reglene gjengis i sin helhet i norsk lov eller forskrift (transformasjon), eller ved at det henvises til forordningen i lov eller forskrift (inkorporasjon). Departementet anser det i dette tilfellet som mest hensiktsmessig at inkorporasjon benyttes som fremgangsmåte. Dette sikrer en mest mulig konkret gjennomføring av forordningen i en EØS-tilpasset form.

Kredittilsynet har ikke foreslått endringer i gjeldende norsk regelverk om offentliggjøring av informasjon om tilbakekjøpsprogrammer og om prospekter mv. ved kursstabilisering. Dette er blant annet begrunnet med det pågående arbeidet med

Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.)

prospektdirektivet (direktiv 2003/71/EF). Departementet er enig med Kredittilsynet i at en eventuell revisjon av prospektreglene mv. bør skje samlet i

forbindelse med gjennomføringen av prospektdirektivet.

Det gjøres for øvrig enkelte redaksjonelle og lovtekniske endringer i forslaget til ny vphl. § 2–12.



## 12 Forbudet mot urimelige forretningsmetoder mv.

### 12.1 Gjeldende rett

---

Det er nedfelt i gjeldende vphl. § 2–5 første ledd at ingen må benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter. Det følger videre av annet ledd at god forretningsskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.

### 12.2 EØS-rett

---

Direktivet har ingen bestemmelse som tilsvarer nåværende vphl. § 2–5.

### 12.3 Kredittilsynets forslag

---

Kredittilsynet foreslår at dagens regel i vphl. § 2–5 videreføres i ny § 2–9. Kredittilsynet har vist til at bestemmelsen anses viktig og er vel innarbeidet i norsk rett.

### 12.4 Høringsinstansenes merknader

---

Ingen høringsinstanser har hatt merknader til denne delen av Kredittilsynets forslag.

### 12.5 Departementets vurdering

---

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om å videreføre forbudet mot urimelige forretningsmetoder mv., og viser til at bestemmelsen gir uttrykk for et viktig prinsipp som er vel innarbeidet i verdipapirmarkedet.

## 13 Investeringsanbefalinger

### 13.1 Gjeldende rett

I norsk rett er det ingen særskilt regulering som utelukkende retter seg mot utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger, herunder analyser mv. Slike forhold reguleres av generelle virksomhetsregler og atferdsregler, som for eksempel kravet til god forretningsskikk for verdipapirforetak i vphl. § 9–2 og forbudet mot urimelige forretningsmetoder og kursmanipulering i vphl. § 2–5 og § 2–6. Kredittilsynet har i sitt høringsnotat side 66 vist til de virksomhets- og organisatoriske krav som følger av vphl. § 7–1, § 8–1 og § 9–1. Det kan for øvrig bemerkes at utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger ikke er forbeholdt verdipapirforetakene (investeringstjenesteyterne) etter gjeldende rett, siden slik virksomhet ikke i seg selv er konsesjonspliktig.

### 13.2 EØS-rett

Det er gitt nærmere regler om investeringsanbefalinger i rammedirektivet art. 6 nr. 5 og i annet kommisjonsdirektiv.

Kredittilsynet har i høringsnotatet gjort nærmere rede for reglene i annet kommisjonsdirektiv. Følgende er uttalt om definisjonene og deres betydning for de materielle reglenes virkeområde, jf. høringsnotatet side 63–65:

«Bestemmelsene i andre kommisjonsdirektiv kommer til anvendelse på investeringsanbefalinger (typisk aksje/selskapsanalyser), jf art. 1 nr. 3. En «recommendation», det vil si investeringsanbefaling, er definert som følger:

«...research or other information recommending or suggesting an investment strategy, explicitly or implicitly, concerning one or several financial instruments or the issuers of financial instruments, including any opinion as to the present or future value or price of such instruments, intended for distribution channels or for the public»

Det er flere vilkår i definisjonen. Enkelte utdypes nærmere, jf art. 1 nr. 4 og (7):

«Research or other information recommending or suggesting investment strategy» means:

(a) information produced by an independent analyst, an investment firm, a credit institution, any other person whose main business is to produce recommendations or a natural person working for them under a contract of employment or otherwise, that, directly or indirectly, expresses a particular investment recommendation in respect of a financial instrument or an issuer of financial instruments;

(b) information produced by persons other than the persons referred to in (a) which directly recommends a particular investment decision in respect of a financial instrument»

«Distribution channels» shall mean a channel through which information is, or is likely to become, publicly available. 'Likely to become publicly available information» shall mean information to which a large number of persons have access»»

Som det fremgår omfatter andre kommisjonsdirektiv analyser og investeringsanbefalinger, herunder verdiantagelser for finansielle instrumenter/utstedere som er ment for distribusjon til et større antall personer.

Utarbeides anbefalingen av et verdipapirforetak eller lignede, vil indirekte anbefalinger omfattes, jf art. 1 nr. 4 a). Hvis anbefalingen utarbeides av andre enn personene referert til i a), må anbefalingen være direkte for at direktivet kommer til anvendelse, jf art. 1 nr. 4 b).

Etter andre kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 5 kommer bestemmelsene til anvendelse på personer som utarbeider eller sprer/distribuerer anbefalinger som ledd av sin yrkesvirksomhet. I følge fortalens 10. avsnitt er kredittratingsbyråer unntatt direktivet så lenge de uttaler seg om «the creditworthiness of a particular issuer or financial instrument as of a given date». I den grad slike byråer utarbeider investeringsanbefalinger, vil de omfattes av regelverket.

Direktivet og andre kommisjonsdirektiv åpner for bruk av selvregulering, jf henholdsvis art. 6 nr. 5 og art. 1 nr. 8. Dette antas særlig å være relevant for pressen. Det virker klart at The competent authority har ansvar for etterlevelsen av andre kommisjonsdirektiv, jf art. 2 nr. 2, 3 nr. 3, 9, fortalens 5. avsnitt og Direktivets art. 12 nr. 1.»

Kredittilsynet har uttalt følgende om de materielle reglene, det vil si om selve reguleringen av ut-

arbeidelsen og utbredelsen av analyser og anbefalinger, jf. høringsnotatet side 65–66:

«Det grunnleggende kravet til analyser og investeringsanbefalinger fremkommer av i 6. avsnitt i fortalen til andre kommisjonsdirektiv:

*«Recommendations should be presented clearly and accurately»*

De materielle reglene i andre kommisjonsdirektiv kan grovt sett deles i fire. For det første inneholder direktivet regler om identiteten til den som utarbeider eller sprer/distribuerer investeringsanbefalinger, jf art. 2 nr. 1 og 7.

«Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that any recommendation discloses clearly and prominently the identity of the person responsible for its production, in particular, the name and job title of the individual who prepared the recommendation and the name of the legal person responsible for its production...

Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that, whenever a relevant person under his own responsibility disseminates a recommendation produced by a third party, the recommendation indicates clearly and prominently the identity of that relevant person»

Som utgangspunkt skal så vel foretaket som navn på personen som utarbeidet eller distribuerte anbefalingen, fremgå. Nærmere krav til verdipapirforetak mv., følger av andre kommisjonsdirektiv. Det vises til høringsnotatets vedlegg 19.3 der hele direktivet er inntatt. I forhold til redaktørers objektive redaktøransvar, reiser disse bestemmelsene særskilte utfordringer, jf avsnitt 12.3.

Videre er det gitt krav til anbefalingers innholdsmessige kvalitet, jf art. 3. Det er blant annet er stilt som vilkår at fakta skiller fra tolkninger, kilders pålitelighet og klar angivelse av forutsetninger, prismål mv, jf nr. 1:

«Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that all relevant persons take reasonable care to ensure that:

(a) facts are clearly distinguished from interpretations, estimates, opinions and other types of non-factual information;

(b) all sources are reliable or, where there is any doubt as to whether a source is reliable, this is clearly indicated;

(c) all projections, forecasts and price targets are clearly labelled as such and that the material assumptions made in producing or using them are indicated»

For verdipapirforetak og andre profesjonelle, er kravene skjerpet i ikke ubetydelig grad i art. 4. Verdipapirforetak mv. skal blant annet angi metode for verdsettelse, avvik fra tidligere anbefalinger, betydning av råd som gis («buy, sell, hold» mv.), tidshorisont for investering mv, jf vedlegg 19.3.

Direktivet inneholder for det tredje et krav om tilkjenneivelse av interesser og interessekonflikter, jf art. 5 nr 1:

«Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that relevant persons disclose all relationships and circumstances that may reasonably be expected to impair the objectivity of the recommendation, in particular where relevant persons have a significant financial interest in one or more of the financial instruments which are the subject of the recommendation, or a significant conflict of interest with respect to an issuer to which the recommendation relates.

Where the relevant person is a legal person, that requirement shall apply also to any legal or natural person working for it, under a contract of employment or otherwise, who was involved in preparing the recommendation»

Også disse reglene er skjerpet for verdipapirforetak mv., jf art. 6. Etter denne bestemmelsen skal det blant annet tilkjennevis eierskap i instrumentet som omtales, hvorvidt foretaket opptrer som «market-maker», interne regler om retningslinjer for informasjonssperrer, om ansattes lønn er knyttet til «investment banking transactions», det vil si såkalte «corporate oppdrag», samt antall kvartalsmessige «buy, sell, hold» anbefalinger.

Til slutt fastsetter andre kommisjonsdirektiv nærmere krav til distribusjon og endring av investeringsanbefalinger, jf art 8. Hvis en anbefaling skal distribueres og dennes investeringsråd («buy, sell, hold») endres, kommer i utgangspunktet kravene til produsenten i art. 2 til 5 til anvendelse. Det er gitt særlige regler for journalister i tredje ledd, og ytterligere krav for verdipapirforetak mv. i art. 9.

Korte og muntlige anbefalinger underlegges ikke de samme detaljerte kravene som ordinære anbefalinger, jf for eksempel art. 2 nr. 3, 3 nr. 2, 4 nr. 2 og nr. 3, samt art. 5 nr. 3 og nr. 4.»

### 13.3 Kredittilsynets forslag

Etter Kredittilsynet oppfatning bør gjeldende norsk regelverk dels bygges ut og dels erstattes av EØS-reglene, jf. høringsnotatet side 67. Kredittilsynet har uttalt:

«Etter Kredittilsynets oppfatning bør gjeldende regelverk dels bygges ut og dels erstattes av Direktivet og dets utfyllende bestemmelser. For verdipapirforetak vil reglene supplere de rettslige standardene i vphl. Når det gjelder adgangen til selvregulering skal det bemerkes at de materielle reglene som produsenter og distributører av bredt anlagte anbefalinger må forholde seg til, i utgangspunktet skal være de samme uansett om regelverket tar form av selvregulering eller lov/forskrift. Føringerne som legges for disse aktørenes virksomhet skal prinsipielt ikke avhenge av type regulering.

Det er i Norge ikke samme tradisjon for bruk av selvregulering som i enkelte andre europeiske land, typisk England. Etter Kredittilsynets oppfatning er det tvilsomt om et norsk selvreguleringssystem vil kunne tilfredsstillere Direktivets krav om «appropriate regulation», jf andre kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 8. Selvreguleringsadgangen bør derfor som hovedregel forbli ubenyttet. Når det gjelder verdipapirforetak og profesjonelle analytikere, antar Kredittilsynet at deres virksomhet uansett bør reguleres av offentligrettslige regler. Hensynet til foretakenes kunder, verdipapirmarkedets integritet og behovet for klare, forutsigbare og rettslig bindende regler, er på dette området svært tungtveiende.

Når det gjelder pressen er spørsmålet om selvregulering mer komplisert. Her vil det kunne reise seg særlige spørsmål i forhold ytringsfriheten, jf 44. avsnitt i Direktivets fortale. Pressen har dessuten et eget informasjonsansvar. Det synes klart at pressens eget regelverk «vær varsom plakaten», ikke er like strengt og detaljrikt som andre kommisjonsdirektiv. «Vær varsom» regelverket må imidlertid sees i lys av de enkelte mediers egne krav til sine journalister, selv om dette ikke utgjør selvregulering i snever forstand. Strengt interne regler for ansatte er imidlertid ikke spesielt for pressen. Også på dette området gjør hensynet til markedets tillitt, herunder behovet for klare, forutsigbare og rettslig bindende regler, seg gjeldende.

Kredittilsynet finner det ikke riktig å konkludere på dette punktet uten at spørsmålet har vært på høring. Det foreslås således at den endelige vurderingen av om Direktivet skal gjelde for journalister, utestår. Det er grunn til å bemerke at Direktivet neppe vil ha store praktiske konsekvensene for pressen som sådan, uansett hvilken løsning som velges. For finanspressen vil nok imidlertid reglene kunne medføre visse innskrenkning i forhold til situasjonen i dag, for eksempel i forhold til det objektive redaktøransvaret. Det bør uavhengig av spørsmålet om selvregulering fastsettes en hjemmel for departementet til å unnta særlige yrkesgrupper fra regelverket. En forutsetning for å unntas må rimeligvis være tilfredsstillende selvregulering.»

Konkret om forslaget til gjennomføring har Kredittilsynet uttalt følgende, jf. høringsnotatet side 68:

«Kredittilsynet foreslår at Direktivets art. 6 nr. 5 implementeres i en ny § 2–10 i vphl. Bestemmelsen bør fastsette de grunnleggende kravene til utarbeidelse og formidling av analyser og investeringsanbefalinger som er ment for distribusjon eller allmennheten. Kravene er i korte trekk at det skal utvises tilbørlig aktsomhet slik at informasjonen som presenteres er korrekt, samt at egeninteresser og egne interessekonflikter klart tilkjennegis.

De utfyllende bestemmelsene i andre kommisjonsdirektiv inneholder blant annet definisjonen av begrepene «analyser» og «investeringsanbefalinger». Kredittilsynet foreslår at de utfyllende bestemmelsene gjennomføres i en forskrift gitt i medhold av § 2–10. Forskriften må fastsettes innen implementeringsfristen, jf notatets kapittel 1. Utkast til slik forskrift er for illustrasjonsformål vedlagt høringsnotatet.

Kredittilsynet foreslår en unntakshjemmel til slutt i § 2–10. Etter denne bør departementet kunne unnta særlige yrkesgrupper fra reglene i vphl § 2–10 og forskrift gitt i medhold av denne under forutsetning av at disse er underlagt tilfredsstillende selvregulering. Unntakshjemmelen antas å kunne bli aktuell for journalister, men endelig vurdering av dette spørsmålet som nevnt utestår. Uaktsomme og forsettlig overtredelser av § 2–10 bør være straffesanksjonert, jf forslaget til nytt kapittel 14.»

Det kan nevnes at Kredittilsynet i sitt lovutkast i forhold til straffesanksjonering har foreslått at uaktsomt eller forsettlig brudd på § 2–10 skal rammes med bøter eller fengsel inntil 1 år, begrenset til tilfeller hvor det foreligger grove eller gjentatte overtredelser, jf. forslaget til ny vphl. § 14–3 annet ledd nr. 6. Kredittilsynet foreslår at uaktsomt eller forsettlig overtredelse av § 2–10 i alle tilfelle kan føre til pålegg om vinningsavståelse, jf. forslaget til ny vphl. § 14–2.

### 13.4 Høringsinstansenes merknader

*FNH/Sparebankforeningen* har blant annet uttalt følgende om forslaget til ny vphl. § 2–10 om analyser og investeringsanbefalinger, jf. høringsuttalelsen side 6:

«Pkt. 3 i Fortalen til Annet Kommisjonsdirektiv (2003/125/EØF) synes å forutsette at det svært omfattende regelverket knyttet til utforming av analyser og investeringsanbefalinger ikke er ment å omfatte muntlige investeringsanbefalinger som gis av meglere overfor kunder. En slik

vesentlig presisering fremkommer ikke av utkastet til ny vphl § 2–10 eller utkastet til forskrift til vphl. (som formelt sett p.t. ikke er på høring). Dette kan heller ikke sees å fremkomme uttrykkelig av Kredittilsynets høringsnotat. Det foreslåtte regelverk ville være fullstendig upraktikabelt i forhold til megleres investeringsanbefalinger på én til én basis. Det er derfor påkrevd at det presiseres at regelverket kun er ment å omfatte analytikernes virksomhet, evt. at alminnelig megling er unntatt kravene.»

*Norges Fondsmeglerforbund* har kommet med lignende uttalelser i forhold til annet kommisjonsdirektivs fortale pkt. 3. Fondsmeglerforbundet er for øvrig enig i at direktivet art. 6 nr. 5 implementeres i en ny bestemmelse i verdipapirhandelloven. Det er videre uttalt i deres høringsuttalelse side 13–15:

«Vi reagerer sterkt på at man uten særlig vurdering av dagens rettstilstand og behov foreslår nærmest en direkte implementering av det aktuelle kommisjonsdirektivet. Det tør være temmelig åpenbart at direktivene åpner for en relativt fleksibel implementering, jfr henvisningen til selvregulering i fortalen til MAD pkt 22. I andre kommisjonsdirektiv (2003/125/EC) art 1 fremgår det klart at forpliktelsen er knyttet til å sikre at det foreligger en hensiktsmessig regulering, jfr den danske oversettelse. Dette står for eksempel i motsetning til det noe strengere kravet i samme direktivs art 6, jfr ordene «shall require».

Kredittilsynet skriver i høringsutkastet bl a følgende:

«Dagens lovgivning om utarbeidelse av analyser og investeringsanbefalinger, fremkommer i første rekke som virksomhets- og organisatorisk krav for verdipapirforetak, jf især vphl §§ 7–1, 8–1, 9–1 og 9–2. Disse bestemmelsene er i stor grad utformet som rettslige standarder uten samme detaljgrad som andre kommisjonsdirektiv. Fondsmeglerforbundet og Finansanalytikerforeningen har i tillegg standarder og regler for sine medlemmer. Dette regelverket er ikke rettslig bindende i snever forstand, men overtredelser har foranlediget reaksjoner fra blant annet Etisk Råd i Fondsmeglerforbundet.

Kredittilsynet gir uttrykk for at gjeldende regelverk bør bygges ut dels erstattes av direktivet og dets utfyllende bestemmelser. Det er, i tråd med det som ellers gjelder for utkastet, ikke gitt noen ytterligere begrunnelse for dette standpunkt. Det er således ikke søkt påvist i hvilken grad dagens regelverk og praksis, herunder tolkning av § 9–2, på noen måte er utilfredsstillende. Det er således overhodet ikke redegjort for om det foreligger noe behov for lov hjemlet regulering. Dette er lite tilfredsstillende

så lenge direktivene ikke oppstiller noen plikter.

Når det gjelder adgangen til selvregulering bemerker Kredittilsynet at de materielle reglene man må forholde seg til, i utgangspunktet, skal være de samme uansett om regelverket tar form av selvregulering eller lov/forskrift. Føringerne som legges for disse aktørenes virksomhet skal prinsipielt ikke avhenge av type regulering. Igjen vil vi vise til at dette resonnement kun har begrenset betydning, ikke minst fordi denne holdning ikke følges konsekvent i høringsutkastet. Man kan ikke bruke slike argumenter der det mest synes å passe og samtidig unnlate å anvende de samme prinsipper på andre områder, f eks implementeringen av innsidebestemmelsen, jfr ovenfor.

I tillegg til dette skriver Kredittilsynet at man i Norge ikke har samme tradisjon for bruk av selvregulering som i enkelte andre europeiske land, typisk England. Det er jo ikke noe argument mot å åpne for dette, i sær dersom dette historisk har vist seg å virke, jfr Forbundets og Finansanalytikerforeningens praksis. Det er derfor uklart for oss hvordan Kredittilsynet uten ytterligere begrunnelse kan fastslå at;

... det tvilsomt om et norsk selvregulerings-system vil kunne tilfredsstillere Direktivets krav om «appropriate regulation», jf andre kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 8. Selvreguleringsadgangen bør derfor som hovedregel forbli ubenyttet.

Når det gjelder verdipapirforetak og profesjonelle analytikere, antar Kredittilsynet at deres virksomhet uansett bør reguleres av offentligrettslige regler. Hensynet til foretakenes kunder, verdipapirmarkedets integritet og behovet for klare, forutsigbare og rettslig bindende regler, er på dette området svært tungtveiende. Heller ikke dette synes relatert til den faktisk etablerte rettstilstand og praktisering i Norge og ikke minst det forhold at Forbundet gjennom utvikling av sine anbefalinger har ligget i forkant av den rettsutvikling vi faktisk nå ser i kjølvannet av skandalene i USA (som vel heller ikke har direkte overføringsverdi på norske forhold!).

Når det gjelder pressen synes Kredittilsynet å ta en noe annen og mer passiv holdning. Vi vil understreke at pressens frihet til å drive undersøkende og kommenterende journalistikk, gjerne også basert på mer tradisjonell analysevirksomhet, er av uvurderlig betydning for det norske og det internasjonale samfunn. Forbundet er således prinsipielt imot inngrep mot pressen som kan true dennes uavhengighet.

For Forbundet blir det da et tankekors at man synes å akseptere selvregulering av pressen, basert på et regelverk som, dersom vi forstår Kredittilsynet riktig, ikke er like strengt og

detaljrikt som andre kommisjonsdirektiv, hvilket igjen tilsier noe svakere enn de anbefalinger Forbundet har gitt om offentliggjøring av interessekonflikter osv. Poenget er jo ikke reguleringen i seg selv, men at det faktisk foreligger normer som både er oppdaterte og etterleves og sanksjoneres. Etter det vi erfarer har Kredittilsynet tidligere ikke ment at den foreliggende selvregulering av de her nevnte aktører på noen måte er utilstrekkelig.

Etter Forbundets oppfatning burde konklusjonen bli at man, når det pr i dag foreligger en omfattende selvregulering som har vist seg å virke, også i forkant av utviklingen i andre land, burde ta seg tid til å se hvordan disse forhold reguleres i andre land. Forbundets og Finansanalytikerforbundets anbefalinger og virksomhet er et regelverk som har vist seg dynamisk og det har blitt praktisert på en måte som for det alt vesentlige tilfredsstillende de krav direktivet oppstiller. Viser det seg at det er noen mangler i gjeldende anbefalinger og normer må man kunne legge til grunn at de foreliggende anbefalinger og normer blir oppdatert. Først dersom dette ikke skjer vil man kunne vurdere hvorvidt det er behov for alternativ regulering, f eks i form av forskrift.»

Fondsmeglerforbundet har i et vedlegg til sin høringsuttalelse rettet noen ytterligere kommentarer til konkrete deler av forslaget til ny vphl. § 2–10.

*Norsk Presseforbund* har blant annet uttalt følgende i sin høringsuttalelse:

«Vår bekymring i forhold til direktivet, er at det ved å likestille pressen med aktørene i finansmarkedet, griper inn i pressens grunnlovsfestede rettigheter og informasjonsrolle.

Derfor har presseorganisasjonene i en rekke land på dette punkt protestert mot EU-direktivet. De svenske presseorganisasjonene konstaterer således at direktivet «i væsentliga avseenden strider mot tryckfrihetsförordningen (TF) och yttrandefrihetsgrundlagen (YGL)», og derfor påberoper seg disse bestemmelsenes fortrinnsrett. Allmänhetens Pressomudsman, Olle Stenholm, har samtidig i brev til Marknadsmissbruksutredningen ved Regeringskansliets utredningsavdeling understreket at det er «såväl önskat som uteslutet» at pressen vil endre sine presseetiske regler etter anmodninger fra statsmakten, selv om anmodningene er aldri så høflige. Det samme vil naturligvis gjelde for norske presseorganisasjoner. Da vil det ikke lenger dreie seg om en selvregulering.

Men EUs markedsmissbruksdirektiv åpner altså for bruk av selvregulering, jfr art. 6 nr 5 og art. 1 nr 8. I høringsnotatet heter det at dette må anses særlig relevant for pressen. På side 67 i notatet innrømmes det også at direktivet reiser særlige spørsmål i forhold til yttringsfriheten. Fi-

nansdepartementet/Kredittilsynet foreslår derfor at den endelige vurderingen av om direktivet skal gjelde for journalister, utestår.

Med henvisning til vårt vedlegg vil vi mene at direktivet verken kan eller bør gjelde for pressefolk. Vi vil også fremheve at det ikke er riktig at pressens eget regelverk, slik det kommer fram i Vær Varsom-plakaten, «ikke er like strengt» som EU-direktivet. At Vær Varsom-plakaten ikke er like detaljrikt som direktivet, betyr ikke at det ikke er like strengt som direktivet. I virkeligheten er plakaten strengere enn direktivet.

Den norske Vær Varsom-plakaten har riktignok ingen bestemmelser som uttrykkelig går på finansjournalistikk. Men det betyr ikke at Pressens Faglige Utvalg, som er satt til å vurdere norsk presses adferd, har et lemfeldig forhold til finansjournalistikken. La oss illustrere det på denne måten:

Den britiske Vær Varsom-plakaten, *The Code of Practice*, har tre punkter om finansjournalistikk; 14 i) «Even where the law does not prohibit it, journalists must not use for their own profit financial information they receive in advance of its general publication, nor should they pass such information to others», ii) They must not write about shares or securities in whose performance they know that they or their close families have a significant financial interest, without disclosing the interest to the editor or financial editor, iii) They must not buy or sell, either directly or through nominees or agents, shares or securities about which they intend to write in the near future.»

Vi har altså ingen tilsvarende bestemmelser i vårt presseetiske regelverk, men tilsvarende handlinger ville utvilsomt bli vurdert som brudd på god presseskikk etter Vær Varsom-plakatens pkt. 2.2, 2.3 og 2.4. Dessuten har altså de relevante finansmedier bestemmelser som ikke bare forbyr slik rolleblanding, men hvor den endog kan føre til øyeblikkelig oppsigelse.

I tillegg til de interne regler og de overordnede eksterne, som alle med pressekort plikter å legge til grunn for sin virksomhet, har både NJ og NR egne, strenge programpunkter om integritet, etikk og yrkesregler.

Vi vil for øvrig minne om regjeringens egen melding Om endring av Grunnloven § 100, St. meld. Nr. 26 (2003–2004), som foreslår lovfesting av den redaksjonelle uavhengighet.»

I et vedlegg til høringsuttalelsen (brev til Kredittilsynet 9. januar 2004 fra Norsk Presseforbund og Norsk Redaktørforening) fremkommer det ytterligere merknader i tilknytning til EØS-forpliktelsene og gjennomføringen i norsk rett (brevet gjenntas her i sin helhet):

«Når det gjelder EU-direktivet om Markedsmissbruk, er det for oss viktig å understreke at norske journalister og redaktører allerede er bundet av svært strenge, selvpålagte regler når det gjelder integritet og troverdighet. Slik må det også være. Mediene lever av sin troverdighet, og er nødt til å stille ekstremt strenge krav til seg selv på det området direktivet beskriver. Vår bekymring er en ganske annen, nemlig at direktivet vil kunne innskrenke den informasjonsfrihet som er en avgjørende del av pressens virksomhet og en viktig del av vår samfunnsform.

#### «Hensiktsmessig selvregulering»

Vi vil derfor innledningsvis vise til direktivets art. 2 (4), 3 (4) og 5 (5), jfr. art. 8 (3) og (4), som hjemler unntak for journalister som «er underlagt en tilsvarende regulering i medlemsstatene, herunder en tilsvarende hensiktsmessig selvregulering, forutsatt at en slik regulering får samme virkning» som bestemmelsene inneholder.

I denne sammenheng tillater vi oss å fremheve den særegne styrken i norsk medieetikk: Vær Varsom-plakaten gjelder for alle redaksjonelle medarbeidere – redaktører, journalister og fotografer, både i trykt presse, i nettpublikasjoner og i radio og fjernsyn. Etter at den lovbestemte Klagenemnda for kringkastingsprogram ble nedlagt i 1998, er selvreguleringsorganet Pressens Faglige Utvalg (PFU) etablert som et heldekkende presseetisk tilsyns- og klageorgan.

Gjennom sine medlemsorganisasjoner, og gjennom medlemsorganisasjonenes tilknytning til Norsk Presseforbund, har både journalister, redaktører og medieiere gitt sin tilslutning til Vær Varsom-plakaten, Tekstreklameplakaten og Redaktørplakaten. Alle som har pressekort i Norge, er forpliktet til å følge norsk presses etiske regler. «Den enkelte redaktør og medarbeider har ansvar for å kjenne pressens etiske normer og plikter å legge disse til grunn for sin virksomhet», som det heter i ingressen til Vær Varsom-plakaten. Den enkelte mediebedrift (som i mange tilfeller også har regler som supplerer Vær Varsom-plakaten, hvilket vi kommer tilbake til nedenunder) gjør både sine medarbeidere og sitt publikum uttrykkelig oppmerksom på at bedriften arbeider etter norsk presses etiske regler, og at de som mener at redaksjonen har brutt god presseskikk, kan klage til PFU.

Den norske selvregulering for mediene omfatter altså alle pressefolk. Den ikke bare nekter redaktører å gi oppdrag de etter våre medieetiske normer ikke burde ha gitt. Den gjør at også journalister og fotografer kan nekte å påta seg oppdrag de aldri burde ha fått. PFUs vedtekter fastslår for øvrig at medier som får en fellende eller kritisk uttalelse mot seg i utvalget, plikter

å publisere uttalelsen «i sin helhet og på godt synlig plass/i relevant sendetid i de medier saken gjelder. I trykt presse og i fjernsyn skal uttalelsen gjengis med den faste vignett med PFUs logo». I de senere år har vi aldri opplevd at redaksjoner har nektet å etterkomme dette kravet.

Vi kan for øvrig nevne at Pressens Faglige Utvalg, etter vedtektsendringer i 2001, også kan behandle klager som er anmeldt eller brakt inn for domstol.

#### Vær Varsom-plakatens regler

Når det gjelder Markedsmissbruksdirektivets alminnelige forbud mot innsidehandel og markedsmanipulasjon, kravet om kildekontroll og et klart skille mellom kommentarer og faktiske opplysninger, vil vi vise til noen av Vær Varsom-plakatens bestemmelser:

- 1) Et helt kapittel i plakaten handler om integritet og troverdighet, som naturligvis er selve grunnlaget for all journalistisk virksomhet. Ikke noe område er de siste tiår vektlagt sterkere enn disse fundamentale forutsetninger for en fri presse. Den partiavhengige presse er i dag en saga blott, og mediene har revidert sine etiske normer, slik at vi også kan møte nye, kommersielle utfordringer: «Redaksjonelle medarbeidere må ikke ha oppdrag eller verv, økonomiske eller andre bindinger som kan skape interessekonflikter i forhold til deres redaksjonelle oppgaver. Unngå dobbeltroller som kan svekke deres troverdighet. Vis åpenhet om forhold som kan påvirke redaksjonelle medarbeideres habilitet». (Vær Varsom-plakatens pkt. 2.3. Vi viser også til punktene 2.2 og 2.4 i plakaten).
- 2) Journalistikkens første bud er åpne kilder. Gjennom åpne kilder skal leseren ha mulighet til å tolke de informasjonen mediene gir. Det hører derfor med til den ideelle journalistiske fordring å la navngitte kilder stå ansvarlig for sine uttalelser. «Pressens troverdighet styrkes ved at kildene for informasjon identifiseres, med mindre det kommer i konflikt med behovet for å verne kildene». (Vær Varsom-plakatens pkt. 3.1). Vi viser også til plakaten pkt. 3.2, om kildekritikk og kildekontroll.
- 3) Pkt. 4.2 i Vær Varsom-plakaten pålegger mediene å «gjør(e) klart hva som er faktiske opplysninger og hva som er kommentarer». Kommentaren er fri, men referatet er hellig.

#### Strenge regler i finanspressen

I tillegg til de strenge, men generelle regler som finnes i Vær Varsom-plakaten har de enkelte finansmedier utstyrt seg med enda strengere og mer konkrete bestemmelser for å hindre markedsmissbruk blant sine journalister.

I Dagens Næringsliv er det forbudt for journalister å kjøpe aksjer og andre verdipapirer. Unntaket er fondsandeler. Bare ved noen få anledninger har avisen innrømmet unntak fra disse reglene, og unntakene gjelder da andeler i familieselskaper eller lignende, hvor eierskapet ikke kan ha noen relevans for det som publiseres. Journalister som søker seg til Dagens Næringsliv, informeres om disse regler.

I Hegnar Media ASs internregler om handel med aksjer og finansielle instrumenter (vedlagt) heter det i tredje avsnitt: «Enhver handel med verdipapirer som i tid faller sammen med egen eller kollegers journalistiske virksomhet som kan ha betydning for kursfastsettelsen/verdivurderingen av kjøpte/solgte verdipapir, og det anses som gitt eller sannsynliggjort at man har hatt kjennskap til det publiserte, er forbudt og vil medføre øyeblikkelig oppsigelse» (Vår uthevelse). De regler som her gjelder for journalistene, omfatter også familiemedlemmer, samboere og nære venner.

#### *Pressens informasjonsansvar*

Det er en selvfølge at journalister – ja, det må faktisk særlig gjelde journalister – ikke kan delta i innsidehandel og såkalt markedsmanipulering. Journalister vil da fanges av de generelle, sivilrettslige regler, og rammes både av de interne og de generelle presseetiske regler. Men pressen har også et informasjonsansvar, og dette ansvaret er et felleseie for medier i alle demokratiske samfunn. Norsk presse har valgt å formulere ansvaret slik, jfr. Vær Varsom-plakatens pkt. 1.3, andre ledd: «Den (pressen) kan ikke gi etter for press fra noen som vil hindre åpen debatt, fri informasjonsformidling og fri adgang til kildene».

Vi merker oss at Kredittilsynet i sitt brev til Norsk Presseforbund «tar det for gitt» at reglene i Markedsmissbruksdirektivet ikke skal gripe inn i journalisters grunnlovsfestede rettigheter når det gjelder ytringsfrihet. Vi håper – og tror – naturligvis at dette er riktig. Men da må de som forvalter direktivet, og som skal tilpasse det til norsk og europeisk virkelighet, vise ekstra varsomhet, for ikke å komme i konflikt med pressens informasjonsansvar, det som er en selvfølge i alle demokratiske samfunn, og som blant annet er understreket i flere kjennelser fra Menneskerettighetsdomstolen i Strasbourg.

Journalister har naturligvis ingen større rett enn andre til å sko seg på rykter og manipuleringer i markedet. Tvert imot, det må stilles strengere krav til journalisters integritet enn til andres. Men på grunn av medienes spesielle informasjonsforpliktelser må det legges andre vurderinger til grunn overfor finansjournalister enn overfor finansprofesjonen selv. Skal for ek-

sempel pressen ikke lenger kunne formidle analyser fra et meglerhus, eller fortelle offentligheten om rykter og manipuleringer i markedet, uten å måtte stå til ansvar dersom markedet viser seg å ha blitt villedet?

Pressen er pålagt av sine egne organisasjoner å kontrollere at de opplysninger som gis, er korrekte. «Vær kritisk i valg av kilder», heter det, og «Ved bruk av anonyme kilder må det stilles særskilte krav til kildekritikk». Men en presse som bare bringer «sannferdige» opplysninger, er ingen fri presse, og de opplysninger den bringer, er først og fremst «sannferdige» sett med maktens øyne. Det er ikke tilfeldig at de nasjoner som har vedtatt lover som forbyr mediene å spre «villedende informasjon», er nasjoner vi normalt ikke liker å sammenligne oss med.

#### *Direktivets krav til identifisering*

Vi vil her anføre at kravet om at mediene skal identifisere den eller de innenfor et meglerhus, et investeringsselskap eller en kredittinstitusjon som har utarbeidet en investeringsanbefaling, kan by på betydelige praktiske og prinsipielle problemer. Vi vil minne om at den såkalte anonymitetsretten utgjør et helt sentralt element i norsk ytringsfrihets- og pressefrihetstradisjon. Anonymitetsretten er utviklet over et par hundre år, og er nært knyttet til utviklingen av redaktørinstituttet, det vil si tanken om at det for enhver publikasjon skal være en redaktør som personlig står ansvarlig for innholdet, enten opphavsmann/forfatter er identifisert eller ei.

Fra et informasjonsfrihetssynspunkt ville det være fullstendig uakseptabelt dersom «Economist», som nesten bare bringer usignerte artikler, nå måtte begynne å signere dem på grunn av påbud fra statlige eller overstatlige myndigheter. Her hjemme har «Kapital» valgt å ha usignerte artikler på sine gule sider. Og det kan vel ikke være meningen at norske myndigheter gjennom et EU-direktiv skal begynne å pålegge «Kapital» å signere alle sine artikler, eller pålegge bladet å gi sine investeringsanbefalinger bare på de hvite sidene?

Vi registrerer i denne sammenheng at organisasjonen «The European Publishers Council» vurderer å bringe direktivets identifiseringsbestemmelser inn for Den europeiske menneskerettighetsdomstolen i Strasbourg, fordi påbudet åpenbart er i strid med pressefriheten.

#### *Redaktøransvaret*

Den norske pressefrihetstradisjonen har sammenheng med utviklingen av redaktørinstituttet og redaktøransvaret. For å kunne ha den fulle frihet til selv å bestemme innholdet i den enkelte publikasjon stilles det krav om at den som er ansvarlig redaktør, også må påta seg det per-



sonlige og fulle ansvar for innholdet. Prinsippene for dette er slått fast både i straffeloven (kap 43) og i Redaktørplakaten, som er en avtale mellom Mediebedriftenes Landsforening (MBL) og Norsk Redaktørforening (NR).

Vi nevner også at det i den senere tid er etablert bred politisk enighet om behovet for ytterligere å styrke prinsippene i redaktørplakaten, blant annet gjennom endringer i lovverket. Når dette har latt vente på seg, skyldes det at man nå avventer oppfølgingen av Ytringsfrihetskommisjonens innstilling (NOU 1999:27). I en slik situasjon vil det fremstå som både underlig og uheldig dersom det gjennom endringer i lov eller regelverk innføres ordninger som i praksis svekker redaktørinstituttet som bærebjelke i norsk ytrings- og pressefrihet. Vi antar at også Kredittilsynet vil se det paradoksale i et slikt eventuelt resultat av implementeringen av det omtalte EU-direktivet i norsk rett, og antar – i lys av det som er nevnt ovenfor – at en slik utvikling ikke er nødvendig for å oppfylle direktivets krav.»

*Norske Finansanalytikers Forening* har uttalt følgende av relevans i sin høringsuttalelse:

«NFF gir sin tilslutning til at det gis en egen lovbestemmelse om analyser og investeringsanbefalinger. Opplysninger om eventuelle egne interesser og interessemotsetninger knyttet til instrument eller utsteder blir gitt pr i dag i varierende omfang. NFF finner det rimelig at de som utarbeider analyser eller investeringsanbefalinger om finansielle instrumenter blir underlagt samme lovbestemmelse. Videre stiller NFF seg bak formalisering av krav om kvalitet på den informasjonen som blir distribuert til allmennheten. Bestemmelsen i § 2–10 om analyser og investeringsanbefalinger vil bidra til større tillit til analyser, investeringsanbefalinger og verdipapirforetak.»

*ØKOKRIM* anser det hensiktsmessig at nærme krav til analyser og investeringsanbefalinger inn tas i verdipapirhandelloven. Om Kredittilsynets forslag er det uttalt, jf. høringsuttalelsen side 10–11:

«Forslaget til ny § 2–10 er imidlertid problematisk sett fra et strafferettslig ståsted fordi den i likhet med en del andre regler som behandlet ovenfor inneholder kumulative, skjønnsmessige og strafferettslig ukjente vilkår. Det vises særlig til «sikre» at informasjonen som blir presentert er korrekt, «klar» måte, egne interesser/interessekonflikter som «knytter seg til» instrumentene/utstederne. Dersom departementet gis forskriftshjemmel til å «fastsette nærme regler til krav til analyser og investeringsanbefalinger», vil det kunne oppstilles ytterligere vilkår for straff i forskrifts form, som derved vil

gjøre bestemmelsen enda mer problematisk å håndtere strafferettslig sett, jf våre kommentarer til tilsvarende hjemmel for definisjonen av markedsmanipulasjon. Det er ønskelig at man presiserer vilkårene nærmere i forarbeidene.

Bestemmelsen foreslås straffesanksjonert, hvilket det etter vårt syn er gode grunner for. Bestemmelsen i straffeloven § 273 vil være delvis overlappende med regelen som foreslått i høringsnotatet, og forholdet mellom de to bestemmelsene, herunder konkurransespørsmålet, bør derfor omtales i den videre forarbeidene.

ØKOKRIM har ikke merknader til forslaget om at straffansvar skal begrenses til grov/gjentatt overtredelse, men anser at dette valget bør kommenteres i lovforarbeidene. For øvrig har det i praksis oppstått spørsmål om forståelsen av kriteriet «gjentatt» i gjeldende vphl § 14–3, og det ville være hensiktsmessig med en nærmere generell redegjørelse for dette kriteriet i lovforarbeidene.»

### 13.5 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om å regulere investeringsanbefalinger i en hovedbestemmelse i ny vphl. § 2–10, jf. direktivet art. 6 nr. 5, med de nærmere definisjoner og regler i forskrift, jf. annet kommisjonsdirektiv. Det foreslås i den forbindelse også en forskriftshjemmel til departementet i ny vphl. § 2–10.

På bakgrunn av enkelte høringsinstansers merknader foreslås det presisert at forskriften kan inneholde særlige regler om muntlige investeringsanbefalinger uten hensyn til hovedregelen i § 2–10 første ledd, jf. annet kommisjonsdirektiv art. 2 nr. 3, art. 3 nr. 2, art. 4 nr. 3, art. 5 nr. 4 og art. 6 nr. 6. De nevnte direktivbestemmelsene gjør det klart at det skal gjelde andre og mindre tyngende regler for muntlige anbefalinger («in order not to be disproportionate»).

Kredittilsynets forslag gjelder for enhver juridisk og fysisk person, og er knyttet opp mot den som utarbeider eller formidler «analyser eller investeringsanbefalinger». Departementet foreslår at uttrykket «investeringsanbefalinger» erstattes med passusen «informasjon som anbefaler en investering eller investeringsstrategi». Dette er mer i tråd med terminologien i direktivet og annet kommisjonsdirektiv, og antas for øvrig å være en mer dekkende beskrivelse av hva som faktisk omfattes av bestemmelsen. Overskriften til bestemmelsen foreslås å være «investeringsanbefalinger mv.». Hvorvidt den aktuelle informasjonen omtales som en «investeringsanbefaling» har for øvrig ingen betyd-

ning. Det avgjørende er innholdet i informasjonen som utarbeides eller formidles. Det gjøres også enkelte redaksjonelle og lovtekniske endringer i forhold til Kredittilsynets forslag til § 2–10 første ledd.

Kredittilsynet har foreslått at den som grovt eller gjentatte ganger overtrer § 2–10 kan straffes med bøter eller fengsel inntil 1 år, jf. Kredittilsynets forslag til vphl. § 14–3 annet ledd nr. 6. Departementet viderefører dette forslaget.

Som det fremgår av gjengivelsen foran har ØKOKRIM gitt uttrykk for at det i praksis har oppstått spørsmål om forståelsen av kriteriet «gjentatte ganger». Departementet vil til dette bemerke at det med «gjentatte ganger» i vphl. § 14–3 annet ledd nr. 6 forstås mer enn én gangs overtredelse av bestemmelsene, se nærmere i spesialmerknadene til § 14–3.

Fondsmeglerforbundet har, som det fremgår av gjengivelsen foran, anført at deres og Finansanalytikerforbundets selvregulering bør være tilstrekkelig i forhold til EØS-forpliktelsene om investeringsanbefalinger. Finansanalytikerforbundet synes å støtte forslaget om lovregulering. Fondsmeglerforbundet har ikke gitt noen nærmere sammenligning mellom deres selvregulering og de konkrete EØS-forpliktelsene om utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger, og det er derfor vanskelig å vurdere konkret hvorvidt de enkelte deler av deres selvregulering vil kunne oppfylle EØS-forpliktelsenes materielle krav. Uavhengig av dette er departementet enig med Kredittilsynet i at verdipapirforetak og profesjonelle analytikere i hovedsak bør reguleres av offentligrettslige regler når det gjelder utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger. Kredittilsynet har vist til hensynet til foretakenes kunder, hensynet til verdipapirmarkedets integritet og behovet for klare, forutsigbare og rettslig bindende regler. Departementet er enig med Kredittilsynet i at disse hensynene taler for offentligrettslig regulering, hvor overholdelsen av regelverket for øvrig hører under Kredittilsynets tilsynsoppgaver.

Den nærmere gjennomføringen av annet kommisjonsdirektiv vil etter departementets forslag finne sted i forskrift fastsatt med hjemmel i lovforslaget. På bakgrunn av at reglens forhold til journalister og presse er av så vidt prinsipiell betydning, knyttes enkelte kommentarer til dette nedenfor.

#### Særlig om journalister og presse

EØS-reglene stiller som nevnt også krav til nasjonal regulering av journalisters utarbeidelse av, og formidling av, investeringsanbefalinger. Kravene i forhold til journalister er noe modifisert i forhold til

kravet til nasjonal regulering av andres utarbeidelse av, og formidling av, investeringsanbefalinger. Dette er begrunnet i de særlige hensyn som her gjør seg gjeldende. Direktivets fortale pkt. 44 gir en god illustrasjon (samme formulering er også gjentatt i annet kommisjonsdirektivs fortale pkt. 11):

«This Directive respects the fundamental rights and observes the principles recognised in particular by the Charter of Fundamental Rights of the European Union and in particular by Article 11 thereof and Article 10 of the European Convention on Human Rights. In this regard, this Directive does not in any way prevent Member States from applying their constitutional rules relating to freedom of the press and freedom of expression in the media».

Annet kommisjonsdirektiv sonderer mellom *utarbeidelse* av anbefalinger, jf. direktivet kapittel II, og *formidling* av anbefalinger som er utarbeidet av andre, jf. direktivet kapittel III. Det stilles ulike krav til nasjonal regulering for henholdsvis utarbeidelse og formidling.

Definisjonen av investeringsanbefalinger er snevrere i forhold til informasjon som utarbeides av journalister enn informasjon som utarbeides av analytikere, verdipapirforetak mv. Dette får betydning i forhold til når reglene i kommisjonsdirektivet kapittel II kommer til anvendelse.

Kommisjonsdirektivet art. 1 nr. 4 lyder:

««research or other information recommending or suggesting investment strategy» means:

(a) information produced by an independent analyst, an investment firm, a credit institution, any other person whose main business is to produce recommendations or a natural person working for them under a contract of employment or otherwise, that, directly or indirectly, expresses a particular investment recommendation in respect of a financial instrument or an issuer of financial instruments;

(b) information produced by persons other than the persons referred to in (a) which directly recommends a particular investment decision in respect of a financial instrument»

Pressen, inkludert finanspressen, kan som utgangspunkt ikke anses for å ha produksjon av anbefalinger som en hovedvirksomhet, og journalister og mediebedrifter vil derfor falle inn under kategori (b). Dette innebærer at de skal omfattes av regelverket i de tilfeller hvor de gir *direkte* anbefalinger om et finansielt instrument. Fortalen til annet kommisjonsdirektiv pkt. 2 angir nærmere hva som menes med henholdsvis eksplisitte og implisitte investeringsanbefalinger:

«Recommending or suggesting an investment strategy is either done explicitly (such as «buy», «hold» or «sell» recommendations) or implicitly (by reference to a price target or otherwise).»

Ut fra dette er det naturlig å legge til grunn at pressen må følge regler som oppfyller kommisjonsdirektivet i den grad det utarbeides uttrykkelige «kjøp», «salg» eller «hold» anbefalinger, eller gis lignende konkrete råd i tilknytning til finansielle instrumenter. Utarbeidelse av artikler mv. uten en slik konkret investeringsanbefaling, herunder for eksempel artikler med analyse av selskaper som har utstedt verdipapirer, vil ikke omfattes.

Et praktisk eksempel er pressens omtale av verdipapirfond. Dersom det gis et direkte råd om kjøp av bestemte verdipapirfondsandeler, vil det foreligge en investeringsanbefaling i EØS-reglens forstand. Dersom det gis et direkte råd om kjøp av fond forvaltet av et bestemt fondsforvaltningsselskap, vil reglene også komme til anvendelse uavhengig av om forvaltningsselskapet forvalter mer enn ett fond. En rangering av «de beste fondene», eventuelt supplert med råd om å kjøpe generelt angitte fondstyper, vil ikke anses som investeringsanbefalinger dersom rådene kommer fra journalister. Likeledes vil det ikke være snakk om en investeringsanbefaling dersom det gis uttrykk for at ett eller flere bestemte fond er ventet å gjøre det bedre eller dårligere enn andre fond i tiden fremover, såfremt dette ikke følges opp med en direkte investeringsanbefaling. Journalisters råd om forventet avkastning eller lignende i bestemte fond vil være å anse som en indirekte anbefaling, og er altså ikke en investeringsanbefaling i EØS-reglens forstand.

Annet kommisjonsdirektiv inneholder som nevnt også krav til regler om formidling av informasjon utarbeidet av tredjeperson. Artikkel 7 lyder:

«Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that, whenever a relevant person under his own responsibility disseminates a recommendation produced by a third party, the recommendation indicates clearly and prominently the identity of that relevant person.»

Dette må forstås slik at regler om formidling skal komme til anvendelse uansett om den informasjon som formidles skal anses som en anbefaling i kategori (a), dvs. (direkte eller indirekte) anbefaling utarbeidet av personer som har dette som sin hovedvirksomhet, eller i kategori (b), dvs. (direkte) anbefaling utarbeidet av andre personer, jf. definisjonen i annet kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 4.

### *Journalister som selv utarbeider direkte anbefalinger om finansielle instrumenter*

I forhold til journalister og mediebedrifter som selv utarbeider direkte anbefalinger om finansielle instrumenter skal det i henhold til annet kommisjonsdirektiv kapittel II være nasjonale regler om identitetsangivelse, angivelse av interessekonflikter og krav til innhold og informasjon i anbefalinger, jf. art. 2, 3 og 5. Kommisjonsdirektivet art. 4 og 6 gjelder kun for personer som nevnt i art. 1 nr. 4 bokstav a, og er altså ikke relevant i forhold til nasjonal regulering av journalister.

I følge art. 2 nr. 1 plikter medlemsstatene å påse at det foreligger egnet regulering som sikrer at identiteten til den som har utarbeidet anbefalingen og den juridiske person som er ansvarlig for utarbeidelsen, klart fremgår på en fremtredende plass. For pressen gjelder dette kravet i forhold til informasjon som består i direkte anbefaling av investeringer i finansielle instrumenter (kjøp, salg, hold eller lignende). Et særlig spørsmål er hvem som etter direktivet skal anses som den personen som har utarbeidet anbefalingen. Etter departementets syn bør direktivet her tolkes på bakgrunn av de særlige forhold som gjør seg gjeldende for pressen. Redaktørinstituttet innebærer at redaktøren står ansvarlig for eventuelle anbefalinger som utarbeides. Redaktøren kan som en naturlig konsekvens også endre på anbefalingen. På bakgrunn av dette legger departementet til grunn at det er tilstrekkelig for å oppfylle direktivets krav at redaktørens identitet fremkommer. I tillegg må identiteten til det aktuelle mediehus eller lignende (den juridiske personen) fremgå. Det antas at det normalt ikke vil være nødvendig at identiteten til redaktøren og den juridiske person som eventuelt er ansvarlig for utarbeidelsen fremgår av selve anbefalingen. Identiteten vil normalt fremgå på en tilstrekkelig klar og fremtredende måte annet sted i det mediet som informasjonen er en del av (for eksempel avisen eller internettiden).

Følgende krav til selve investeringsanbefalingen stilles i kommisjonsdirektivet art. 3:

«1. Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that all relevant persons take reasonable care to ensure that:

- (a) facts are clearly distinguished from interpretations, estimates, opinions and other types of non-factual information;
- (b) all sources are reliable or, where there is any doubt as to whether a source is reliable, this is clearly indicated;
- (c) all projections, forecasts and price targets are clearly labelled as such and that the materi-

al assumptions made in producing or using them are indicated.

2. Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that the requirements laid down in paragraph 1 are adapted in order not to be disproportionate in the case of non-written recommendations.

3. Member States shall require that all relevant persons take reasonable care to ensure that any recommendation can be substantiated as reasonable, upon request by the competent authorities.»

For det første krever nr. 1 bokstav a at medlemsstatene har regler om at faktaopplysninger skilles klart fra tolkninger, estimater, meninger og annen informasjon som ikke er faktaopplysninger. Det kan ikke kreves en fysisk atskillelse i for eksempel en artikkel, men det kreves at det fremgår klart av informasjonen hva som er faktaopplysninger og hva som ikke er det. For journalister vil dette kravet relatere seg til informasjon som ligger til grunn for en eventuell direkte investeringsanbefaling om finansielle instrumenter.

For det andre kreves i nr. 1 bokstav b at alle kilder må være pålitelige, eller at eventuell tvil om en kildes pålitelighet klart fremkommer av informasjonen knyttet til investeringsanbefalingen.

Videre krever nr. 1 bokstav c at alle prognoser, estimater og kursmål er klart tilkjennegett som sådanne, og at vesentlige antagelser knyttet til utarbeidelsen eller anvendelsen av dem er angitt. Journalisters utarbeidelse av prognoser og kursmål anses som nevnt i seg selv ikke som investeringsanbefalinger. Det betyr at dette kravet kun retter seg mot prognoser og kursmål som er benyttet eller utarbeidet som grunnlag for en eventuell direkte anbefaling knyttet til finansielle instrumenter.

Av kommisjonsdirektivet art. 3 nr. 3 følger at personer som omfattes av reglene («relevant persons») i rimelig grad skal sørge for at enhver investeringsanbefaling kan underbygges som forsvarlig dersom de kompetente myndigheter ber om dette.

Kommisjonsdirektivet art. 5 stiller følgende krav til angivelse av eventuelle interesser og interessekonflikter:

«1. Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that relevant persons disclose all relationships and circumstances that may reasonably be expected to impair the objectivity of the recommendation, in particular where relevant persons have a significant financial interest in one or more of the financial instruments which are the subject of the recommendation, or a significant conflict of interest with respect to an issuer to which the recommendation relates.

Where the relevant person is a legal person, that requirement shall apply also to any legal or natural person working for it, under a contract of employment or otherwise, who was involved in preparing the recommendation.

2. Where the relevant person is a legal person, the information to be disclosed in accordance with paragraph 1 shall at least include the following:

(a) any interests or conflicts of interest of the relevant person or of related legal persons that are accessible or reasonably expected to be accessible to the persons involved in the preparation of the recommendation;

(b) any interests or conflicts of interest of the relevant person or of related legal persons known to persons who, although not involved in the preparation of the recommendation, had or could reasonably be expected to have access to the recommendation prior to its dissemination to customers or the public.

3. Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that the recommendation itself shall include the disclosures provided for in paragraphs 1 and 2. Where such disclosures would be disproportionate in relation to the length of the recommendation distributed, it shall suffice to make clear and prominent reference in the recommendation itself to the place where such disclosures can be directly and easily accessed by the public, such as a direct Internet link to the disclosure on an appropriate internet site of the relevant person.»

For journalister og presse som utarbeider investeringsanbefalinger krever bestemmelsen at det er regelverk på plass som sikrer tilkjennegettelse av forbindelser og omstendigheter som med rimelig grunn kan antas å svekke anbefalingens objektivitet. Slike omstendigheter kan ifølge bestemmelsen særlig være at det foreligger en «significant» økonomisk interesse av betydning i de finansielle instrumenter som anbefales, eller en «significant» interessekonflikt i forhold til utstederen av de finansielle instrumentene. Med «significant» må i denne forbindelse menes at interessen eller interessekonflikten er av en slik art at den med rimelig grunn kan antas å påvirke anbefalingens objektivitet, jf. ovenfor.

I tilfeller hvor et foretak («legal person») står ansvarlig for utarbeidelsen av investeringsanbefalingen stilles det krav om når dette foretakets interesser eller tilknyttede foretaks interesser skal tilkjennegis, jf. art. 5 nr. 2. Det vil for eksempel ikke alltid være mulig for den som utarbeider investeringsanbefalingen å ha rede på foretakets eller tilknyttede foretaks eventuelle interesser eller inter-

essekonflikter. For pressen antar departementet at det vil forholde seg slik at ingen juridisk person vil ha noen innflytelse over de anbefalinger som utarbeides av redaksjonelle medarbeidere. Det vises til Vær Varsom-plakaten pkt. 2.3 som sier at redaksjonelle medarbeidere ikke skal ha oppdrag, verv, økonomiske eller andre bindinger som kan skape interessekonflikter i forhold til deres redaksjonelle oppgaver. Direktivet art. 5 nr. 2 bør tolkes på bakgrunn av dette.

#### *Journalister som formidler investeringsanbefalinger utarbeidet av tredjeperson*

Også i forhold til formidling av investeringsanbefalinger utarbeidet av tredjeperson skal det i henhold til annet kommisjonsdirektiv kapittel III være nasjonale regler om identitetsangivelse mv. Artikkel 9 gjelder kun for verdipapirforetak og kredittinstitusjoner, og altså ikke for pressen.

I følge art. 7 plikter medlemsstatene å påse at det innføres en hensiktsmessig regulering som sikrer at identiteten til den person som på eget ansvar utbrer en anbefaling utarbeidet av tredjeperson, tilkjennegis klart og tydelig i anbefalingen. Det vises til omtalen av redaktørinstituttet og de særlige forhold som gjelder for pressen, jf. ovenfor. Vurderingen av hva som anses som en anbefaling må som nevnt ovenfor vurderes i forhold til den som har utarbeidet anbefalingen. Det betyr at formidling av informasjon som ikke er en direkte investeringsanbefaling vedrørende finansielle instrumenter, likevel kan omfattes av kravet til identitetsangivelse forutsatt at den som har utarbeidet anbefalingen er en person som nevnt i art. 1 nr. 4 bokstav a.

I art. 8 gis det nærmere regler om formidling av anbefalinger:

«Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that whenever a recommendation produced by a third party is substantially altered within disseminated information, that information clearly indicates the substantial alteration in detail. Member States shall ensure that whenever the substantial alteration consists of a change of the direction of the recommendation (such as changing a «buy» recommendation into a «hold» or «sell» recommendation or vice versa), the requirements laid down in Articles 2 to 5 on producers are met by the disseminator, to the extent of the substantial alteration.

In addition, Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that relevant legal persons who themselves, or through natural persons, disseminate a substantially altered recommendation have a for-

mal written policy so that the persons receiving the information may be directed to where they can have access to the identity of the producer of the recommendation, the recommendation itself and the disclosure of the producer's interests or conflicts of interest, provided that these elements are publicly available.

The first and second paragraphs do not apply to news reporting on recommendations produced by a third party where the substance of the recommendation is not altered.

In case of dissemination of a summary of a recommendation produced by a third party, the relevant persons disseminating such summary shall ensure that the summary is clear and not misleading, mentioning the source document and where the disclosures related to the source document can be directly and easily accessed by the public provided that they are publicly available.»

I følge bestemmelsens første og annet ledd skal medlemsstatene sørge for en hensiktsmessig regulering for tilfeller der anbefalingen som utbres er endret på viktige («substantial») punkter. Blant annet skal endringen klart fremgå i detalj. Dersom endringen gir anbefalingen en ny retning («change of the direction»), for eksempel dersom en kjøpsanbefaling er endret til en salgsanbefaling, skal reglene om *utarbeidelse* av anbefalinger komme til anvendelse, jf. ovenfor. I tredje ledd er det presisert at nyhetsrapportering ikke omfattes av disse reglene, såfremt substansen i anbefalingen ikke endres. I sistnevnte tilfelle er det altså kun påkrevd med identitetsangivelse som nevnt i annet kommisjonsdirektiv art. 7, jf. ovenfor.

Dersom formidlingen består i å gi et sammendrag av anbefalingen, kreves det likevel at formidleren sikrer at sammendraget er klart og ikke villedende. Sammendraget skal angi hvor anbefalingen er tilgjengelig, herunder hvor redegjørelser («disclosures»), jf. kravene i kommisjonsdirektivet kapittel II, for anbefalingen kan finnes. Det gjøres unntak for kilder som ikke er offentlig tilgjengelig. Unntaket må tolkes slik at kilder som kan unntas med henvisning til pressens kildevern ikke behøver å angis. Det samme unntaket går for øvrig igjen i art. 8 annet ledd.

#### *Nærmere om forholdet til selvregulering*

Det er i annet kommisjonsdirektiv eksplisitt åpnet for at direktivet kan oppfylles gjennom selvregulering, jf. art. 1 nr. 8. I kommisjonsdirektivet art. 2 nr. 4, art. 3 nr. 4 og art. 5 nr. 5 er det også sagt eksplisitt at direktivet kan oppfylles gjennom pressens selvregulering som et alternativ til nasjonale offent-

ligrettslige regler. Slike nasjonale offentligrettslige regler behøver ikke gjøres gjeldende for:

«...journalists subject to equivalent appropriate regulation, including equivalent appropriate self regulation, in the Member States, provided that such regulation achieves similar effects as those of paragraphs...»

Etter det departementet er kjent med, legger britiske myndigheter til grunn at den britiske pressens selvregulering vil være tilstrekkelig til å oppfylle de nevnte direktivforpliktelsene.

Norsk Presseforbund har, som gjengitt foran, anført i høringsuttalelsen at selvreguleringen i norsk presse bør være tilstrekkelig til å oppfylle di-

rektivet. Departementet har senere i prosessen mottatt et ytterligere brev fra Presseforbundet dattert 13. oktober 2004. Presseforbundet bekrefter i brevet at selvreguleringen i norsk presse både etter sitt innhold og virkemåte er tilstrekkelig til at kravet i de aktuelle EØS-reglene må kunne anses oppfylt. Departementet er enig i at selvreguleringen synes å være av en slik art at den må kunne anses å oppfylle de krav som følger av direktivet, sett i sammenheng med den reguleringsmessige detaljgrad som med rimelighet forutsettes krevd. Basert på dette foreslår departementet en regel i § 2–10 tredje ledd om at reglene om investeringsanbefalinger ikke skal gjelde for presse som er underlagt tilfredsstillende selvregulering.

## 14 Rapporteringsplikt ved mistenkelige transaksjoner

### 14.1 Gjeldende rett

Det er lovfestet en rekke tiltak for å forebygge og bekjempe hvitvasking av utbytte fra straffbare handlinger i lov 20. juni 2003 nr. 41 om tiltak mot hvitvasking av utbytte fra straffbare handlinger mv. (hvitvaskingsloven). En av de sentrale pliktene etter loven er å undersøke og eventuelt rapportere mistenkelige transaksjoner. Hvitvaskingsloven gjelder bl.a. for finansinstitusjoner og verdipapirforetak, jf. hvitvaskingsloven § 4 første ledd nr. 1 og nr. 4.

Ifølge hvitvaskingsloven § 7, skal en rapporteringspliktig ved mistanke om at en transaksjon har tilknytning til utbytte av en straffbar handling eller til forhold som rammes av straffeloven § 147 a eller § 147 b (om finansiering av terrorhandlinger mv.), foreta nærmere undersøkelser for å få bekreftet eller avkreftet mistanken, jf. hvitvaskingsloven § 7 første ledd. Dersom undersøkelsene ikke har avkreftet mistanken, skal den rapporteringspliktige av eget tiltak oversende opplysninger til ØKO-KRIM om den aktuelle transaksjonen og om de forhold som har medført mistanke, jf. annet ledd.

Det er ikke fastsatt en særskilt plikt til å rapportere mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon i norsk rett.

### 14.2 EØS-rett

Etter direktivet art. 6 nr. 9 skal tilretteleggere, rådgivere og andre profesjonelle aktører uten opphold rapportere om innsidehandel eller markedsmanipulasjon til en kompetent myndighet, dersom de har rimelig grunn til mistanke («reasonably suspects») om at slike handlinger mv. har funnet sted:

«Member States shall require that any person professionally arranging transactions in financial instruments who reasonably suspects that a transaction might constitute insider dealing or market manipulation shall notify the competent authority without delay»

Det er gitt nærmere regler om rapporteringsplikten i tredje kommisjonsdirektiv art. 7–11, jf. direktivets art. 6 nr. 10 siste strekpunkt. Personer un-

derlagt rapporteringsplikten skal i følge tredje kommisjonsdirektiv art. 7:

«decide on a case-by-case basis whether there are reasonable grounds for suspecting that a transaction involves insider dealing or market manipulation, taking into account the elements constituting insider dealing or market manipulation, referred to in Articles 1 to 5 of Directive 2003/6/EC...»

Ifølge tredje kommisjonsdirektiv art. 7 skal rapporteringsplikten gjelde personer som nevnt i art. 1 nr. 3. Etter denne bestemmelsen skal personer som ledd i deres yrkesutøvelse utfører transaksjoner i det minste forstås som «an investment firm or a credit institution». Med «investment firm» menes iht. tredje kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 4 enhver person som definert i rådsdirektiv 93/22/EØF (ISD-direktivet) art. 1 nr. 2; enhver juridisk person som til vanlig utøver et yrke eller en virksomhet som består i å yte en investeringstjeneste overfor tredjemann på forretningsmessig basis. Med «credit institution» menes iht. tredje kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 5 enhver person som definert i Europaparlaments- og Rådsdirektiv 2000/12/EC art. 1 nr. 1; et foretak hvis virksomhet består i å motta fra allmennheten innskudd eller andre midler som skal tilbakebetales, og å yte kreditt for egen regning.

Kompetent myndighet skal forstås på samme måte som etter direktivet art. 1 nr. 7, jf. tredje kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 6.

Tredje kommisjonsdirektiv art. 8–11 gir regler om rapporteringsfrist, rapportens innhold, rapporteringsmetoder, ansvar og taushetsplikt. Det vises til omtale i Kredittilsynets høringsnotat punkt 13.1.

### 14.3 Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet omtaler rapporteringsplikten i høringsnotatet punkt 13. Kredittilsynet viser innledningsvis til at det ikke er fastsatt en tilsvarende rapporteringsplikt som i direktivet i norsk rett.

Kredittilsynet omtaler forholdet til hvitvaskingsloven (høringsnotatet punkt 13.1) og uttaler bl.a.:

«Art. 6 nr. 9 har en parallell til reglene i hvitvaskingsloven. Direktivets bestemmelser har

likevel et snevrere anvendelsesområde etter som plikten bare gjelder for visse personer i deres kapasitet som arrangør/tilrettelegger. Prinsipielt må det videre skilles mellom et «primærlovbrudd» (som innsidehandel og markedsmanipulasjon) og et «sekundærlovbrudd» (det vil si hvitvaskingen), jf hvitvaskningsloven §§ 5 og 7 «mistanke om at en transaksjon har tilknytning til utbytte av en straffbar handling». Under tiden vil likevel en og samme handling kunne rammes av begge regelsettene, for eksempel der det kjøpes finansielle instrumenter på innsideinformasjon og finansieringen er utbytte fra en annen straffbar handling.»

Kredittilsynet legger til grunn at dobbelrapportering ikke kan utelukkes, men at dette er prinsipielt lite heldig. Kredittilsynet antar at ev. dobbelrapportering praktisk sett ikke vil utgjøre noe stort problem.

Kredittilsynet finner det klart at tjenesteytingen det er snakk om («profesjonally arranging transactions») omfatter mer enn konsesjonsbelagte investeringstjenester, jf. vphl. §§ 1–2, 7–1 og 8–1. Kredittilsynet mener at ikke-konsesjonsplikt rådgivning, herunder juridisk rådgivning, faller inn under direktivet.

Kredittilsynet legger til grunn at plikten til å meddele mistanker om innsidehandel mv. i utgangspunktet absolutt, jf. tredje kommisjonsdirektiv art. 11 nr. 3, jf. direktivets art. 6 nr. 9. Kredittilsynet finner at også lovfestet taushetsplikt skal vike, jf. uttrykket «any legislation». Kredittilsynet peker på at et særlig spørsmål er forholdet til kvalifisert lovbestemt taushetsplikt, jf. tvml § 205.

Kredittilsynet vurderer videre forholdet til unnatak for advokaters rapporteringsplikt etter hvitvaskningsloven § 12, og uttaler:

«Det er neppe særlig praktisk at en mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon vil ha «direkte tilknytning til en rettstvist». Advokater som gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner vil formodentlig sjelden få kjennskap til opplysninger som kan foranledige en relevant mistanke «før, under eller etter en rettsak».»

Kredittilsynet drøfter enkelte spørsmål knyttet til rapporteringspliktens forhold til selvinkrimineringsforbudet i Den europeiske menneskerettighetskonvensjon (EMK) (høringsnotatet punkt 13.3):

«Spørsmålet vil typisk kunne komme på spissen for ansatte i verdipapirforetak som blir bedt om å utføre ordre (eller som har utført ordre) som fremstår som mistenkelige. Kredittilsynet finner det klart at det ikke foreligger noen rappor-

teringsplikt for egne overtredelser. Med dette menes at der for eksempel en megler forsettelig eller uaktsomt medvirker til innsidehandel, kan vedkommende straffes for overtredelsen, men forholdet behøver ikke rapporteres. Har derimot megleren eller verdipapirforetakets systemer vært brukt som et middel for gjennomføring av transaksjonen, må forholdet rapporteres. Ved normal utførelse av kundeordre der megleren mistenker innsidehandel, markedsmanipulasjon mv., skal derved melding inngis. Så lenge megleren ikke har utvist skyld i forbindelse med overtredelsen vil straffeansvar for medvirkning i utgangspunktet ikke komme på tale. Etter det Kredittilsynet forstår tilsvarende det rettstilstanden etter hvitvaskningsloven. For ordens skyld bemerkes det at selvinkrimineringsbestemmelsen ikke kan påberopes av en ansatt som vern mot å gi opplysninger som kan medføre straffeansvar for et foretak hvor vedkommende er ansatt.»

Kredittilsynet foreslår at rapporteringsplikten i direktivet art. 6 nr. 9 gjennomføres i en ny § 2–11 i vphl. Kredittilsynet uttaler (høringsnotatet punkt 13.4):

«Bestemmelsen bør gjelde for enhver som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter. Begrepet «forretningsmessig basis» er kjent fra vphl § 1–2 og antas ikke å by på store avgrensingsproblemer. Kredittilsynet antar videre at begrepet «tilrettelegger» er mer innarbeidet enn «arrangerer». Det er imidlertid klart at flere enn tilretteleggere i snever forstand (verdipapirforetak, banker mv.) vil omfattes av reglene. Aktuelle transaksjoner vil typisk være kjøp, salg og heftelse av finansielle instrumenter, samt emisjoner, oppkjøp og fusjoner.

Andre ledd i § 2–11 bør fastslå at rapporteringspliktige ikke skal informere den transaksjonen foretas på vegne av, dennes representanter og andre berørte parter, om at melding har eller vil bli inngitt, jf. tredje kommisjonsdirektiv art. 11 nr. 1 som benytter «parties related». Det må vurderes konkret hvem som er «dennes representanter» eller «andre berørte parter». Det er åpenbart meget viktig at personen som mistenkes for innsidehandel eller markedsmanipulasjon, ikke gis foranledning til å anta at Kredittilsynet vil undersøke forholdet. Begrunnelsen for dette er faren for bevisforspillelse, samt at forholdet skal vurderes av en utenforstående. Det bør ikke være nødvendig å lovfeste at etterlevelse av denne taushetsplikten ikke vil medføre noe ansvar for den rapporteringspliktige.

Melding om mistanke om innsidehandel eller markedsmanipulasjon bør kunne inngis skriftlig, elektronisk eller muntlig, jf. forslaget til



tredje ledd. Det bør presiseres at meldinger avgitt i god tro ikke utgjør noe brudd på taushetsplikt, samt at slik melding fritar for erstatningsansvar og straff, jf fjerde ledd.»

De nærmere kravene til innholdet av en melding som følger av tredje kommisjonsdirektiv, bør etter Kredittilsynets oppfatning tas inn i forskift. Det foreslås således en forskriftshjemmel til slutt i § 2–11. Uaktsom eller forsettlig overtredelse av rapporteringsplikten bør være straffesanksjonert, jf. forslaget til nytt kapittel 14.

Kredittilsynet presiserer at det vil kunne bli enkelte endringer i ordlyden på grunn av at tredje kommisjonsdirektiv ikke er vedtatt av Kommisjonen på det tidspunkt høringsnotatet ble ferdigstilt.

#### 14.4 Høringsinstansenes merknader

*Norges Fondsmeglerforbund* uttaler bl.a.

«For det første fremstår det som rimelig klart at direktivet omhandler kun gjennomførte handler, jfr bruken av begrepet «transactions». Ellers i direktivet benytter man ofte uttrykk som «orders to trade» kombinert med «transactions» dersom man vil ramme begge typetilfellene. Dette bør komme klart frem i lovteksten. Hvorvidt det er grunnlag for en så vidt vid tolkning av begrepet «transactions» som Kredittilsynet legger opp til, jfr pkt 13.2 annet ledd, er vi i tvil om.. Man skal huske på at det her er tale om mulig innsidehandel og manipulasjon og det er noe uklart hva Kredittilsynet i denne sammenheng mener med å inkludere «fusjon, omstruktureringer etc». Planlegging er heller ingen «transaksjon.»

Fondsmeglerforbundet anfører at rapportering til Kredittilsynet vil medføre etablering av dobbeltrapportering;

«... fordi denne type forhold, kanskje i flertallet av tilfellene, må antas også å falle inn under rapporteringsplikten etter hvitvaskingsregelverket. Tatt i betraktning det som er sagt ovenfor synes det mest hensiktsmessig at ØKOKRIM er mottager av slike rapporter. De har god kompetanse og godt innarbeidede rutiner knyttet til hvitvaskingsreglene og vi kan ikke se noen rimelig begrunnelse for at ikke ØKOKRIM også skal kunne spille en rolle som mottager av transaksjonsrapporter.»

*FNH/Sparebankforeningen* uttaler at anvendelsesområdet for rapporteringsplikten ikke er presist nok angitt, jf. lovutkastet § 2–11. Det vises til at overtredelse av rapporteringsplikten vil være straff-

bar i henhold til utkastet § 14–3 annet ledd. FNH/Sparebankforeningen uttaler at dersom flere enn tilretteleggere i snever forstand (verdipapirforetak, banker mv.) faller inn under direktivet, herunder juridiske rådgivere, bør dette således komme klare- re til uttrykk i bestemmelsens ordlyd.

ØKOKRIM viser til parallellen mellom direktivets art. 6 nr. 9 og hvitvaskingsloven, og mener det bør søkes å oppnå en så langt som mulig sammenlignbar tolkning og praksis. ØKOKRIM mener det vil være hensiktsmessig å avpasse ordlyden i verdipapirhandellovens rapporteringsplikt til ordlyden i hvitvaskingsloven. ØKOKRIM foreslår derfor at man benytter formuleringen «mistanke» som grunnlag for rapportpliktens inntreden, og ikke «rimelig grunn til mistanke» som er benyttet i høringsnotatet.»

ØKOKRIM foreslår videre at det presiseres i lovteksten hvem som er ansvarlig for rapporteringen til Kredittilsynet, og uttaler:

«Naturlig forståelse av ordlyden tilsier at det er den enkelte aktør i markedet som er ansvarlig for rapportering til tilsynet, jf «den som», jf forslaget til ny § 2–11 første ledd første punktum. Interne retningslinjer i de foretakene som driver virksomhet i verdipapirmarkedet angir vanligvis at mistanke om uregelmessigheter meldes til compliance-ansvarlig i foretaket. Vi anser det hensiktsmessig av hver enkelt ansatt/oppdragstaker er forpliktet til å rapportere til compliance-ansvarlig (eller annen ansatt med tilsvarende ansvarsområde) og at foretaket anses som rapporteringspliktig til Kredittilsynet. Vi mener en slik løsning vil fungere bedre i praksis og også stemme bedre overens med de praktiske løsninger som finnes i banker mv, der én bestemt ansatt vanligvis er ansvarlig for hvitvaskingsmeldinger til ØKOKRIM.»

Når det gjelder forholdet til selvinkrimineringsforbudet, uttaler ØKOKRIM:

«Vi finner bestemmelsen noe problematisk i forhold til selvinkrimineringsvernet. I følge ordlyden og uttalelser i høringsnotatet skal aktørene ikke være forpliktet til å melde fra om egne overtredelser. Dette utgangspunktet er klart ut fra alminnelige strafferettslige prinsipper. Den nærmere avgrensning kan imidlertid være problematisk. Kredittilsynet skriver på s 72 at «så lenge megleren ikke har utvist skyld i forbindelse med overtredelsen vil straffansvar for medvirkning i utgangspunktet ikke komme på tale» – og han vil da ha rapporteringsplikt. Grensene for straffbart medvirkningsansvar kan imidlertid være vanskelig å trekke opp. Praktisering av rapporteringsplikten kan derfor være komplisert i forhold til selvinkrimineringsvernet. Dette

vil være tilfelle også på andre rettsområder der aktørene er underlagt rapporteringsplikt, og er ikke til å unngå. ØKOKRIMs syn er at enkelte problemer kan avskjæres ved at foretaket/dets compliance-ansvarlige gjøres til rapporteringspliktige i stedet for den enkelte aktør som utfører de aktuelle transaksjoner mv, jf ovenfor.»

*Norges Fondsmeglerforbund* uttaler følgende til selvinkrimineringsforbudet:

«Kredittilsynet behandler problemstillinger knyttet til ansvar og mulig «selvinkriminering» ganske grundig. Utkastet til tredje kommisjonsdirektiv fastslår at «person notifying» skal være fri for «liability of any kind». Dette favner videre enn mulig erstatningsansvar og forholdet til taushetsplikten. Fritaket gjelder etter sin ordlyd både foretak og enkeltpersoner.

Som beskrevet av Kredittilsynet vil verdipapirforetak normalt alltid være «medvirker» (i objektiv forstand) ved de transaksjoner som eventuelt skal rapporteres. Avhengig av skyld (uaktsom medvirkning rammes) vil således enkeltmeglere eller verdipapirforetak kunne straffes. Alene dette faktum medfører vel at verken verdipapirforetakene eller enkeltpersoner kan rapportere mistanker, med mindre man følger opp med et generelt ansvarsfritak – også for straffeforfølgning – knyttet til rapporterte transaksjoner. Dette vil også være i tråd med utkastet til tredje direktiv, jfr ordlyden «liability of any kind». Hvorvidt den enkelte faktisk kan straffes er ikke avgjørende for om selvinkrimineringsforbudet kommer inn. Alene den mulighet for at man vil kunne bli utsatt for straff eller tap av borgerlig aktelse, er tilstrekkelig, jfr også vphl § 12–2 sjetted ledd i.f.

Man kan vanskelig kreve at enkeltpersoner eller foretak da skal rapportere seg selv, jfr selvinkrimineringsforbudet og etter vår oppfatning må lovgiver da velge. Vil man ha rapportering må man også frita rapportøren for mulig straffeansvar. Hvorvidt dette kan avgrenses mot forsettlig medvirkning osv tar vi ikke stilling til.»

ØKOKRIM viser til høringsnotatet punkt 13.1 og 13.3 om forholdet mellom direktivets art. 6 nr. 9 og gjeldende hvitvaskingslov, og uttaler:

«Rapporteringsplikten i medhold av hvitvaskingsloven § 7 er ikke begrenset til hvitvaskingshandlingen. Meldeplikten gjelder ved «mistanke om at en transaksjon har tilknytning til utbytte av en straffbar handling», uavhengig av om den straffbare handling har funnet sted tidligere eller om den finner sted i og med den meldepliktige transaksjonen. «Utbytte» omfatter etter omstendighetene også f eks aksjer som erverves ved innsidehandel. Verdipapirforetakenes håndtering av kundeordre for en investor

som begår innsidehandel vil dermed i praksis i seg selv medføre meldeplikt etter hvitvaskingsloven. Eksemplet i høringsnotatet med finansiering fra en annen straffbar handling er således misvisende og gir uttrykk for en gal rettsoppfatning.

Dette innebærer i praksis etter det vi kan se at antall tilfeller hvor det skal «dobbeltrapperes» antas å bli større enn det som antydes i høringsnotatet.

Det er etter vårt syn ønskelig, også mht forståelsen av meldeplikten etter hvitvaskingsloven, at det ovennevnte reflekteres i de videre forarbeidene.»

*Datatilsynet* uttaler følgende til forslaget om meldeplikt i lovutkastet § 2–11:

«Datatilsynet er av den oppfatning at sensitive personopplysninger, jf pol § 2 nr 8 ikke kan sendes per e-post, med mindre informasjonen krypteres eller lignende. Dette må det tas hensyn til dersom meldingen inneholder informasjon om at en person har vært mistenkt, siktet, tiltalt eller dømt for en straffbar handling, eller inneholder øvrige sensitive personopplysninger.

Vi vil også bemerke at det bør utarbeides klare retningslinjer hva gjelder overskuddsinformasjon som mottas i denne forbindelse.»

*Brønnøysundregistrene* påpeker at en rapporteringsplikt ved mistenkelige transaksjoner som foreslått kan representere en oppgaveplikt som omfattes av lov 6. juni 1997 nr. 35 om Oppgaveregisteret. Brønnøysundregistrene uttaler at oppgaveregisteret vil ta kontakt med Kredittilsynet for en nærmere vurdering i forhold til mulige oppgave plikter og eventuell utforming.

## 14.5 Departementets vurdering

I samsvar med våre EØS-forpliktelser vil departementet foreslå nye regler om rapportering av mistanke om innsidehandel og markedsmanipulasjon. Departementet foreslår i likhet med Kredittilsynet å regulere hovedtrekkene ved rapporteringsplikten i en egen lovbestemmelse, jf. lovforslaget § 2–11, og at det fastsettes nærmere regler i forskrift (jf. direktivet art. 6 nr. 9 og utfyllende regler i tredje kommisjonsdirektiv).

Flere høringsinstanser har reist spørsmål ved anvendelsesområdet for rapporteringsplikten. Departementet viser innledningsvis til at angivelsen av virkeområdet for rapporteringsplikten i tredje kommisjonsdirektiv er noe endret i forhold til det utkastet som forelå da Kredittilsynets høringsnotat ble sendt på høring. Kredittilsynet foreslår at rapporte-

ringsplikten skal gjelde enhver som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter. Etter Kredittilsynets oppfatning vil dette omfatte konsesjonsbelagte tjenester etter vphl. §§ 1–2, 7–1 og 8–1, samt rådgivning som ikke er konsesjonspliktig, herunder juridisk rådgivning. Departementet viser til at anvendelsesområdet for rapporteringsplikten etter direktivet art. 6 nr. 9 retter seg mot «any person professionally arranging transactions in financial instruments». Det er gitt utfyllende regler i tredje kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 3, hvoretter det med «any person professionally arranging transactions» minst skal forstås investeringsforetak og kredittinstitusjoner. Direktivet fastsetter således minimumskrav til hvem som må pålegges meldepliktig. Dette kan reises spørsmål om det er hensiktsmessig å pålegge ytterligere personer/foretak rapporteringsplikt. For eksempel kan dette gjelde personer som ikke yter konsesjonspliktige investeringstjenester, men som for eksempel tilrettelegger transaksjoner i enkelte tilfeller, uten at dette er en del av deres forretningsmessige virksomhet. Dette kan for eksempel være aktuelt for forretningsadvokater.

Departementet foreslår i likhet med Kredittilsynet at rapporteringsplikten i utgangspunktet skal gjelde enhver som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter. Etter departementets syn bør en vurdere nærmere om personer/foretak som ikke yter investeringstjenester skal pålegges rapporteringsplikt. Det vises til at en slik rapporteringsplikt representerer en nyskaping i Norge, og dette kan tilsa at en avventer utviklingen noe før en eventuelt gjør meldeplikten gjeldende for andre grupper vi ikke er forpliktet til å inkludere. Departementet foreslår på denne bakgrunn en hjemmelsbestemmelse, slik at departementet i forskrift kan bestemme at rapporteringsplikten bare skal gjelde for verdipapirforetak og kredittinstitusjoner. Det vises for øvrig til at listen over konsesjonspliktige investeringstjenester vil utvides som følge av vedtakelsen av direktiv 2004/39/EF, hvor også investeringsrådgivning defineres som en konsesjonspliktig tjeneste. Dette direktivet er EØS-relevant, og vil gjennomføres i norsk rett på et senere tidspunkt. Denne gjennomføringen vil kunne få betydning for hvilke foretak som omfattes av rapporteringsplikten i vphl. § 2–11

Flere høringsinstanser har reist spørsmål ved forslaget til tolkning av uttrykket «transactions». Det anføres bl.a. at kun gjennomførte transaksjoner vil omfattes. En normal forståelse av den engelske ordlyden i direktivet art. 6 nr. 9 «arranging transac-

tions in financial instruments» tyder etter departementets vurdering i retning av at tilrettelegging og forberedende handlinger i tilknytning til en forestående transaksjon omfattes. I den danske versjonen benyttes «gennemfører transaktioner med finansielle instrumenter», og i den svenske versjonen «utför transaktioner med finansiella instrument». Departementet foreslår at rapporteringsplikten skal gjelde når rapporteringspliktige tilrettelegger eller gjennomfører transaksjoner i finansielle instrumenter. Dersom den rapporteringspliktige i forkant av en transaksjon fatter mistanke om for eksempel innsidehandel, vil den rapporteringspliktige etter omstendighetene måtte avstå fra å utføre transaksjonen, da forholdet ellers vil kunne anses som for eksempel medvirkning til innsidehandelen. Departementet finner i likhet med Kredittilsynet at rapporteringsplikten ikke gjelder ved egne overtredelser.

Departementet slutter seg videre til Kredittilsynets vurdering av at uttrykket «transactions» må forstås vidt. Bl.a. må tilrettelegging og gjennomføring av kjøp, salg, tegning og bytte av finansielle instrumenter anses som transaksjoner som kan være rapporteringspliktige hvis det foreligger tilstrekkelig mistanke (jf. nedenfor).

Kredittilsynet forslår at rapporteringsplikten utløses ved «rimelig grunn til mistanke» om innsidehandel eller markedsmanipulasjon. Kredittilsynet legger til grunn at vilkåret om rimelig grunn ikke skal forstås strengt og at det neppe kan oppstilles krav om sannsynlighetsovervekt. Økokrim anfører at en bør søke å oppnå en så langt som mulig sammenlignbar tolkning og praksis som etter hvitvaskingsloven, og foreslår at formuleringen «mistanke» benyttes som grunnlag for rapportpliktens inn-treden. Departementet viser til direktivet art. 6 nr. 9, hvor det i den engelske versjonen heter «reasonably suspects», i den danske versjonen «med rimelighet kan andtage at», og i den svenske versjonen «skäl at misstänka». Etter departementets oppfatning er mistanke-kravet utformet noe ulikt i direktivene som ligger til grunn for utforming av hhv. hvitvaskingsregler og markedsmissbruksregler, og det er noe ulike hensyn som ligger til grunn for rapporteringsplikten etter de to regelverkene. Det vises bl.a. til at rapporteringsplikten etter markedsmissbruksreglene også har en funksjon knyttet til utførelse av tilsyn og kontroll med markedsadferd. Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om at rapporteringsplikten utløses ved «rimelig grunn til mistanke» om innsidehandel eller markedsmanipulasjon.

Departementet slutter seg videre til forslaget om at rapporter skal sendes til Kredittilsynet. Ifølge

direktivet art. 6 nr. 9 skal det kreves at rapporter skal sendes til den «kompetente myndighet». Departementet foreslår at Kredittilsynet utpekes som «kompetent myndighet» etter direktivet, jf. vurdering i punkt 17.2.1 og direktivet art. 1 nr. 7 og art. 11. Departementet slutter seg ikke til Fondsmeglerforbundets forslag om at rapporter skal sendes til ØKOKRIM. Det vises til fortalen til tredje kommisjonsdirektiv punkt 7, der det bl.a. fremgår at rapportering av slike mistenkelige transaksjoner også er en metode for å føre tilsyn med markedene og markedsadferden.

Departementet viser for øvrig til tredje kommisjonsdirektiv art. 7, der det fremgår at rapporteringspliktige skal følge regler i den stat hvor de har sitt registreringsmessige hjemsted eller hovedsete, eller dersom det er en filial, i den EØS-stat hvor filialen er etablert. Rapporter skal sendes til kompetent myndighet i den aktuelle medlemsstat. Det bemerkes at kompetent myndighet som mottar rapportene skal omgående videreformidle slike opplysninger til de kompetente myndigheter i de relevante regulerte markeder. Det vil vurderes om det er hensiktsmessig å fastsette nærmere regler om dette i forskrift.

Kompetent myndighet (Kredittilsynet) er gjennom direktivet pålagt en særskilt taushetsplikt om identiteten på den person som har rapportert, dersom en slik opplysning kan forventes å skade personen som har foretatt anmeldelsen, jf. tredje kommisjonsdirektiv art. 11 nr. 2. Kredittilsynet synes å legge til grunn at kravet er oppfylt gjennom taushetspliktreglene i kredittilsynsloven § 7. Etter departementets oppfatning er hensikten med direktivbestemmelsen å beskytte den som rapporterer mistenkelige transaksjoner. Departementet mener det i tråd med direktivet bør fastsettes en særlig regel om at Kredittilsynet har taushetsplikt om identiteten til den som har rapportert.

Departementet slutter seg til forslaget om at den rapporterer ikke skal informere den transaksjonen foretas på vegne av, dennes representanter eller andre berørte parter, om at melding har eller vil bli inngitt, jf. tredje kommisjonsdirektiv art. 11 nr. 1.

Kredittilsynet foreslår at meldinger kan inngis skriftlig, elektronisk, pr telefon eller ved personlig oppmøte. Hvis melding avgis muntlig skal ifølge forslaget skriftlig dokumentasjon ettersendes til Kredittilsynet så raskt som mulig ved forespørsel. Datatilsynet har i sitt høringssvar pekt på at sensitive personopplysninger, jf. personopplysningsloven § 2 nr. 8, ikke kan sendes per e-post, med mindre informasjonen krypteres eller lignende. Datatilsynet uttaler at dette må det tas hensyn til dersom meldingen inneholder informasjon om at en person har vært mistenkt, siktet, tiltalt eller dømt for en

straffbar handling, eller inneholder øvrige sensitive personopplysninger. Departementet viser til Ot.prp. nr. 92 (1998–99) om lov om behandling av personopplysninger (personopplysningsloven) der det i kapittel 16 uttales bl.a. følgende til pol. § 2 nr. 8:

«Også andre typer opplysninger enn dem som nevnes i nr 8 kan etter omstendighetene oppfattes som følsomme. Dette kan bl a gjelde opplysninger om private økonomiske forhold og opplysninger som gir et så detaljert bilde av den registrerte at det av den grunn oppleves som ubehagelig.»

Etter departementets oppfatning bør forholdet til personopplysningsloven vurderes nærmere. En slik vurdering kan gjøres i forbindelse med utarbeidelsen av forskrifter. Departementet foreslår derfor en hjemmel til å fastsette slik forskrift, jf. lovforslaget § 2–11 fjerde ledd.

Departementet slutter seg til forslaget om at opplysninger som i god tro meddeles Kredittilsynet etter første ledd, ikke vil være brudd på taushetsplikt og ikke gi grunnlag for erstatning eller straff. Dette vil gjelde så vel lovfestet som kontraktsfestet taushetsplikt.

ØKOKRIM har i sin høringsuttalelse uttalt at de anser det hensiktsmessig at hver enkelt ansatt/oppdragstaker er forpliktet til å rapportere til compliance-ansvarlig (eller annen ansatt med tilsvarende ansvarsområde) og at foretaket anses som rapporteringspliktig til Kredittilsynet. Dette er på linje med systemet for rapportering etter hvitvaskingsloven, jf. hvitvaskingsloven § 13 tredje punktum og hvitvaskingsforskriften § 11 første ledd. Etter departementets syn bør dette vurderes nærmere, og regler om oversendelsen av opplysninger til Kredittilsynet bør eventuelt gis i forskrift. Departementet foreslår derfor hjemmel til å fastsette nærmere regler om dette, jf. lovforslaget § 2–11 fjerde ledd.

Departementet slutter seg til Økokrims merknad om at antall tilfeller hvor det skal «dobbelrapporteres» antas å bli større enn det som Kredittilsynet antyder i høringsnotatet. Departementet kan imidlertid ikke se at dette forhold vil utgjøre en særlig stor byrde for de rapporteringspliktige, og finner det verken nødvendig eller hensiktsmessig å trekke opp en nærmere grense for hvilke tilfeller som faller inn under hhv. hvitvaskingsregler eller markedsmissbruksregler, eventuelt begge regelsett. Departementet bemerker for øvrig at uaktsom overtredelse av rapporteringsplikten etter markedsmissbruksreglene er straffbar, jf. lovforslaget § 14–3 annet ledd nr. 1. Etter hvitvaskingsreglene er imidlertid uaktsomt brudd på rapporteringsplikten ikke straffbar, jf. hvitvaskingsloven § 16.

## 15 Unntak for visse transaksjoner

### 15.1 Gjeldende rett

---

Etter vphl. § 2–1 tredje ledd gjelder ikke reglene om innsidehandel for disposisjoner som foretas på vegne av en stat, når disposisjonene er et ledd i vedkommende stats penge- eller valutapolitikk. Det er ikke gjort slikt unntak for andre bestemmelser om markedsmissbruk.

### 15.2 EØS-rett

---

Direktivet art. 7 uttaler følgende om unntak fra markedsmissbruksreglene:

«This Directive shall not apply to transactions carried out in pursuit of monetary, exchange-rate or public debt-management policy by a Member State, by the European System of Central Banks, by a national central bank or by any other officially designated body, or by any person acting on their behalf. Member States may extend this exemption to their federated States or similar local authorities in respect of the management of their public debt.»

Som det fremgår av unntaksbestemmelsen skal direktivet ikke komme til anvendelse på transaksjoner som er et ledd i penge- eller valutakurspolitikken eller i styringen av offentlig gjeld. Sammenhengen med bestemmelsens siste setning viser at det er snakk om styring av statlig gjeld.

Unntaket kommer til anvendelse på alle transaksjoner som er utført av eller på vegne av en medlemsstat, Det europeiske system av sentralbanker (ECB eller nasjonale sentralbanker koordinert av ECB), en nasjonal sentralbank (i en medlemsstat) eller ethvert annet offisielt utpekt organ.

Medlemsstatene kan også la unntaket få anvendelse på delstater eller tilsvarende lokale administrative enheter når disse styrer sin offentlige gjeld.

### 15.3 Kredittilsynets forslag

---

Kredittilsynet foreslår at direktivet art. 7 gjennomføres i en ny vphl. § 2–13. Følgende er uttalt om forslaget i høringsnotatet side 74:

«Det bør presiseres at bestemmelsen kommer til anvendelse på «disposisjoner foretatt av eller på vegne av». Etter Kredittilsynets oppfatning er det derved ikke nødvendig å benytte utvidelsesadgangen til slutt i art. 7. Dette medfører ikke at for eksempel kommuners obligasjonsutstedelse er unntatt markedsmissbruksregleverket. De aktuelle transaksjonene må være ledd i «et EØS-lands penge- eller valutapolitikk eller styring av offentlig gjeld».

Etter Kredittilsynets oppfatning bør kretsen i unntaksregelen være i samsvar med Direktivet. Begrepet «stat» bør således endres til «EØS-stat, Den Europeiske Sentralbank, sentralbank i EØS-land eller andre myndighetsorgan i EØS-land». Dette vil medføre at transaksjoner foretatt av stater som ikke har samme markedsadferdsregler som Norge, i utgangspunktet ikke vil være unntatt forbudet mot innsidehandel, markedsmanipulasjon mv. Det er imidlertid klart at disposisjoner foretatt av slike stater vil kunne være legitime eller alminnelig aksepterte, og således gå klar av de aktuelle bestemmelsene.»

### 15.4 Høringsinstansenes merknader

---

Ingen høringsinstanser har hatt merknader til denne delen av Kredittilsynets forslag.

### 15.5 Departementets vurdering

---

Departementet foreslår i likhet med Kredittilsynet å gjennomføre direktivet art. 7 i ny vphl. § 2–13. Det understrekes at unntaket kun vil gjelde for disposisjoner som er et ledd i penge- eller valutapolitikken eller i styringen av statlig offentlig gjeld.

## 16 Meldeplikt for primærinnsidere

### 16.1 Gjeldende rett

Det er gitt regler om meldeplikt for sk. primærinnsidere i vphl. § 3–1. Meldepliktreglene har til hensikt å effektivisere håndhevelsen av innsidehandelforbudet, samt å bedre informasjonsnivået for aktørene i markedet, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-97) punkt 5.2.3.

Etter vphl. § 3–1 første ledd skal sk. primærinnsidere som nevnt i vphl. § 2–1 straks gi norsk børs og autorisert markeds plass hvor aksjene er notert, melding om kjøp, salg eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern. Det samme gjelder for selskapets handel med egne aksjer. Kretsen av meldepliktige (sk. primærinnsidere) omfatter styremedlem, medlem av kontrollkomité eller revisor tilknyttet utstederforetaket, varamedlem og observatør til styret i utstederforetaket, samt ledende ansatt i foretaket, og ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern, som normalt kan antas å få tilgang til innsideopplysninger, jf. vphl. § 2–3. Det vises til omtale i Ot.prp. nr. 29 (1996–97) punkt 5.2.3. Foretak som eier børsnoterte aksjer i et annet foretak eller aksjer i et annet foretak som er notert på autorisert markeds plass, og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre, må gi melding ved handel i slike aksjer, jf. vphl. § 3–1 første ledd tredje punktum. Meldingen skal sendes senest innen åpningen av børsen eller markeds plassen dagen etter at kjøp, salg eller tegning har funnet sted.

Ifølge vphl. § 3–1 annet ledd gjelder meldeplikten også lån som nevnt i aksjeloven § 11–1 og allmennaksjeloven § 11–1, inngåelse, kjøp, eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer som nevnt i første ledd. Det fremgår av vphl. § 3–1 tredje ledd at meldeplikten også omfatter slik handel som gjelder vedkommendes nærstående som nevnt i § 1–4 nr. 1, 2 og 4.

Etter vphl. § 3–1 fjerde ledd skal selskapet sende oversikt over sk. primærinnsidere til vedkommende børs og autoriserte markeds plass. Meldingen skal inneholde den meldepliktiges navn, personnummer eller lignende identifikasjonsnummer, adresse, type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling.

Etter vphl. § 3–1 femte ledd skal meldepliktige sende vedkommende børs og autoriserte markeds plass oversikt over personer og selskaper som anses som nærstående etter vphl. § 1–4, dersom disse innehar finansielle instrumenter som nevnt i første ledd og annet ledd. Meldingen skal inneholde personnummer, organisasjonsnummer eller lignende identifikasjonsnummer.

Meldepliktreglene gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis, jf. vphl. § 3–1 sjette ledd.

Ifølge vphl. § 3–3 første ledd skal melding etter § 3–1 første ledd til tredje ledd inneholde opplysninger om (nr. 1) tidspunktet for kjøpet eller salget, (nr. 2) antall aksjer meldingen omfatter, (nr. 3) om ervervet eller avhendelsen gjelder vedkommende selv eller nærstående som nevnt i § 1–4, (nr. 5) til hvilken kurs transaksjonen er foretatt og (nr. 5) beholdning etter tidspunktet for meldingen.

Vedkommende børs eller autorisert markeds plass skal offentliggjøre meldinger, jf. vphl. § 3–3 annet ledd.

Overtredelse av meldeplikten etter vphl. § 3–1 straffes med fengsel inntil 1 år, jf. vphl. § 14–3 annet ledd nr. 1, imens overtredelse av § 3–3 straffes med bøter, jf. vphl. § 14–3 tredje ledd.

### 16.2 EØS-rett

EU-retten har tidligere ikke regulert meldeplikt for primærinnsidere.

Det er gitt regler om meldeplikt for primærinnsidere og deres nærstående i direktivet art. 6 nr. 4:

«Persons discharging managerial responsibilities within an issuer of financial instruments and, where applicable, persons closely associated with them, shall, at least, notify to the competent authority the existence of transactions conducted on their own account relating to shares of the said issuer, or to derivatives or other financial instruments linked to them. Member States shall ensure that public access to information concerning such transactions, on at least an individual basis, is readily available as soon as possible»

Det er gitt utfyllende bestemmelser i tredje kommisjonsdirektiv art. 6, jf. direktivet art. 6 nr. 10.

I fortalen til tredje kommisjonsdirektiv punkt 7 er hensynene bak meldeplikten angitt som følger:

«The notification of transactions conducted by persons discharging managerial responsibilities within an issuer on their own account, or by persons closely associated with them, is not only a valuable information for market participants, but also constitutes an additional means for competent authorities to supervise markets.»

Etter tredje kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 menes med «persons discharging managerial responsibilities within an issuer» (sk. primærinnvidere):

«a person who is

(a) a member of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer;

(b) a senior executive, who is not a member of the bodies as referred to in point (a), having regular access to inside information relating, directly or indirectly, to the issuer, and the power to make managerial decisions affecting the future developments and business prospects of this issuer.»

Med «person closely associated with a person discharging managerial responsibilities within an issuer of financial instruments» (nærstående) menes iht. tredje kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 2:

«(a) the spouse of the person discharging managerial responsibilities, or any partner of that person considered by national law as equivalent to the spouse;

(b) according to national law, dependent children of the person discharging managerial responsibilities;

(c) other relatives of the person discharging managerial responsibilities, who have shared the same household as that person for at least one year on the date of the transaction concerned;

(d) any legal person, trust or partnership, whose managerial responsibilities are discharged by a person referred to in point 1 of this Article or in letters (a), (b) and (c) of this point, or which is directly or indirectly controlled by such a person, or that is set up for the benefit of such a person, or whose economic interests are substantially equivalent to those of such person»

Det er gitt nærmere regler om meldeplikten i tredje kommisjonsdirektiv art. 6 nr. 1:

«For the purposes of applying Article 6(4) of Directive 2003/6/EC, and without prejudice to the right of Member States to provide for other notification obligations than those covered by that Article, Member States shall ensure that all

transactions related to shares admitted to trading on a regulated market, or to derivatives or other financial instruments linked to them, conducted on the own account of persons referred to in Article 1 points 1 and 2 above, are notified to the competent authorities. The rules of notification to which those persons have to comply with shall be those of the Member State where the issuer is registered. The notification shall be made within five working days of the transaction date to the competent authority of that Member State. When the issuer is not registered in a Member State, this notification shall be made to the competent authority of the Member State in which it is required to file the annual information in relation to the shares in accordance with Article 10 of Directive 2003/71/EC.»

Etter bestemmelsen skal alle transaksjoner i forbindelse med aksjer, eller derivater eller andre finansielle instrumenter knyttet til dem, som utføres for de meldepliktiges eller nærstående egen regning, meldes til kompetente myndigheter. Meldepliktige skal følge meldepliktsregler i den EØS-staten hvor utsteder er registrert. Meldinger skal sendes innen fem virkedager fra transaksjonsdatoen til kompetent myndighet i den aktuelle EØS-staten.

Meldinger skal ifølge tredje kommisjonsdirektiv art. 6 nr. 3 inneholde følgende informasjon:

«(a) name of the person discharging managerial responsibilities within the issuer, or, where applicable, name of the person closely associated with such a person,

(b) reason for responsibility to notify,

(c) name of the relevant issuer,

(d) description of the financial instrument,

(e) nature of the transaction (acquisition or disposal),

(f) date and place of the transaction (g) price and volume of the transaction»

I tredje kommisjonsdirektiv art. 6 nr. 2 er medlemsstatene gitt en adgang til å tillate at meldeplikten bortfaller eller at meldinger utsettes:

«The notification as referred to in paragraph 2 may be delayed until the total amount of transactions referred to in paragraph 1 has reached five thousand Euros. If this amount has not been reached at the end of a calendar year, notification may be delayed until the 31 January of the following year»

Bestemmelsen har sin bakgrunn i at enkelte EU-land har beløpsmessige terskler for meldepliktige erverv.

### 16.3 Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet omtaler meldeplikten i høringsnotatet punkt 15.3 og 15.4. Kredittilsynet viser til at gjeldende bestemmelser går lenger enn direktivets regler, for eksempel ved at kretsen av meldepliktige er videre. Kredittilsynet legger til grunn at kravet om meldeplikt for primærinnsidere og deres nærstående i art. 6 nr. 4 er en minimumsbestemmelse, og at det derfor kan fastsettes strengere regler enn det som følger av direktivet og dets utfyllende bestemmelser.

Kredittilsynet foreslår generelt sett ingen vesentlige endringer i vphl. kapittel 3. Kredittilsynet forslår at meldeplikten fortsatt reguleres i vphl. § 3–1 i vphl. og at bestemmelsen i all hovedsak videreføres. Det foreslås at meldepliktige handler innmeldes til børs eller autorisert markedsplass, slik tilfellet er i dag, samt at Kredittilsynet har ansvar for tilsyn med regelverket, jf. vphl. §§ 3–1 første ledd og 12–1 andre ledd. Hvem som anses som primærinnsidere fremgår av forslaget til vphl. § 2–6 første ledd.

Kredittilsynet foreslår endringer i vphl. § 3–1 ved at «bytte» skal utgjøre en meldepliktig transaksjon og at selskapers meldepliktige handler skal omfatte handler med aksjer i andre konsernselskaper (høringsnotatet punkt 15.4):

«På bakgrunn av Kredittilsynets erfaringer med meldeplikten, særlig i forbindelse med vurderinger av antatte overtredelser, bør enkelte forhold presiseres i § 3–1. For det første bør bytte utgjøre en meldepliktig transaksjon. Hensyene bak bestemmelsen tilsier at primærinnsidernes bytte av aksjer mv. også bør bli kjent for markedet, jf første ledd første punktum. Med dette vil det for eksempel være hevet over tvil at konvertering av obligasjoner til aksjer, skal meldes. Videre bør selskapers meldepliktige handler også omfatte handler med aksjer i andre konsernselskaper, jf første ledd andre punktum. Slike transaksjoner antas også å være interessante for markedet. I tillegg bør henvisningen til vphl § 1–4 (nærstående begrepet) rettes opp. Til slutt bør det presiseres at listene etter § 3–1 fjerde og femte ledd skal være «ajourførte». Etter det Kredittilsynet kjenner til er det et problem at oversiktene som inngis til Oslo Børs ikke holdes à jour.»

Kredittilsynet foreslår av hensyn til kravene i tredje kommisjonsdirektiv enkelte endringer i vphl. § 3–3 første ledd og annet ledd. Kredittilsynet uttaler (høringsnotatet punkt 15.4):

«De nærmere kravene til meldingen bør etter Kredittilsynets oppfatning fortsatt følge av vphl

§ 3–3 første ledd. Kun små endringer i bestemmelsen er nødvendig for å gjennomføre tredje kommisjonsdirektiv art. 6 nr. 1 litra a) – g), jf forslaget.

På bakgrunn av den foreslåtte endringen i § 3–3 første ledd om meldeplikt, anser Kredittilsynet det hensiktsmessig at andre ledd i bestemmelsen om flagging også bygges ut. Nærmere bestemt foreslås det et nytt punkt hvorved navn på det finansielle instrumentet, inklusive angivelse/beskrivelse av klasse, type, vilkår, sentrale karakteristika mv. skal opplyses i flaggemeldingen. I likhet med meldinger om erverv etter § 3–1, har Kredittilsynet erfart at flaggemeldinger undertiden ikke gir tilstrekkelig informasjon om det aktuelle finansielle instrumentet, herunder dets karakteristika. For ordens skyld nevnes at EU-rettens flaggereglene følger av direktiv 2001/34/EØF art. 89 flg. Bestemmelsene vil endres som følge av EUs transparency direktiv.»

### 16.4 Høringsinstansenes merknader

ØKOKRIM støtter forslaget om videreføring av dagens meldepliktbestemmelse med de endringer som foreslås inntatt i lovteksten. ØKOKRIM uttaler:

«På basis av vårt erfaringsgrunnlag foreslår vi en tilføyelse i § 3–1 annet ledd. Annet ledd viser bla til «...opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer som nevnt i første ledd». Vi foreslår tilføyelse av at «dette gjelder uavhengig av om slike rettigheter gir rett til finansielt oppgjør eller rett til underliggende finansielt instrument ved oppgjør». Slik tilføyelse fremgår av Børs sirkulære nr 1/2003 og anses etter vårt syn hensiktsmessig. Uten den foreslåtte tilføyelse, gjelder meldeplikten kun opsjoner eller tilsvarende rettigheter som faktisk gir rett til å få aksjer ved oppgjør, dvs at finansielle opsjoner ikke er omfattet. Dagens løsning anses ikke ønskelig fordi de samme hensyn gjør seg gjeldende ved finansielt oppgjør som ved oppgjør i aksjer. De samme regler burde derfor gjelde i begge tilfeller.»

ØKOKRIM støtter forslaget om at «bytte» av instrumenter inntas direkte i ny § 3–1. ØKOKRIM legger til grunn at både gjensidige aksjeswaper, etablering av gjensidig eierskap mellom ulike foretak og konvertering av konvertible obligasjoner derved vil omfattes. Videre uttaler ØKOKRIM:

«For å oppnå samsvar for de ulike alternativene i utkastets § 3–1 første ledd, bes det inntatt i lovteksten at bestemmelsen gjelder for «selskapets



kjøp, salg, bytte eller tegning av egne aksjer og aksjer i selskaper i samme konsern». Forslagets formulering er «handel». Dette er problematisk i forhold til legalitetsprinsippet ved spørsmålet om bytte og tegning skal omfattes av meldeplikt også hva gjelder egne aksjer, jf. de spørsmål som har oppstått i forhold til tilsvarende ordlyd i gjeldende § 3–1 første ledd første punktum.»

*ØKOKRIM* anser i likhet med Kredittilsynet at tilsvarende endringer/tilføyelser bør foretas i bestemmelsen om flaggeplikt som i bestemmelsen om meldeplikt. *ØKOKRIM* støtter videreføring av dagens straffesanksjonering.

*FNH/Sparebankforeningen* er enige med Kredittilsynet i at angivelse av meldingens nærmere innhold for såvidt gjelder opsjoner, og som til nå har hatt et svakt rettskildemessig grunnlag i Kredittilsynets rundskriv 22/2001, inntas direkte i lovens ordlyd.

*Oslo Børs* går inn for at dagens tidsfrist for å innge melding videreføres som foreslått (dvs. «straks») så sant dette anses å være i tråd med direktivet. I et marked som det norske, der likviditeten i mange selskaper er så vidt lav at kurser lett flyttes, er tidsriktig informasjon om primærinnsideres handel viktig.

*Norges Fondsmeglerforbund* uttaler:

«Meldepliktreglene har den senere tid vært gjenstand for omfattende diskusjoner, og selv om ikke direktivet medfører behov for særlig omfattende endringer, vil vi sterkt oppfordre departementet til å iverksette et arbeid med revisjon av forskrifter og annet for å bringe regelverket mer i tråd med de faktiske behov markedet har for å få informasjon om transaksjoner mv. Dagens situasjon med uklar praksis og mange tolkninger, med ulik bakgrunn mv, burde bli avløst av større grad av sikkerhet og forutberegnelighet.»

*Datatilsynet* viser til forslaget § 3–1 fjerde ledd der det fremgår at meldingen bl.a. skal inneholde «personnummer eller lignende identifikasjonsnummer» og uttaler:

«Datatilsynet er klar over at dette er regulert i verdipapirhandelloven i dag. Tilsynet finner likevel grunn til å nevne pol § 12, som regulerer bruk av fødselsnummer. Det anbefales at det henvises til sistnevnte bestemmelse.»

*Wiersholm, Melbye & Bech* uttaler bl.a.:

«Kredittilsynets utgangspunkt om at definisjonene skal betraktes som fullharmoniseringsforpliktelser følges ikke fullt ut opp i høringsnotatet. Meldepliktige primærinnsidere defineres i MAD artikkel 6 4, samt utkast til tredje kommi-

sjonsdirektiv artikkel 1 nr. 1. Dette er en presis definisjon som etter vår oppfatning må oppfattes som en felles definisjon for hele EØS området, og således ikke kan oppfattes som noen minimumsregel slik Kredittilsynet mener, jf. høringsnotatet pkt. 15.2.

Som en konsekvens av dette kan ikke personer utover den personkrets som nevnes i kommisjonsdirektivet inntas i den nasjonale lovgivning. Ifølge MAD artikkel 6 nr. 4 må en person for å kunne defineres som primærinnsider ha «discharging managerial responsibilities within the issuer».

CESR uttaler følgende om passusen «...within the issuer...» i Final Paper punkt 41:

«CESR is of the view that the requirement «...within an issuer...» excludes external persons such as auditors and other advisers and service providers who may be closely linked to the issuer...»

Etter vår oppfatning medfører dette at revisorer samt tillitsvalgte i konsernselskaper må tas ut av den gruppen av meldepliktige som i dag anses som meldepliktige primærinnsidere etter norsk lovgivning, jf. vphl. § 3–1.

Fristen for å melde meldepliktige transaksjoner er derimot en minimumsforpliktelse som følgelig kan settes strengere av det enkelte medlemsland. Dette var også oppfatningen i CESR's arbeid med utfyllende bestemmelser til MAD.»

## 16.5 Departementets vurdering

Regulering av primærinnsideres meldeplikt er nytt i EØS-rettslig sammenheng. Departementet legger i likhet med Kredittilsynet til grunn at direktivforpliktelsene i all hovedsak er oppfylt i norsk rett på dette punktet. Det vises bl.a. til at kretsen meldepliktige etter norsk rett er videre enn etter direktivets regler. Departementet slutter seg i hovedsak til Kredittilsynets forslag om å videreføre gjeldende bestemmelser om meldeplikt i vphl. §§ 3–1 og 3–3, med enkelte endringer.

Når det gjelder hvilke transaksjoner som er meldepliktige, viser departementet i likhet med Kredittilsynet til at direktivets krav er utformet som minstekrav, jf. «at least» i art. 6 nr. 4. Etter direktivet skal meldeplikten minst gjelde transaksjoner som utføres for egen regning, og som angår finansielle instrumenter fra den aktuelle utsteder eller derivater eller andre finansielle instrumenter. I tredje kommisjonsdirektiv presiseres dette utgangspunktet til å gjelde alle transaksjoner knyttet til aksjer eller derivater eller andre finansielle instrumenter knyttet til dem, jf. art. 6 nr. 1. Departe-

mentet slutter seg til Kredittilsynets vurdering av og forslag om å presisere i vphl. § 3–1 første ledd slik at *bytte* utgjør en meldepliktig transaksjon etter bestemmelsen. Etter departementets vurdering omfattes allerede opsjoner med finansielt oppgjør av meldeplikten, jf. vphl. § 3–1 annet ledd. Departementet slutter seg ikke til ØKOKRIMs forslag om å presisere dette.

Det foreslås enkelte endringer i kravene til meldingenes innhold i § 3–3 første ledd, på bakgrunn av bestemmelsene om dette i tredje kommisjonsdirektiv art. 6 nr. 3. Departementet foreslår enkelte tekniske endringer i forhold til Kredittilsynets forslag. Etter departementets forslag skal meldingen inneholde navn på den meldepliktige, bakgrunn for meldingen, navn på utsteder, beskrivelse av det finansielle instrument (her foreslår Kredittilsynet mer detaljerte regler), type transaksjon, tidspunkt og marked for transaksjonen, kurs og volum på

transaksjonen, og beholdning etter transaksjonen.

Når det gjelder kravet til beskrivelse av det finansielle instrument i meldingen, bør beskrivelsen inneholde det finansielle instrumentets navn og type, angivelse/beskrivelse av klasse, vilkår, sentrale karakteristika mv.

Departementet slutter seg til forslaget om å lovfeste et krav om at listen som oversendes til Oslo Børs etter vphl. § 3–1 fjerde og femte ledd skal være ajourført.

På bakgrunn av at det pågår ulike prosesser mht. regelverksutvikling som vil berøre bl.a. meldepliktsregler, er det etter departementets syn ikke hensiktsmessig å foreta ytterligere endringer enn det som anses nødvendig til gjennomføring av direktivforpliktelser i denne omgang. Departementet slutter seg derfor ikke til forslaget om å endre kravet til innhold i flaggemeldinger, jf. vphl. § 3–3 annet ledd.

## 17 Tilsyn og sanksjoner

### 17.1 Gjeldende rett

#### 17.1.1 Tilsyn med verdipapirhandelen

Det følger av kredittilsynsloven (tilsynsl.) § 1 nr. 14 at tilsyn etter loven skal føres med verdipapirforetak og andre foretak som driver virksomhet i forbindelse med verdipapirhandel, samt med overholdelsen av bestemmelser om verdipapirhandel gitt i eller i medhold av lov. Etter verdipapirhandelloven (vphl.) § 12–1 første ledd forestås tilsyn med handelen i finansielle instrumenter og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandelen av departementet. Det følger av vphl. § 12–1 annet ledd at tilsyn med verdipapirforetaks og oppgjørssentralers virksomhet, samt med overholdelse av verdipapirhandellovens bestemmelser, skal føres av Kredittilsynet.

Det følger av børsloven § 5–11 at børsen skal overvåke handelen og kursnoteringene og sørge for at dette skjer i overensstemmelse med lov og forskrifter samt børsens regler og forretningsvilkår. Departementet kan gi nærmere regler om markedsovervåkingen og om børsens medvirkning i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen. Etter vphl. § 12–1 annet ledd skal en børs gi en meddelelse til Kredittilsynet dersom det er grunn til å anta at det er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptrådt i strid med god forretningskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelsene i verdipapirhandelloven.

Foretak under tilsyn har opplysningsplikt overfor Kredittilsynet, jf. tilsynsl. § 3 annet ledd. Etter vphl. § 12–2 første ledd plikter verdipapirforetak og oppgjørssentral å gi Kredittilsynet de opplysninger som måtte bli krevet om forhold som angår dets forretning og virksomhet. Som ledd i sitt tilsynsarbeid kan Kredittilsynet kreve bevisopptak ved domstolene, jf. tilsynsl. § 5 annet ledd.

Det følger av vphl. § 12–2 femte ledd at et foretak som har utstedt finansielle instrumenter plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven vedrørende de aktuelle instrumenter. Videre følger det av vphl. § 12–2 fjerde ledd at Kredittilsynet uten hinder av taushets-

plikt kan kreve å få de opplysninger det finner påkrevet i sin kontrollvirksomhet fra verdipapirregistre.

Dersom Kredittilsynet har mistanke om overtredelse av innsidehandelforbudet i vphl. § 2–1, taushetsplikten i vphl. § 2–2 eller forbudet mot kursmanipulering i vphl. § 2–6, kan enhver pålegges å måtte gi de opplysninger tilsynet krever, med mindre opplysningene er underlagt lovbestemt taushetsplikt, jf. vphl. § 12–2 sjette ledd. Opplysninger som innhentes på denne måten, kan bare innhentes i den sak de er innhentet for. Den som begjæres avhørt, har rett til å la seg bistå av advokat. Vedkommende har videre rett til å nekte å svare på spørsmål når svaret vil kunne utsette vedkommende for straff eller tap av borgerlig aktelse.

Kredittilsynets styremedlemmer og tjenestemenn er pålagt taushetsplikt etter tilsynsl. § 7, jf. vphl. § 12–3. Gir kontrollen grunn til å anta at noen er eller vil bli påført tap som følge av at bestemmelser i lov eller i medhold av lov ikke er overholdt, kan Kredittilsynet uten hinder av taushetsplikten underrette vedkommende om forholdet, jf. vphl. § 12–3 annet ledd. Taushetsplikten gjelder heller ikke overfor Norges Bank, børs, verdipapirregistre eller tilsynsmyndigheter i andre EØS-land om forhold som er nødvendig for utførelse av disse institusjonenes lovbestemte oppgaver.

#### 17.1.2 Sanksjoner

Kredittilsynet kan gi verdipapirforetak og oppgjørssentraler pålegg om retting etter vphl. § 12–4. Hvis et pålegg ikke blir etterkommet kan departementet fastsette en daglig løpende mulkt inntil forholdet er rettet, jf. tilsynsl. § 10. Regler om tilbakekall av tilatelse til å yte investeringstjenester er fastsatt i vphl. § 12–5.

Det er gitt regler om vinningsavståelse i vphl. § 14–2. Dersom det er oppnådd vinning ved uakt- som eller forsettlig overtredelse av nærmere angitte bestemmelser i verdipapirhandelloven, kan Kredittilsynet pålegge den som vinningen er tilfalt, helt eller delvis å avstå denne. Dette gjelder også når den som vinningen er tilfalt, er en annen enn lovovertrederen. Kan størrelsen på vinningen ikke

godtgjøres, fastsettes beløpet skjønnsmessig. Kredittilsynet må reise sak mot vedkommende dersom forelegg på vinningsavståelse ikke vedtas. Saken følger lov om rettergangsmåten for tvistemål.

Overtredelse av verdipapirhandellovens bestemmelser er straffesanksjonert etter bestemmelsene i vphl. § 14–3.

## 17.2 Endringsforslag

### 17.2.1 Tilsynsmyndighet

#### Direktivet

Direktivets fortale omtaler tilsynsorganet, jf. fortalens 36. avsnitt første til tredje punktum:

«A variety of competent authorities in Member States, having different responsibilities, may create confusion among economic actors. A single competent authority should be designated in each Member State to assume at least final responsibility for supervising compliance with the provisions adopted pursuant to this Directive, as well as international collaboration. Such an authority should be of an administrative nature guaranteeing its independence of economic actors and avoiding conflicts of interest.»

Direktivet fastslår at flere verdipapirtilsyn med ulike kompetanseområder i hver medlemsstat er uheldig. Etter art. 11 nr. 1 skal hver medlemsstat utpeke et tilsynsorgan:

«Without prejudice to the competences of the judicial authorities, each Member State shall designate a single administrative authority competent to ensure that the provisions adopted pursuant to this Directive are applied.»»

«The competent authority» skal derved være administrativ og uavhengig fra markedsaktørene. Direktivet gir regler om tilsynsorganets konsultasjon med markedsaktørene i art. 11 nr. 2, jf. fortalens 36. avsnitt 5. og 6. punktum.

#### Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet foreslår at Kredittilsynet skal være kompetent myndighet i Norge. Det vises til at dette er i samsvar med dagens ordning. Det uttales i den anledning:

«Kredittilsynet foreslår ingen ny lovbestemmelse om tilsyn med adferdreglene i vphl utover det som fremgår av kredittilsynsloven og vphl i dag, jf henholdsvis § 1 og § 12–1. Det kan reises spørsmål om videreføring av sistnevnte bestemmelses første ledd er i overensstemmelse med

Direktivets art. 12, men Kredittilsynet antar at dette kan besvares bekreftende, jf kredittilsynsloven § 1 første ledd nr. 14. Børsloven § 5–9 foreslås endret slik at Kredittilsynet gis hjemmel for å pålegge suspensjon av finansielle instrumenter. For øvrig bør Kredittilsynet utpekes som tilsynsorgan i de enkelte lov- og forskriftsbestemmelsene.»

#### Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har merknader til Kredittilsynets forslag.

#### Departementets vurdering

Departementet slutter seg til Kredittilsynets vurdering.

### 17.2.2 Kompetanse

#### Direktivet

Regler om tilsynsmyndighetens kompetanse fremgår av art. 12. Utgangspunktet etter art. 12 nr. 1 er som følger:

«The competent authority shall be given all supervisory and investigatory powers that are necessary for the exercise of its functions.»

Også i fortalen omtales tilsynsorganets kompetanse, jf. 37. avsnitt første punktum. Når det gjelder den nærmere utøvelsen av tilsynsorganets kompetanse heter det i Direktivets art. 12 nr. 1:

«It shall exercise such powers:

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

Det er derved lagt opp til at tilsynsorganet kan samarbeide med andre myndighetsorganer eller markedsaktører, eller at kompetanse kan legges til andre organer under tilsynsorganets «responsibility», jf. fortalens 37. avsnitt tredje punktum. Det fremgår videre at tilsynsorganets kompetanse kan være befinnet av at en «judicial authority» treffer en rettslig avgjørelse, noe som er praktisk i for eksempel bevissikringsøyemed.

Art. 12 nr. 2 lister opp minimumsbeføyelsene til tilsynsorganet skal ha:

- a) «have access to any document in any form whatsoever, and to receive a copy of it;
- b) demand information from any person, including those who are successively involved in the transmission of orders or conduct of the operations concerned, as well as their principals, and if necessary, to summon and hear any such person;
- c) carry out on-site inspections;
- d) require existing telephone and existing data traffic records;
- e) require the cessation of any practice that is contrary to the provisions adopted in the implementation of this Directive;
- f) suspend trading of the financial instruments concerned;
- g) request the freezing and/or sequestration of assets;
- h) request temporary prohibition of professional activity»

Det er tatt forbehold for at utøvelsen av kompetansen skal skje i samsvar med nasjonale regler om taushetsplikt, jf. art. 12 nr. 3. Beføyelsene i art. 12 nr. 1 er nærmere kommentert i avsnitt 16.6.

Art. 11 nr. 1 presiserer at tilsynsmyndighetens kompetanse ikke påvirker nasjonal prosessrett. Avgjørelser av den kompetente myndighet skal kunne overprøves av en domstol, jf. art. 15. Ansatte i tilsynsorganet (eller den kompetansen utøves sammen med, eventuelt legges til) skal være underlagt taushetsplikt, jf. art. 13.

#### *Kredittilsynets forslag*

Kredittilsynet foreslår en ny lovbestemmelse (utkastet § 12–3) om lovbestemt opplysningsplikt for å gjennomføre direktivets artikkel 12 nr. 2 bokstav a (tilgang til relevante dokumenter), b (begjære opplysninger fra personer) og d (tilgang til eksisterende telefonsamtalelister og elektronisk kommunikasjonstrafikk). Utkastet lyder:

«Dersom Kredittilsynet har mistanke om overtreddelse av bestemmelse i denne lovs kapittel 2 eller 3 eller forskrift gitt i medhold av bestemmelse der eller børsloven § 5–7 eller forskrift gitt i medhold av bestemmelsen, kan enhver pålegges å gi de opplysninger Kredittilsynet krever, herunder fremlegge kopi av dokumenter og kopi av teknisk lagret informasjon og utskrift fra lagringsmedium.

Opplysninger kan gis uten hinder av den lovbestemte taushetsplikten som ellers påhviler ligningsmyndigheter, andre skatte- og avgiftsmyndigheter og myndigheter som har til oppgave å overvåke offentlig regulering av ervervs-

virksomhet. Taushetsplikten i lov om elektronisk kommunikasjon § 2–9 første ledd er i saker som nevnt i første punktum ikke til hinder for at det gis opplysninger om avtalebasert hemmelig telefonnummer eller andre abonnementsopplysninger, samt elektronisk kommunikasjonsadresse.

Opplysningene innhentet i medhold av denne bestemmelsen kan bare brukes i den sak de er innhentet for. Opplysningene kan kreves gitt skriftlig eller muntlig innen en fastsatt frist og kan nedtegnes eller lagres som lydopptak. Den som innkalles til avhør har rett til å la seg bistå av advokat.

Denne bestemmelsen gjelder selv om det er besluttet bevissikring etter denne lovs § 12–4 og gis tilsvarende anvendelse der Kredittilsynet anmodes av annen lands myndighet som fører tilsyn som nevnt i lov av 7. desember 1956 nr. 1, om å innhente opplysninger på bakgrunn av mistanke om tilsvarende overtredelse av vedkommende lands lovgivning.

Enhver har rett til å nekte å svare på spørsmål eller utlevere dokumenter eller gjenstander når svaret eller utleveringen vil kunne utsette vedkommende for administrativ sanksjon eller straff. Forvaltningsorganet skal gjøre vedkommende kjent med denne retten.

Kredittinstitusjoner og finansieringsforetak plikter uten hinder av taushetsplikt å gi Kredittilsynet opplysninger om og innsyn i kundeforhold når dette kreves i saker som nevnt i første ledd.

Departementet kan ved forskrift fastsette nærmere regler om innholdet av opplysningsplikten og krav til behandling av overskuddsinformasjon.»

Kredittilsynet begrunner forslaget slik:

«Når det gjelder forholdet til lovbestemt taushetsplikt bør passusen «med mindre opplysningene er underlagt lovbestemt taushetsplikt» tas ut. Det vil likevel være slik at opplysningsplikten står tilbake for kvalifisert lovbestemt taushetsplikt. Bestemmelsen bør presisere at opplysningsplikten omfatter relevant informasjon fra enkelte offentlige myndigheter (ligningskontorer mv.). En ny § 12–3 bør som dagens § 12–2 sjette ledd, fastslå at innhentede opplysninger bare kan brukes i den sak de er innhentet for. Det bør fremgå at personer plikter å møte til avhør innen en fastsatt frist og at opplysninger kan nedtegnes eller tas opp på lydbånd. Retten til å la seg bistå av advokat og selvinkrimineringsvernet bør videreføres. Det samme gjelder henvisningen til lov om elektronisk kommunikasjon § 2–9. Vernet mot selvinkriminering foreslås endret, jf. utkastet til ordlyd i NOU 2003:15 side 368. Ettersom Norge er for-

pliktet til å innhente opplysninger på bakgrunn av en anmodning fra et tilsynsorgan fra et annet EØS-land, foreslås det å presisere at opplysningsplikten gjelder tilsvarende ved slik anmodning. Etter Kredittilsynets oppfatning bør plikten til å innhente opplysninger være generell, det vil si ikke begrenset til EØS-stater.

Det bør følge en forskriftshjemmel av opplysningspliktsbestemmelsen. Nærmere regler om opplysningsplikts innhold og behandling av overskuddsinformasjon bør kunne fastsettes av departementet. Bestemmelsen bør i tillegg presisere at opplysningsplikten gjelder selv om det er besluttet bevissikring.»

Når det gjelder forholdet mellom den foreslåtte opplysningsplikt og lovbestemt taushetsplikt (utkastet § 12–3 annet ledd første punktum og sjette ledd) uttaler Kredittilsynet bl.a.:

«Når det gjelder Direktivets art. 12 nr. 2 litra a) virker det klart at enkelte presiseringer må foretas i Kredittilsynets kompetanse til å innhente opplysninger ved mistanke om markedsmissbruk, jf dagens vphl § 12–2 sjette ledd. Selv om ikke Direktivet berører de nasjonale reglene om taushetsplikt, synes det hensiktsmessig å la opplysningsplikten kun stå tilbake for såkalt kvalifisert lovbestemt taushetsplikt, jf tvistemålsloven §§ 204 og 205 og straffeprosessloven §§ 118 og 119. Lovbestemt kvalifisert taushetsplikt innebærer i korte trekk at vitneplikten om de taushetsbelagte opplysningene må vike. Forholdet mellom ukvalifisert og kvalifisert taushetsplikt drøftes i NOU 2003:12 (ny konkurranselov) side 189 flg. For ordens skyld nevnes at det er gitt egne regler om utstederforetaks opplysningsplikt i vphl § 12–2 femte ledd. Det kan reises spørsmål om Kredittilsynet i dag med hjemmel i § 12–2 sjette ledd kan kreve fremlagt kopi av dokumenter, herunder teknisk lagret informasjon, slik Direktivet krever, jf art. 12 nr. 2 litra b). Formodentlig må dette besvares bekrefte, men forholdet bør presiseres.»

Forholdet til elektronisk kommunikasjon mv. (utkastet § 12–3 annet ledd annet punktum) drøftes særskilt, og Kredittilsynet uttaler bl.a.:

«Når det gjelder kompetansen omtalt i art. 12 nr. 2 litra d) skal det bemerkes at opplysninger om «elektronisk kommunikasjon og andres bruk av elektronisk kommunikasjon, herunder opplysninger om tekniske innretninger og fremgangsmåter» er taushetsbelagte etter lov om elektronisk kommunikasjon § 2–9 første ledd. Etter bestemmelsens tredje ledd kan «opplysninger om avtalebasert hemmelig telefonnummer eller andre abonnementsopplysninger, samt elektronisk kommunikasjonsadresse» gis til «annen myndighet i medhold av lov».

Vphl. § 12–2 sjette ledd ble den 20. juni 2003 utvidet til å omfatte nettopp «opplysninger om avtalebasert hemmelig telefonnummer eller andre abonnementsopplysninger, samt elektronisk kommunikasjonsadresse». Slike opplysninger vil i utgangspunktet være «statiske», det vil si at «andres bruk av elektronisk kommunikasjon» ikke vil omfattes. Kredittilsynet antar at begrepet «existing telephone... and data traffic records» må forstås slik at tilsynsorganet også skal ha adgang til «dynamiske» opplysninger, altså relevant informasjon om foreliggende telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjonstrafikk. Av begrepet «existing» følger en klar begrensning, for eksempel i forhold til telefonavlytting.

Etter kredittilsynsloven § 5 andre ledd kan Kredittilsynet begjære rettslig bevisopptak. Formodentlig vil denne adgangen muliggjøre innhenting av «existing telephone... and data traffic records», jf tvistemålsloven § 204. På generelt grunnlag skal det bemerkes at rettslig bevisopptak i denne sammenheng kan være lite tilfredsstillende. Årsaken er blant annet at de aktuelle opplysningene oppbevares av tilbyderer av teletjenesten i kort tid, ofte bare for faktureringsformål. Det foreslås på denne bakgrunn at Kredittilsynet gis en mer umiddelbar tilgang til tele- og datatrafikk. Nærmere bestemt foreslås det at tilbyders taushetsplikt om «elektronisk kommunikasjon og andres bruk av elektronisk kommunikasjon, herunder opplysninger om tekniske innretninger og fremgangsmåter» kan oppheves etter samtykke av departementet. En slik ordning minner om politiets innhenting av opplysninger på etterforskningsstadiet, jf straffeprosessloven §§ 230 og 118. Ved mistanker om lovbrudd anmoder politiet om at teletilbyderens taushetsplikt om «elektronisk kommunikasjon og andres bruk av elektronisk kommunikasjon, herunder opplysninger om tekniske innretninger og fremgangsmåter» oppheves av Post- og teletilsynet (som har fått delegert fritakskompetansen). Det har ved slike anmodninger utviklet seg praksis for en interesseavveining i § 118 forstand fra Post- og teletilsynets side uten at domstolene er involvert, jf artikkel i Juristkontakt nr. 2 2003. Praksisen formodes å være tilfredsstillende fra et rettsikkerhetsperspektiv. I de tilfellene Post- og teletilsynet opphever teletilbyderens taushetsplikt overfor politiet, foreligger ingen opplysningsplikt (rettslig avhør må i tilfelle begjære). Slik plikt vil foreligge overfor Kredittilsynet etter dagens vphl § 12–2 sjette ledd, men her vil klageadgangen i forvaltningsloven § 14 gjelde.»

Kredittilsynet uttaler videre at personer kan pålegges å avgi forklaring der Kredittilsynet bestemmer. Det uttales videre om slik oppmøteplikt:

«Plikten til å møte opp må gjelde uavhengig av selvinkrimineringsvernet. Når det gjelder spørsmålet om oppmøteplikt og reiseavstand, antas ikke noen nærmere kvalifisering å være hensiktsmessig. Kredittilsynet må rimeligvis utvise et forsvarlig skjønn slik at pålegget ikke blir uforholdsmessig. Et alternativ hvis den som skal avhøres bor langt unna, er at avhøret holdes lokalt, for eksempel på et hotell eller lignende. Det bør presiseres at opplysningen kan kreves avgitt innen en gitt frist, samt at lydband kan benyttes. Opptak kan være meget praktisk, typisk der ansatte fra utenlands tilsynsmyndighet skal være tilstede under avhøret og dette må oversettes i etterkant.»

Det vises også til at personer som blir avkrevd forklaring av Kredittilsynet kan påklage pålegget til Finansdepartementet etter forvaltningsloven § 14.

Kredittilsynet foreslår videre en ny lovbestemmelse om bevissikring (utkastet § 12–4) for å gjennomføre direktivets artikkel 12 nr. 2 bokstav c (om «on-site inspections»). Utkastet lyder:

«For å søke etter bevis kan Kredittilsynet, når det er rimelig grunn til å anta at bestemmelse i kapittel 2 eller forskrift gitt i medhold av kapittel 2 er overtrådt, eller det er nødvendig for å oppfylle Norges avtaleforpliktelse overfor annen stat, kreve:

- a) å få adgang til lokaler, eiendommer og andre oppbevaringssteder hvor det kan finnes bevis for overtredelse,
- b) å få adgang til bolig dersom det er særlig grunn til å anta at bevis oppbevares der,
- c) å ta med ting, herunder kopi av dokumenter og annen informasjon og teknisk lagret informasjon som kan ha betydning som bevis for nærmere granskning, og
- d) å forsegle forretningslokaler, bøker, forretningspapirer eller teknisk lagringsmedium så lenge undersøkelsen varer og dette anses nødvendig.

Begjæring om adgang til bevissikring fremsettes av Kredittilsynet for tingretten på det sted hvor det mest praktisk kan skje. Retten treffer sin avgjørelse ved beslutning før bevissikringen settes i verk. Den begjæringen retter seg mot, skal ikke varsles om begjæringen eller beslutningen. Kjæremål over beslutningen har ikke oppsettende virkning. Straffeprosessloven §§ 200, 201 første ledd, §§ 117 til 120, jf. §§ 204, 207 til 209, 213 og kapittel 26, samt forvaltningsloven § 15 annet og tredje ledd gjelder så langt de passer.

Kredittilsynet kan kreve bistand av politiet for å iverksette beslutning om bevissikring.

Dersom det ikke er tid til å avvente rettens beslutning, kan Kredittilsynet kreve at politiet avstenger området der bevisene kan være inntil rettens beslutning foreligger.

Departementet kan ved forskrift fastsette nærmere regler om bevissikring og behandling av overskuddsinformasjon.»

Kredittilsynet begrunner forslaget slik:

«Direktivets regel om «on-site inspections» savner motstykke i norsk rett for foretak som ikke er under tilsyn, jf art. 12 nr. 2 litra c). Hensikten med inspeksjonsadgangen er å effektivisere tilsynsorganets undersøkelser i antatte markedsmissbrukstilfeller. Det virker rimelig å forstå inspeksjonsadgangen slik at kompetansen skal omfatte søking og sikring av bevis «on-site», det vil si hos den som mistenkes for markedsmissbruk eller på annet relevant sted. Art. 12 nr. 2 litra c) reiser prinsipielle spørsmål om Kredittilsynets kompetanse. Det virker klart det ikke er tilstrekkelig for å oppfylle Direktivet at politiet under etterforskning har anledning til ransaking, jf straffeprosessloven fjerde del. Kredittilsynet anmelder tilfeller av innsidehandel mv. til ØKOKRIM, men har etter dette intet overordnet ansvar for sakenes videre gang.

Ved vurdering av hvordan inspeksjonsretten skal implementeres i norsk rett, må det legges betydelig vekt på formålet med virkemiddelet. I denne sammenheng vises det til at antatte tilfeller av markedsmissbruk er tidvis meget vanskelig å bevise, blant annet fordi de aktuelle transaksjonene i det ytre gjerne fremstår som ordinære. En rett til inspeksjoner vil innebære (rettslig) adgang til forretningslokaler, bolig etc. Ut fra formålet synes det også rimelig å forstå inspeksjonsadgangen slik at tilsynsmyndigheten skal ha anledning til å ransake for å søke etter og sikre bevis. Under denne synsvinkelen vil en inspeksjon være et inngripende tiltak. Retten må derfor forankres i en sikker prosessordning hvor vilkårene for bruk av tvangsmiddelet og dets forholdsmessighet, blir gjenstand for en betryggende prøving. Det bemerkes at Konkurransetilsynet etter konkurranseloven § 6–2 har adgang til bevissikring. I NOU 2003:12 og Ot. Prp. nr. 6 (2003–2004) drøftes enkelte prinsipielle sider ved denne bestemmelsen i forbindelse med forslaget til ny konkurranselov. De aktuelle lovbudene tatt i betraktning, synes det fornuftig Kredittilsynet gis myndighet som tilsvare Konkurransetilsynets. Dette understrekes av strammerammene ved overtredelser etter konkurranseloven og vphl, jf henholdsvis § 6–6 og 14–3.»

Når det gjelder det nærmere omfanget av adgangen til å kreve bevissikring, herunder om bevissikring på vegne av utenlandske tilsynsmyndigheter, uttales bl.a.:

«Bevissikring bør kunne begjæres når det er rimelig grunn til mistanke om overtredelse av bestemmelse i vphl kapittel 2. Det antas ikke nød-

vendig med bevissikringsadgang ved antatte brudd på vphl § 3–1 eller børsloven § 5–7. På bakgrunn av Norges forpliktelser til å innlede etterforskning etter anmodning fra tilsynsorgan i en annen medlemsstat, foreslås det at bevissikring kan iverksettes for å oppfylle Norges avtaleforpliktelse overfor en annen stat (ingen EØS-begrensing).

Det bør vurderes om plikten til å iverksette etterforskning også bør kunne følge av bilateral eller multilateral avtaleforpliktelse med annen stats tilsynsmyndighet. Slike avtaler finnes i dag, både på generell basis og i ad hoc tilfeller (for eksempel i forbindelse med etterforskning av konkrete grenseoverskridende overtredelser). Et eksempel på slik avtale mellom nasjonale tilsynsmyndigheter er IOSCOs (International Organization of Securities Commissions) Memorandum of Understanding («MOU») om samarbeid og utveksling av opplysninger på tilsynsnivå. Kredittilsynet er medlem av IOSCO, men har ennå ikke tiltrådt MOU.

Informasjon om IOSCO finnes på:

<http://www.iosco.org/>  
IOSCOs MOU er i engelsk versjon tilgjengelig på:

<http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD126-English.pdf>

Kredittilsynet finner det naturlig at spørsmålet vurderes nærmere på et senere tidspunkt, for eksempel når det skal tas stilling til administrative sanksjoner på verdipapirområdet.

Når det gjelder spørsmålet om utlevering av innhentet opplysninger, regulerer kredittilsynsloven § 7 første ledd nærmere hvorvidt Kredittilsynet kan fritas fra sin taushetsplikt og utlevere innhentede opplysninger til andre lands tilsynsmyndigheter:

«Tilsynets styremedlemmer og tjenestemenn har taushetsplikt overfor uvedkommende om det som de får kjennskap til i sitt arbeid om en kundes forhold... Taushetsplikten etter denne bestemmelse og forvaltningslovens bestemmelser gjelder ikke overfor... tilsynsmyndigheter i andre EØS-land som fører tilsyn som nevnt i § 1 første ledd nr. 1–6 eller nr. 14, eller tilsyn med forvaltningsselskap for verdipapirfond... Departementet kan gi regler om at taushetsplikten ikke skal gjelde overfor tilsynsmyndigheter fra annet enn EØS-land når disse fører tilsyn som nevnt i tredje punktum. Departementet kan gi nærmere regler om Kredittilsynets utveksling av opplysninger med de myndigheter og organer taushetsplikten ikke gjelder overfor»

Adgangen til bevissikring bør innebefatte muligheten til å ta med ting, herunder kopi av dokumenter og annen informasjon og teknisk lagret informasjon som kan ha betydning som

bevis for nærmere granskning. Dette er praktisk for eksempel hvis bevis oppdages under en inspeksjon eller data skal speiles.<sup>1</sup> Det er klart at bare saksrelevant dokumentasjon vil kunne tas med/kopieres. Kredittilsynet bør i tillegg ha anledning til å forsegle forretningslokaler, bøker eller forretningspapirer så lenge den aktuelle undersøkelsen varer. Faren for bevisforspillelse tilsier en slik forseglingsadgang, men forsegling vil bare skje der det fremstår som nødvendig av hensyn til etterforskningen.

Begjæring om bevissikring bør fremsette for tingretten på det sted hvor dette mest praktisk kan skje. Rettens beslutning treffes før bevissikring gjennomføres. Den begjæringen retter seg mot bør etter Kredittilsynets oppfatning ikke varsles om begjæringen eller beslutningen. Klare bevissikrings- og effektivitetshensyn tilsier dette. Som i dagens konkurranselov § 3–6, bør straffeprosessloven §§ 117–120, 200, 201 første ledd, 205, 207–209, 213 og kapittel 26 komme til anvendelse så langt de passer. De samme gjelder forvaltningslovens § 15 andre og tredje ledd. Vphl § 2–13 bør presisere at politiet plikter å bistå Kredittilsynet, jf forslaget til ny konkurranselov § 25. Til slutt bør det fastsettes en forskriftshjemmel for behandling av overskuddsinformasjon mv. Kredittilsynet antar at det bør utarbeides en forskrift som i stor grad tilsvare forskift av 31. mai 1995 nr. 511.»

Kredittilsynet foreslår en generell adgang til å pålegge stans av ulovlig markedsmissbruk (vphl. § 12–5 nytt femte ledd) som skal gjennomføre direktivets artikkel 12 nr. 2 bokstav e (om stans av ulovlig virksomhet) og h (stans av ervervsvirksomhet). Utkastet lyder slik:

«Dersom Kredittilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelse i denne lovs kapittel 2 eller 3 eller forskrift gitt i medhold av bestemmelse der, kan Kredittilsynet pålegge vedkommende å bringe handlingen til opphør. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør.»

Kredittilsynet begrunner forslaget slik:

«Vilkåret om at tilsynsorganet skal kunne kreve opphør med praksis som strider mot Direktivet eller dets utfyllende bestemmelser følger av art. 12 nr. 2 litra e). Et eksempel på ulovlig praksis vil være såkalte «boiler room» aktiviteter hvor-

<sup>1</sup> Det vil her kunne reise seg spørsmål om forholdet til betrodd informasjon. Kredittilsynet er kjent med en verserende sak for domstolene der blant annet dette er et vurderingstema. Forholdet omtales ikke videre her, blant annet i påvente av rettens avgjørelse.



ved kursen på finansielle instrumenter ved bedrageriaktig adferd drives til kunstige nivåer. Etter kredittilsynsloven § 4 a) kan Kredittilsynet i dag gi pålegg om å stanse ikke-konsesjonspliktig virksomhet. I medhold av vphl § 12–4 kan det gis pålegg om retting til verdipapirforetak mv. For øvrig antas det at Kredittilsynet vil kunne begjære midlertidig forføyning mot ulovlig praksis etter tvangsfullbyrdelsesloven kapittel 15, jf Ot. Prp. nr. 65 (1997–98) side 7–8 der adgangen drøftes. Med tanke på gjennomføringen av art. 12 nr. 2 litra e), kan det imidlertid reises spørsmål om vilkårene om sikringsgrunn mv. i tvangsfullbyrdelsesloven, medfører at Direktivet er oppfylt. På denne bakgrunn foreslås det at Kredittilsynet gis en mer generell påleggskompetanse i markedsmisbrukstilfeller. Slik kompetanse bør være betinget av en berettiget mistanke og prosessuelt følge forvaltningsrettslige regler slik tilfellet er etter dagens § 12–4 i vphl. Det vises for ordens skyld til kompetansen Konkurransetilsynet besitter etter konkurranseloven §§ 3–10 og 3–11. En generell påleggskompetanse antas også å være tilfredsstillende med tanke på Direktivets regel om midlertidig forbud mot «professional activity» etter art. 12 nr. 2 litra h). Kredittilsynet bemerker at «erhvervsvirksomhet» i den danske versjonen) og at et pålegg som utgangspunkt ikke vil kunne strekke seg lenger enn det som er nødvendig etter forholdene.»

Kredittilsynet foreslår videre en endring i børsløven § 5–9 for å oppfylle direktivets artikkel 12 nr. 2 bokstav f (om suspensjon av handel). Utkastet til ny ordlyd i børsløven § 5–9 lyder:

«Børs kan vedta at et finansielt instrument skal suspenderes fra børsnotering dersom særlige grunner tilsier det. Suspensjonen må ikke vare lenger enn påkrevet og ikke i noen tilfelle ut over 21 dager. Børsens vedtak om suspensjon kan ikke påklages.

Kredittilsynet kan beslutte at børs skal suspendere et finansielt instrument i medhold av første ledd. Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om suspensjon av finansielle instrumenter fra børsnotering.»

Kredittilsynet begrunner forslaget slik:

«Etter Direktivets art. 12 nr. 2 litra f) skal The competent authority kunne «suspend trading of the financial instruments concerned». Kredittilsynet har ikke slik kompetanse i dag.<sup>2</sup> Etter børsløven § 5–9, jf § 6–8 kan børs eller autorisert

markedsplass suspendere et finansielt instrument fra handel hvis «særlige grunner tilsier det». Nærmere regler om suspensjon følger av blant annet børsf kapittel 25. Gitt dagens organisering av verdipapirmerkene er det upraktisk at Kredittilsynet har det operative ansvaret for suspensjon av finansielle instrumenter. For å tilfredsstillende Direktivet antas det imidlertid at børsløven § 5–9 må bygges og Kredittilsynet gis hjemmel for å pålegge suspensjon av finansielle instrumenter.»

Kredittilsynet finner det ikke nødvendig å foreslå en egen lovbestemmelse for å gjennomføre direktivet artikkel 12 nr. 2 bokstav g (om fastfrysing av aktiva), i det gjeldende rett på området anses tilstrekkelig. Det uttales i den forbindelse bl.a.:

«Etter art. 12 nr. 2 litra g) skal tilsynsmyndigheten skal ha adgang til visse former for fastfrysning av aktiva. Kredittilsynet vil etter omstendighetene kunne begjære arrest etter tvangsfullbyrdelseslovens kapittel 14. Vilket i lovens § 14–1 om «et pengekrav» vil avhengig av forholdene være tilfredsstillende gjennom Kredittilsynets adgang til å ilegge vinningsavståelse, jf vphl § 14–2. Kravet om sikringsgrunn vil også etter omstendighetene være oppfylt, jf lovens § 14–2. Kredittilsynet vil formodentlig ikke kunne opptre på vegne av andre som har pengekrav, noe som medfører at fastfrysning på vegne av utenlandske myndigheter synes utelukket. Praktisk sett antas imidlertid ikke dette å være et stort problem. Kredittilsynet antar at muligheten for arrest kombinert med adgangen til bevissikring, tilfredsstillende Direktivet. En egen bestemmelse om fastfrysning av aktiva finnes derved ikke nødvendig.»

#### Høringsinstansenes merknader

ØKOKRIM kan ikke se at alle forslagene fra Kredittilsynet er nødvendig for å gjennomføre direktivet, og det etterlyses en nærmere begrunnelse for forslagene (ut over at de skal gjennomføre direktivet). ØKOKRIM uttaler videre:

«Mht implementeringsforpliktelsene forstår vi det slik: Det sentrale formålet med «competent authorities» fremkommer i fortalens pkt 36; siden flere forskjellige myndigheter i hvert land kan skape forvirring, skal i hvert fall det endelige ansvar for tilsynet med overholdelsen av bestemmelsene, og for internasjonalt samarbeide, samles ett sted (jf også art 11 nr 1). Om kompetanse/beføyelser krever art 12 nr 1 alle de tilsyns- og undersøkelsesbeføyelser som er nødvendige for at organet kan utøve sine funksjoner. Beføyelsene skal utøves «direkte» (art 12

<sup>2</sup> Kredittilsynet foreslo en slik kompetanse i forbindelse med vedtagelse av børsløven, jf Ot. Prp. nr. 73 (1999–2000) side 120.

nr 1 a), «i samarbejde med andre myndigheder eller med markedsvirksomheder» (litra b), «under den kompetente myndigheds ansvar ved uddelegering til sådanne myndigheder eller til markedsvirksomheder» (litra c) eller «ved begjæring til de kompetente retslige myndigheder» (litra d). I parentes bemærket: Sistnevnte uttrykk (på engelsk «the competent judicial authorities») omfatter åpenbart domstolene, slik det forutsettes i høringsnotatets pkt 16.3. Rent språklig, og sammenholdt med ordbruk i andre internasjonale instrumenter, er det imidlertid spørsmål om også påtalemyndighet omfattes. Vi viser særlig til at Den Europeiske konvensjon om gjensidig hjelp i straffesaker (1959), som i hovedbestemmelsen om kompetente rettslige myndigheter i art I benytter «judicial authorities» (norsk «rettshåndhevende myndigheter»). Dette omfatter både domstoler og påtalemyndighet. Hvilke beføyelser «competent authority» som et minimum må kunne benytte – alene eller i slikt samarbeide eller slik begjæring som fremgår av artikkelens nr 1 – fremgår så av art 12 nr 2. Vi stiller på denne bakgrunn spørsmål ved f eks om Kredittilsynet for å tilfredsstille Direktivet må gis hjemmel for å pålegge suspensjon av finansielle instrumenter, jf art 12 nr 2 f, så lenge Oslo Børs har kompetansen og står under Kredittilsynets tilsyn (høringsnotatet side 85).»

Når det gjelder utkastet til bestemmelse om opplysningsplikt og utleveringsplikt til Kredittilsynet, uttaler ØKOKRIM følgende:

«Etter art 2 litra b) skal Kredittilsynet enten direkte eller i samarbeid med annet myndighetsorgan eller ved å delegere ha kompetanse til å «demand information from any person (...) to summon and hear such a person» og etter litra a) «have access to any document in any form whatsoever, and to receive a copy of it».

ØKOKRIM har ikke merknader til at det innføres en forklaringsplikt overfor Kredittilsynet som foreslått.

ØKOKRIM anser det som hensiktsmessig at selvkrimineringsvernet inntas i lovteksten, jf ny § 12–3 femte ledd. Formuleringene i forslaget er imidlertid uklare. «Enhver» kan nekte å forklare seg når det kan utsette «vedkommende» for administrativ sanksjon eller straff. Ordlyden tilsier at vernet kun gjelder for fysisk person som selv kan utsettes for straff. Det kan stilles spørsmål om vernet også gjelder overfor personers forklaringer som kan lede til administrativ sanksjon eller straff for foretak. Det vil også oppstå problemer i forhold til den nærmere regulering av selvkrimineringsvernet, for eksempel i forhold til nærstående, sml strpl § 122, og ytterligere unntak/presiseringer i straffeprosessloven. Det bør derfor etter vår

mening foretas en mer helhetlig vurdering av hvordan selvkrimineringsvernet skal innarbeides.»

ØKOKRIM uttaler følgende om Kredittilsynets foreslåtte kompetanse til å kreve opphør av lovstridig praksis mv.:

«Vi påpeker at tvangsfullbyrdelseslovens alminnelige bestemmelser om midlertidig forføyning og arrest må anses for å gi tilstrekkelig kompetanse til at kravet etter Direktivet er oppfylt, sml Kredittilsynets bemerkninger i notatet s 85. Vi kan ikke se anført gode grunner til at Kredittilsynets kompetanse til å begjære midlertidig forføyning og arrest bør utvides i forhold til de alminnelige regler i tvangsfullbyrdelsesloven. Også i denne forbindelse viser Kredittilsynet til Konkurransetilsynets kompetanse i lignende tilfeller og mener at de to organenes kompetanse bør samsvare. Også her ønsker ØKOKRIM å påpeke den betydelige forskjellen som finnes mellom Kredittilsynets og Konkurransetilsynets saksbehandling og inngrep.»

ØKOKRIM går i mot forslaget om at Kredittilsynet skal kunne ha kompetanse til bevissikring, og uttaler:

«I høringsnotatet foreslås at Kredittilsynet gis kompetanse til bevissikring etter mønster av konkurranseloven. I praksis dreier det seg om et ransakingslignende inngrep som skal kunne anvendes ved rimelig grunn til å anta (altså ikke sannsynlighetsovervekt for) at adferdsbestemmelsene i vphl kap 2 er overtrådt rent objektivt. Dette gjelder også mindre alvorlige overtredelser enn innsidehandel og markedsmanipulasjon. Begrunnelsen synes å være at kompetansen er nødvendig ut fra Norges implementeringsforpliktelser. ØKOKRIM stiller spørsmål om dette er korrekt, og om hvorvidt den foreslått kompetansen er nødvendig eller hensiktsmessig ut fra andre hensyn. Drøftelsen i høringsnotatet på dette punkt fremstår etter vårt syn ikke som tilstrekkelig for å begrunne en så vidtgående fullmakt.

Det kan etter vårt syn stilles spørsmål om formuleringen «on-site inspections» tilsier at Kredittilsynet gis kompetanse til bevissikring som foreslått. Etter vår mening vil naturlig språklig og kontekstuell oversettelse være «stedlig tilsyn» eller «inspeksjon» (hvilket Kredittilsynet er gitt hjemmel til i kredittilsynsloven). Dette er for øvrig etter vårt syn i samsvar med den danske versjonen av direktivbestemmelsen som lyder «kontrollundersøgelser på stedet».

Kredittilsynet anfører for øvrig som argument for at bevissikringshjemmel er påkrevet utfra implementeringsforpliktelser, at man «an-

melder tilfeller av innsidehandel mv til ØKO-KRIM, men har etter dette intet overordnet ansvar for sakens videre gang.» Vi kan ikke se argumentets verdi i denne sammenheng. Det er så langt vi kan se ikke krav etter Direktivet at Kredittilsynet her skal ha det overordnede ansvar i saksbehandlingen. Som nevnt vil implementeringsforpliktelsen etter vårt syn ikke bare være oppfylt dersom Kredittilsynet gis direkte kompetanse, men også om tilsynet gis den aktuelle kompetanse i samarbeid med andre myndighetsorganer, herunder politi/påtalemyndighet.

Forutsatt at norsk lovgiver står fritt i forhold til spørsmålet om innføring av en bevissikringshjemmel for Kredittilsynet, er ØKOKRIMs utgangspunkt at ethvert fornuftig tiltak som er påkrevet for en bedre samlet håndhevelse er at det gode. Men vi stiller spørsmål ved behovet for og hensiktsmessigheten ved at Kredittilsynet gis en slik kompetanse som foreslått. Den klare hovedregelen i norsk rett er at ransaking anses som så inngripende overfor borgerne at det er forbeholdt tilfelle hvor det foreligger skjellig grunn til mistanke om handlinger som kan medføre frihetsstraff, jf straffeprosess § 192. Dette i et straffeprosessuelt regime med et stort antall regler og prinsipper som til sammen utgjør en balansert helhet av beføyelser for myndighetene og rettigheter for den strafforfulgte og andre.

Høringsnotatets forslag er hentet fra konkurranseretten, hvor tilsvarende bestemmelse kom til ved den nå opphevede konkurranseloven av 11. juni 1993 nr 65 (lovens § 6–2) og ble videreført i någjeldende konkurranselov som § 25, etter grundige og omfattende drøftelser i lovforarbeidene. Hovedbegrunnelsen for konkurranselovens bestemmelse er at «erfaringsmessig finnes ikke bevis i offisielle regnskaper og dokumenter som oppbevares i bedriftens ordinære arkiver. Bevisene finnes regelmessig i notater og opptegnelser som holdes utenfor bedriftens vanlige skriftlige materiale. De er dels blandet sammen med personlige dokumenter, f.eks i private mapper, skuffer eller notisbøker. Bevisenes art gjør at de meget lett kan ødelegges når de berørte får den minste mistanke om at de vil bli gjenstand for kontroll», jf Ot prp nr 41(1992–93) og NOU 2003: 12. Bevissikring i private hjem, som er det mest inngripende, er særskilt begrunnet i Konkurransetilsynets erfaring med at «deltakerne i ulovlig prissamarbeid i større utstrekning oppbevarer inkriminerende informasjon hjemme istedenfor i foretakets lokaler», jf NOU 2003: 12.

Vi kan ikke se at de samme hensyn gjør seg gjeldende overfor Kredittilsynet. Transaksjonene er i hovedsak godt dokumenterbare via bl a Verdipapirsentralen og Oslo Børs sitt overvå-

kingssystem (for så vidt gjelder instrumenter notert der). Megler har etter vphl § 9–7 oppgaveplikt og plikt til å foreta lydopptak. Utsteder skal etter forslaget pålegges å føre lister over personer med tilgang til innsideinformasjon etc. Vi viser forøvrig til at konkurranseloven kun gir hjemmel for undersøkelser og reaksjoner overfor foretak, mens verdipapirhandelloven gjelder både overfor foretak og enkeltpersoner. ØKO-KRIM anser etter dette, og utfra det som er anført i høringsnotatet, ikke at det foreligger tilstrekkelige reelle argumenter for at Kredittilsynet skal gis bevissikringskompetanse som foreslått.»

Når det gjelder utkastet § 12–4 om bevissikring, uttaler *Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen* bl.a.:

«Vi registrerer at utkastet til bestemmelse med hensyn til terskelen for når bevissikring kan kreves, er sammenfallende med den nye konkurranseloven § 25, og at det i henhold til forarbeidene til sistnevnte bestemmelse ikke foreligger noe krav til sannsynlighetsovervekt. Vi finner her grunn til å bemerke at dette innebærer et lavere krav til sannsynlighetsovervekt enn det som kreves for ransaking etter straffeprosessloven § 192, uten at dette prinsipielt viktige spørsmålet synes å være kommentert nærmere i Kredittilsynets høringsnotat. Det vises i denne sammenhengen til at terskelen for å kreve bevissikring, herunder i form av adgang til lokaler, eiendommer og boliger, må veies opp mot det kravet om garantier mot myndighetsmissbruk som kan utledes av EMK art. 8 annet ledd.»

*Norske Finansanalytikerens Forening* «setter spørsmålsteget ved høringsnotatets begrunnelse for å legge seg på en strengere linje enn markedsmanipulasjonsdirektivet. Eksempelvis nevnes at man foreslår å fjerne passusen vedrørende lovbestemt taushetsplikt i § 12–2 sjette ledd og at opplysningsplikten etter § 12–3 skal gjelde § 2–4 og 3–2, samt forskrifter gitt i medhold av børslovens § 5–7.»

Ingen andre høringsinstanser har merknader til Kredittilsynets forslag.

#### *Departementets vurdering*

Departementet slutter seg i hovedsak til Kredittilsynets forslag til gjennomføring av direktivets artikkel 12 om tilsynsorganets kompetanse, jf. forslaget § 12–3 (opplysningsplikt ved mistanke om innsidehandel mv.) og § 12–4 (bevissikring). For å endre minst mulig på oppbygning og systematikk i gjeldende verdipapirhandellov kapittel 12, foreslås at

Kredittilsynets forslag til § 12–3 og § 12–4 får nummering som henholdsvis § 12–2 a og § 12–2 b.

Når det gjelder opplysningsplikten, foreslår Kredittilsynet en viss utvidelse i forhold til gjeldende opplysningsplikt i vphl. § 12–2 sjette ledd, bl.a. skal det kunne kreves opplysninger av enhver ved mistanke om overtredelse av verdipapirhandellovens kapittel 2 og 3, samt utkast til børsloven § 5–7. I dag gjelder slik opplysningsplikt bare ved mistanke om overtredelse av innsiddehandelforbudet, taushetsplikten og forbudet mot kursmanipulering. Det fremgår av Kredittilsynets høringsnotat at deler av utvidelsen neppe er nødvendig som følge av våre direktivforpliktelser. Det angis imidlertid ikke klart hvilke deler av bestemmelsen det siktes til, men departementet antar bl.a. at opplysningsplikt overfor Kredittilsynet ved mistanke om overtredelse av vphl. § 2–5 (forslagets § 2–9) om urimelige forretningsmetoder mv. ikke er nødvendig som følge av direktivet. Departementet slutter seg likevel til Kredittilsynets forslag. Det antas at en slik forklaringsplikt vil kunne effektivisere tilsynet med verdipapirhandelkriminalitet, også i forhold til de tradisjonelt mindre alvorlige lovbrudd i verdipapirhandelloven kapittel 2 og 3. Dette anses å være positivt. Det vises videre til at personer som avkreves opplysninger kan nekte å svare på spørsmål dersom svaret vil kunne utsette vedkommende for straff mv., jf. EMK art. 6 nr. 1.

Kredittilsynets foreslår i sitt høringsnotat en endring i forhold til taushetsplikten for teletilbydere i lov om elektronisk kommunikasjon § 2–9. Nærmere bestemt foreslår tilsynet et nytt fjerde punktum i ekomloven § 2–9 om at Samferdselsdepartementet (kan delegeres til Post- og teletilsynet slik det er gjort i forhold til politiet) etter anmodning fra Kredittilsynet kan fritas for taushetsplikten i forhold til teletrafikk, det vil si opplysninger om bruk av telefon og annen telekommunikasjon (historikk over inngående og utgående samtaler mv.). Ved en inkurie falt Kredittilsynets forslag til ny lovtekst om adgang til trafikkdata ut i høringsnotatet av 3. mars 2004. Direktivforpliktelsen og forholdet til gjeldende norsk rett ble imidlertid omtalt i høringsbrevet s. 84 flg. Kredittilsynets forslag baseres på forpliktelsen i direktivet art. 12 nr. 2 bokstav d.

Med henvisning til EØS-forpliktelsens omfang mener Finansdepartementet at kompetansen bør ligge til Kredittilsynet. Departementet viser i tillegg til at det foreligger to nye rettskraftige tingrettskjennelser som slår fast at kredittilsynsloven § 5 annet ledd (begjæring om rettslig bevisopptak) ikke gir hjemmel til å kreve utlevert trafikkdata fra teletilbydere. I høringsnotatet antar Kredittilsynet at trafikkdata kan innhentes i medhold av denne be-

stemmelsen, men notatet ble skrevet før tingretts kjennelser forelå. For det andre følger det av ekomloven § 2–7 annet ledd at trafikkdata som utgangspunkt skal slettes eller anonymiseres av teletilbyder så snart de ikke lenger er nødvendig for kommunikasjons- eller faktureringsformål. Det betyr at tidsaspektet er svært viktig for å unngå bevisforspillelse.

Konkret foreslår Finansdepartementet at Kredittilsynets adgang til å innhente trafikkdata bør fremgå sammen med det allerede eksisterende unntaket fra ekomloven § 2–9 som foreslås videreført i ny vphl. § 12–2 a annet ledd nummer 2 (Kredittilsynets utkast § 12–3 annet ledd). Forslaget fremgår av § 12–2 a annet ledd nummer 3 som sier at det skal foreligge opplysningsplikt overfor Kredittilsynet med hensyn til trafikkdata. Slik opplysningsplikt bør imidlertid bare gjelde i tilfeller hvor Samferdselsdepartementet (eventuelt delegert til Post- og teletilsynet) gir fritak fra teletilbyderens taushetsplikt etter ekomloven § 2–9. Det foreslås lovfestet at det ved vurderingen av om fritak skal gis blant annet skal legges vekt på hensynet til taushetsplikten og sakens opplysning. Kriterier som etter omstendighetene kan være relevante for Samferdselsdepartementets vurdering er hensynet til å unngå bevisforspillelse, mistankens styrke, sakens alvorlighet og hensynet til personvernet og privatlivets fred. Med trafikkdata skal forstås opplysninger om eksisterende opplysninger om bruk av elektronisk kommunikasjon, herunder lister over foretatte inngående og utgående telefonsamtaler på spesifiserte telefonabonnementer mv.

Kredittilsynet foreslår en egen bestemmelse om at «kredittinstitusjoner og finansieringsforetak» skal gi Kredittilsynet «opplysninger om og innsyn i kundeforhold». Etter departementets vurdering er en slik bestemmelse overflødig ved siden av tilsynsl. § 3 annet ledd, jf. også omtale i Ot.prp. nr. 29 (1996–97) s. 145.

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

Som det blant annet fremgår av høringsuttalelsene sitert foran, kan det stilles spørsmål med hensyn til hvilke krav direktivet stiller i forhold til tilsynsmyndighetenes adgang til bevissikring.

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

Det legges også til grunn at direktivet art. 12 nr. 1 bør gjennomføres slik at ikke bare politi/påtalemyndighet har adgang til bevissikring i den type saker som omfattes av markedsmissbruksreglene.

Departementet foreslår derfor at Kredittilsynet gis adgang til å foreta bevissikring etter begjæring overfor domstolene. Det foreslås en bestemmelse om dette i ny vphl. § 12–2 b. Forslaget er i tråd med Kredittilsynets forslag til § 12–4, som er basert på den tilsvarende regelen i konkurranseloven § 25.

Departementet slutter seg videre til at Kredittilsynet skal kunne kreve opphør av ulovlig virksomhet, jf. lovforslaget § 12–4 nytt femte ledd (Kredittilsynets forslag § 12–5 nytt femte ledd). Det vises til at tvangsfullbyrdelsesloven § 15–2 om sikringsgrunn som vilkår for midlertidig forføyning neppe er i samsvar med direktivets mer ubetingede krav om at tilsynsmyndigheten skal kunne forby ervervsvirksomhet, jf. artikkel 12 nr. 2 bokstav h. Det presiseres at slikt forbud ikke vil kunne strekke seg lenger enn det som er nødvendig etter forholdene.

### 17.2.3 Sanksjoner

#### Direktivet

Brudd på markedsmissbruksregelverket skal føre til ileggelse av sanksjoner, jf. fortalens 38. avsnitt første punktum:

«In order to ensure that a Community framework against market abuse is sufficient, any infringement of the prohibitions or requirements laid down pursuant to this Directive will have to be promptly detected and sanctioned»

Direktivets hovedregel om sanksjoner følger av art. 14 nr. 1:

«Without prejudice to the right of Member States to impose criminal sanctions, Member States shall ensure, in conformity with their national law, that the appropriate administrative mea-

asures can be taken or administrative sanctions be imposed against the persons responsible where the provisions adopted in the implementation of this Directive have not been complied with. Member States shall ensure that these measures are effective, proportionate and dissuasive»

Som det fremgår legger Direktivet opp til bruk av så vel strafferettslig som administrative sanksjoner. Det er i art. 14 nr. 3 gitt egne regler om unnlatelsen av å samarbeide ved etterforskning av tilsynsorganet:

«Member States shall determine the sanctions to be applied for failure to cooperate in an investigation covered by Article 12.» I art. 14 nr. 4 er det gitt regler om offentliggjøring av konkrete overtredelser, herunder sanksjonene som vil bli ilagt: «Member States shall provide that the competent authority may disclose to the public every measure or sanction that will be imposed for infringement of the provisions adopted in the implementation of this Directive, unless such disclosure would seriously jeopardise the financial markets or cause disproportionate damage to the parties involved»

Unntaket fra tilsynsmyndighetens offentliggjøringsadgang er snevert, jf. «seriously jeopardise».

Det er gitt en hjemmel i Direktivets art. 14 nr. 2 til å liste opp «the administrative measures and sanctions referred to in paragraph 1».

#### Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet drøfter særskilt om administrative sanksjoner er påkrevd etter direktivet, og konkluderer med at det ikke er et slikt krav under forutsetning av at det finnes effektive og hensiktsmessige strafferettslige sanksjoner. Kredittilsynet drøfter deretter det nærmere forholdet mellom administrative og strafferettslige sanksjoner, og uttaler bl.a.:

«Bestemmelsene i vphl kapittel 2 er straffesanksjonert, jf vphl § 14–3. Etter § 14–2 kan vinningsavståelse ilegges ved overtredelse av blant annet §§ 2–1 første ledd, 2–2 første og andre ledd, 2–3 og 2–5. Vinningsavståelse er ikke en administrativ sanksjon som sådan. Vphl § 14–3 inneholder likevel elementer av denne sanksjonsformen. I NOU 2003:15 drøfter Sanksjonsutvalget bruk av administrative sanksjoner generelt og i tilknytning til enkelte av vphl bestemmelser, jf kapittel 24 om sistnevnte. Forslaget er pr. 1. mars 2004 fortsatt på høring.

Kredittilsynet mener prinsipielt at det bør innføres administrative sanksjoner til erstatning for straffesanksjoner ved en del mindre alvorlige overtredelser av regelverket. Etter gjeldende

rett er det med unntak av vinningsavståelse i de tilfelle hvor det måtte være aktuelt, kun tradisjonell strafferettslig forfølgning som står til rådighet ved overtredelser. Dette er dels lite fleksibelt og skaper dels for høy terskel for oppfølging av lovovertridelser i forhold til et system med administrative sanksjoner. Det vises til Sanksjonsutvalgets utredning om de ulike former for sanksjoner og om utforming og avgrensning av disse. Dette vil kunne gi en raske og mer effektiv oppfølging av mindre alvorlige overtredelser enn ved politianmeldelse og strafferettslig forfølgning. Samtidig vil sanksjonen, for eksempel i form av overtredelsesgebyr, gi en tilstrekkelig merkbar og preventiv reaksjon. Et administrativt sanksjonssystem vil også kunne gi grunnlag for nødvendige reaksjoner overfor overtredelser som er klart kritikkverdige og bør møtes med en reaksjon, men hvor alvorligheten i lovbruddet likevel ikke er slik at det fremstår som riktig eller hensiktsmessig med en strafferettslig forfølgning.

Innføring av administrative sanksjoner for slike overtredelser bør korrespondere med en tilsvarende justering av nivået for de straffbare overtredelser, slik at straffetrusselen begrenses til vesentlige eller gjentatte overtredelser av den aktuelle regel. Det vises her til Sanksjonsutvalgets utredning og forslag til regulering av straff og administrative sanksjoner for brudd på meldeplikten i vphl § 3–1, jf. NOU 2003:15 kapittel 24 og utkastet til endringer i vphl §§ 14–3 og 14–4 (høringsnotatets forslag ikke hensyntatt). De aktuelle administrative sanksjoner var her overtredelsesgebyr og formell advarsel (som blant annet gir grunnlag for strengere reaksjon eller straff ved senere, gjentatt overtredelse). Kredittilsynet mener at tilsvarende regulering bør vurderes innført for ikke vesentlige overtredelser av andre av lovens (og dette forslaget) bestemmelser. Det gjelder flaggereglene, bestemmelsen om taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering, plikten til listeføring og undersøkelsesplikten, samt enkelte av de øvrige adferdsreglene. Også visse former for markedsmanipulasjon i utkanten av bestemmelsens kjerneområde, kan tenkes å ligge til rette for administrativ sanksjonering. Overtredelser av forbudet mot innsiddehandel må imidlertid generelt anses som så alvorlig og vesentlig for tilliten til markedet mv, at straffeforfølgning bør være den normale reaksjonsform. Også for overtredelser av rådgivningsforbudet, som normalt ikke skjer ved uaktsomhet, er det tvil om det er grunnlag for å erstatte deler av straffetrusselen med administrative sanksjoner.

En fornuftig og fremtidsrettet regulering av dette forutsetter imidlertid nødvendig avklaring og regulering også av en del problemer som reiser seg ved bruk av administrative sanksjoner.

Dette gjelder som utredet av Sanksjonsutvalget, særlig forholdet til krav etter den Europeiske Menneskerettighetskonvensjon ved sanksjoner som etter sitt innhold omfattes av konvensjonen. Dette er i utgangspunktet tilfellet ved sanksjoner som drøftet her. Spesielt kan vises til regulering av forbudet mot gjentatt forfølgning, vernet mot selvinkriminering og domstolenes prøvelsesrett, jf. utredningens utkast til nye §§ 52, 53 og 57 i forvaltningsloven. Dette vil være vesentlige forhold ved håndteringen av administrative sanksjoner på de ovennevnte områder. Det synes imidlertid lite hensiktsmessig å forsøke en særregulering av dette i denne sammenheng, uavhengig av hvordan Sanksjonsutvalgets forslag til generell regulering av dette følges opp. Kredittilsynet mener derfor de nærmere vurderinger og forslag til administrative sanksjoner knyttet til vphl kapittel 2 og 3 mv., bør avvete de generelle løsninger som velges. En regulering som foreslått av Sanksjonsutvalget vil også gjøre det vesentlig enklere å fastsette det nærmere innhold, omfang og gjennomføring av ulike administrative sanksjoner knyttet til bestemmelsene i vphl.

Endelig nevnes at forslaget i notatet her om endret regulering av utstederselskapenes løpende informasjonsplikt og kravene til deres informasjonshåndtering, reiser et spørsmål om hensiktsmessigheten av den gjeldende adgang i børsloven for at Oslo Børs kan ilegge offentligrettslige overtredelsesgebyr for brudd på slike krav etter børslov og børsforskrift. Børsens offentligrettslige sanksjonskompetanse bør imidlertid vurderes i en langt bredere sammenheng som også gjelder annet enn sanksjonering av informasjonsplikten mv. Også her må løsningene vurderes i lys av Sanksjonsutvalgets anbefalinger, herunder de generelle motforestillinger som kan reises mot at et privat allmennaksjeselskap skal ha offentlig sanksjonskompetanse av denne art (jf blant annet utredningen side 239–240).»

På denne bakgrunn foreslår Kredittilsynet bare mindre endringer i sanksjonsbestemmelsen i vphl. § 14–2, og uttaler:

«Når det gjelder vinningsavståelse bør bestemmelsen utvides og omfatte (herunder forskrift gitt i medhold av straffeбудene):

- § 2–3 første ledd (innsiddehandelsforbudet)
- § 2–4 (taushetsplikten)
- § 2–6 (undersøkelsesplikten)
- § 2–7 (rådgivningsforbudet)
- § 2–8 første ledd (forbudet mot markedsmanipulasjon)
- § 2–9 (forbudet mot urimelige forretningsmetoder)

- § 2–10 (krav til utarbeidelse og formidlig av analyser og investeringsanbefalinger)

For øvrig foreslås § 14–2 videreført. Som i dag foreslås det at innsidehandel og markedsmanipulasjon skal være straffesanksjonert med bøter eller fengsel inntil seks år, jf § 14–3 første ledd. Skyldkravet bør som i dag være uaktsomhet eller forsett. De øvrige bestemmelsene i forslaget til kapittel 2 i vphl er mindre alvorlige. Straffen for overtredelse av disse kan etter Kredittilsynets oppfatning fremkomme av § 14–3 andre ledd som følger:

- §§ 2–4, 2–7, 2–11 (rapporteringsplikten) og 2–13 (opplysningsplikten) av nr. 1
- § 2–6 av nr. 2
- §§ 12–4 (bevis sikring) og § 12–5 (pålegg) av nr. 5
- §§ 2–5 (plikt til å føre innsidelister), 2–9 og 2–10 av nr. 6

Skyldkravet i § 14–3 andre ledd bør som i dag være uaktsomhet eller forsett. Det må presiseres at det kan ilegges straff for overtredelse av forskift gitt i medhold av de aktuelle bestemmelsene.»

#### Høringsinstansenes merknader

ØKOKRIM støtter Kredittilsynets forslag om å utvide virkeområdet for bestemmelsen om vinningsavståelse. ØKOKRIM støtter også forslaget om å avvente behandlingen av Sanksjonslovutvalgets utredning (NOU 2003:15) før det foreslås ytterligere administrative sanksjoner for overtredelse av verdipapirhandellovens bestemmelser, og uttaler videre:

«Vi vil likevel bemerke allerede nå at vi antar det vil være meget positivt for den samlede håndhevingen at Kredittilsynet gis kompetanse til å ilegge administrative sanksjoner slik disse skisseres i NOU 2003:15. Vi bemerker også at spørsmål knyttet til en mulig kompetansedeling mellom Kredittilsynet og politi/påtalemyndighet av flere grunner bør være gjenstand for grundig gjennomgang og vurdering.»

Norges Fondsmeglerforbund er på generelt grunnlag opptatt av skyldkrav ved illeggelse av sanksjoner, og ber i den forbindelse om en avklaring av adgangen til og eventuelle konsekvenser av å oppstille skyldkrav ved overtredelse av administrative sanksjoner.

Ingen andre høringsinstanser har merknader til Kredittilsynets forslag

#### Departementets vurdering

Direktivets ordlyd krever at det i samsvar med nasjonal rett innføres passende administrative sanksjoner («sanctions») eller andre tiltak («measures») for å sikre overholdelse av nasjonale bestem-

melser som gjennomfører direktivet. Direktivet begrenser ikke medlemsstatenes adgang til å fastsette strafferettslige sanksjoner.

Kredittilsynet foreslår enkelte justeringer i bestemmelsen om vinningsavståelse i vphl. § 14–2, slik at de sentrale pliktregler i loven som skal gjennomføre direktivets pliktregler etter omstendighetene kan omfattes av bestemmelsens virkeområde. Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag. Departementet legger til grunn at vinningsavståelse etter vphl. § 14–2 kan anses som en administrativ sanksjon eller annet tiltak som nevnt i direktivets artikkel 14 nr. 1. Etter departementets vurdering sikrer derfor vphl. § 14–2 og lovens øvrige bestemmelser (herunder straffebestemmelser) at det er etablert et sanksjons- og reaksjonsregime som oppfylder direktivets minimumskrav. Etter vphl. § 14–2 kreves uaktsom eller forsettlig overtredelse for å kunne pålegge vinningsavståelse. I den forbindelse nevnes at direktivet ikke synes å være til hinder for at det oppstilles et vilkår om skyld ved illeggelse av administrative sanksjoner, jf. Fondsmeglerforbundets merknad om dette. Departementet legger for øvrig til grunn at vphl. § 14–2 er i samsvar med de krav til nasjonal lovgivning som følger av EMK artikkel 6, jf. også menneskerettsloven § 2, jf. § 3.

I NOU 2003: 15 foreslås et mer generelt rammeverk ved bruk av administrative sanksjoner. Departementet legger i likhet med Kredittilsynet og ØKOKRIM til grunn at det i forbindelse med oppfølgingen av Sanksjonslovutvalgets forslag vil skje en samlet gjennomgang av aktuelle administrative sanksjoner, herunder administrative sanksjoner ved brudd på verdipapirhandellovens ulike pliktregler. Det foreslås derfor ikke ytterligere lovendingsforslag på dette området nå.

#### 17.2.4 Samarbeid

##### Direktivet

Direktivet legger opp til utstrakt samarbeid mellom medlemsstatenes tilsynsmyndigheter, jf. fortalens 40. avsnitt:

«Increasing cross-border activities require improved cooperation and a comprehensive set of provisions for the exchange of information between national competent authorities. The organisation of supervision and of investigatory powers in each Member State should not hinder cooperation between the competent national authorities»

De nærmere reglene om samarbeid følger av art. 16. Utgangspunktet er som følger:

«Competent authorities shall cooperate with each other whenever necessary for the purpose of carrying out their duties, making use of their powers whether set out in this Directive or in national law. Competent authorities shall render assistance to competent authorities of other Member States. In particular, they shall exchange information and cooperate in investigation activities»

Sentralt i tilsynssamarbeidet er utveksling av informasjon. Art. 16 gir i tillegg detaljerte bestemmelser om etterforskning, bistand, rapportering mellom tilsynsorganene, tvisteløsning mv.

I følge art. 16 nr. 2 skal relevante opplysninger innhentes av et lands tilsynsorgan hvis et annet medlemslands tilsynsmyndighet ber om dette:

«Competent authorities shall, on request, immediately supply any information required for the purpose referred to in paragraph 1. Where necessary, the competent authorities receiving any such request shall immediately take the necessary measures in order to gather the required information»

Etter art. 16 nr. 4 skal en medlemsstats tilsynsorgan iverksette etterforskning av antatte markedsmissbrukstilfeller, på anmodning fra et annet medlemslands tilsynsmyndighet:

«A competent authority of one Member State may request that an investigation be carried out by the competent authority of another Member State, on the latter's territory.

It may further request that members of its own personnel be allowed to accompany the personnel of the competent authority of that other Member State during the course of the investigation.

The investigation shall, however, be subject throughout to the overall control of the Member State on whose territory it is conducted»

Tilsynsmyndigheten som anmoder at etterforskning iverksettes, har rett til å la sine tjenestemenn delta i etterforskningen. Hjemlandets tilsynsorgan vil likevel ha det overordnede ansvaret for undersøkelsene.

Unntak fra samarbeidsplikten foreligger i korte trekk når, jf. art. 16 nr. 2 og nr. 4:

- «communication might adversely affect the sovereignty, security or public policy of the Member State addressed,
- judicial proceedings have already been initiated in respect of the same actions and

against the same persons before the authorities of the Member State addressed, or

- where a final judgment has already been delivered in relation to such persons for the same actions in the Member State addressed»

Når det gjelder tvisteløsning vises det til at de aktuelle EØS-tilsynsmyndighetene (med unntak av Liechtensteins) deltar i CESR hvor også Kredittilsynet er medlem, jf. vedlegg 19.1 der Direktivet er inntatt.

#### *Kredittilsynets forslag*

Kredittilsynet foreslår ingen egen lovbestemmelse til gjennomføring av direktivets bestemmelser om samarbeid med andre tilsynsmyndigheter, og uttaler bl.a.:

«Direktivets regler om tilsynssamarbeid i art. 16 medfører i første rekke en folkerettslig forpliktelse for Norge. Flere av bestemmelsene retter seg ikke mot norske borgere direkte. Bestemmelser i Direktivet som bare retter seg mot tilsynsmyndighetene i medlemslandene, behøver som hovedregel ikke å gjennomføres i norsk lov eller forskrift. Art. 16 er i utgangspunktet en slik bestemmelse. Norske borgers plikter overfor myndighetene må imidlertid ha hjemmel i lov eller forskrift. Slik hjemmel er nødvendig for å gjennomføre reglene i art. 16 om opplysningsplikt og etterforskning.

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

#### *Høringsinstansenes merknader*

Ingen høringsinstanser har merknader til Kredittilsynets forslag.

#### *Departementets vurdering*

Departementet slutter seg til Kredittilsynets vurdering.



## 18 Sikkerhetsstillelse for verdipapirforetak

### 18.1 Innledning

Verdipapirforetak skal i følge lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (vphl.) § 8–13 ha en forsikring eller annen sikkerhet som dekker ansvar foretaket kan pådra seg ved utøvelsen av sin virksomhet. Nærmere regler er gitt i forskrift 14. oktober 1996 nr. 983 om sikkerhetsstillelse for verdipapirforetak (forskriften). Den vanlige innretningen etter kravene til sikkerhetsstillelse har vært at verdipapirforetakene har inngått individuelle avtaler med en garantist, som oftest en bank, om at garantisten skal innestå for oppfyllelse av verdipapirforetakets ansvar.

Reglene om sikkerhetsstillelse er gitt bl.a. for å gjennomføre EØS-reglene som svarer til europaparlaments- og rådsdirektiv 97/9/EF om erstatningsordninger for investorer (ICS-direktivet).

EFTAs overvåkningsorgan (EFTA Surveillance Authority (ESA)) reiste spørsmål ved om adgangen etter norsk rett til å begrense sikkerheten oppad til 25 millioner kr (jf. forskriften § 5 første ledd annet punktum) er i samsvar med art. 4 første ledd i ICS-direktivet, jf. åpningsbrev (letter of formal notice) 10. desember 2001 og grunngitt uttalelse (reasoned opinion) 11. april 2003. Forskriften § 5 første ledd annet punktum (25-millionersbegrensningen) ble opphevet med virkning fra 1. januar 2004, jf. endringsforskrift 19. desember 2003 nr. 1644.

Opphevelsen av denne begrensningen nødvendiggjør andre endringer i gjeldende rett. Finansdepartementet ba i brev 23. januar 2004 Kredittilsynet utarbeide et høringsnotat med forslag til endringer i verdipapirhandelloven § 8–13. Kredittilsynet ble bl.a. bedt om å vurdere en kollektiv sikringsordning som kan erstatte dagens ordning med individuelle garantier. Videre ble Kredittilsynet bedt om å utarbeide forslag til endringer i/eventuelt ny forskrift om sikkerhetsstillelse for verdipapirforetak.

### 18.2 Gjeldende rett

Det følger av vphl. § 8–13 første ledd at verdipapirforetak skal ha en forsikring eller annen sikkerhet som dekker ansvar foretaket kan pådra seg ved ut-

øvelsen av sin virksomhet. Skadelidte kan kreve dekning direkte fra den som har stilt sikkerheten uten først å ha rettet kravet mot foretaket. Sikkerhetsstilleren kan ikke gjøre gjeldende andre innsigelser overfor skadelidte enn de innsigelser verdipapirforetaket selv har i forhold til skadelidte, jf. annet ledd.

Etter tredje ledd er departementet gitt kompetanse til å gi nærmere regler om forsikring eller annen sikkerhet etter bestemmelsen, herunder om sikkerhetens størrelse og dekningsfelt, hvem som skal anses som skadelidt og hvordan verdipapirforetaket og sikkerhetsstilleren skal behandle krav som kreves dekket av sikkerheten.

Etter fjerde ledd kan departementet bestemme i hvilken grad reglene om sikkerhet skal gjelde for kredittinstitusjoner eller utenlandske foretak som yter investeringstjenester i Norge. Videre kan departementet bestemme at enkelte grupper av investorer eller enkelte typer krav ikke behøver å være dekket av sikkerheten.

Bestemmelsen er omtalt bl.a. i Ot.prp. nr. 15 (1995–96) punkt 3.3.6.4.

Det er som nevnt gitt nærmere regler om sikkerhetsordningen i forskrift 14. oktober 1996 nr. 983 om sikkerhetsstillelse for verdipapirforetak (forskriften). Forskriften inneholder bl.a. regler omsikkerhetens form, hva sikkerheten dekker, hvilken sikkerhetsstiller som er ansvarlig, sikkerhetens størrelse, krav til sikkerheten og verdipapirforetakets informasjonsplikt overfor kunder. Etter forskriften skal sikkerheten også dekke virksomhet som norske verdipapirforetak utøver i annen EØS-stat grensekryssende eller gjennom filial og virksomhet som drives gjennom filial utenfor EØS-området.

Det følger av forskriften § 5 første ledd første punktum at sikkerheten skal være på minst 200 000 kr pr. investor pr. skadetilfelle. Forskriften § 5 første ledd ble endret 19. desember 2003 ved at adgangen til å begrense den samlede sikkerhetsstillelsen oppad til 25 millioner kr ble tatt ut av forskriften, jf. ovenfor.

Etter lov 12. juni 1981 nr. 52 om verdipapirfond (verdipapirfondloven) § 2–1 annet ledd kan forvaltningsselskap med tillatelse til å drive verdipapirfondsforvaltning også gis tillatelse til å drive virk-

somhet som beskrevet i vphl. § 1–2 første ledd nr. 3, dvs. aktiv forvaltning. For forvaltningsselskap med tillatelse til å drive aktiv forvaltning gjelder krav om sikkerhetsstillelse i vphl. § 8–13 med tilhørende forskrift, jf. verdipapirfondloven § 2–1 annet ledd annet punktum.

Det vises for øvrig til Kredittilsynets høringsnotat kapittel 2.

### 18.3 EØS-rett

Europaparlaments- og rådsdirektiv 97/9/EF om erstatningsordninger for investorer (ICS-direktivet) ble vedtatt 3. mars 1997. Direktivet ble inntatt i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning nr. 12/98 av 6. mars 1998 om endring av EØS-avtalen vedlegg IX (Finansielle tjenester). ICS-direktivet ble vedtatt bl.a. for å sikre et harmonisert minimumnivå for beskyttelse av investorer i tilfelle et investeringsforetak ikke er i stand til å overholde sine forpliktelser overfor sine investorkunder (fortalen punkt 4). Direktivet kan anses som et komplement til rådets direktiv 93/22/EF om investeringstjenester (investeringstjenestedirektivet). Generelt sett stiller direktivet visse minimumskrav til erstatningsordning(e), men tillater for øvrig at sikringsordningen i ulike land kan ha ulik utforming.

Ifølge direktivet art. 2 skal det innføres og godkjennes en eller flere erstatningsordninger for investorer. ICS-direktivet art. 2 nr.1 krever at verdipapirforetak som får tillatelse til å drive investeringsvirksomhet, skal være tilsluttet en erstatningsordning. Investeringsvirksomhet defineres i ICS-direktivet art. 1 nr. 2 som enhver investeringstjeneste som definert i art. 1 i ISD-direktivet (direktiv 93/22/EØF) og tjeneste som nevnt i nr. 1 i vedlegget til ISD-direktivet. ISD-direktivet art. 1 nr. 1 jf. vedlegget del A omfatter tilsvarende tjenester som megling, egenhandel, aktiv forvaltning og tjenester i forbindelse med emisjoner (jf. tilsvarende i vphl. § 1–2 første ledd nr. 1–4). Vedlegget del C nr. 1 omfatter oppbevaring og forvaltning av finansielle instrumenter (jf. tilsvarende i vphl. § 8–1).

Etter ICS-direktivet retter dekningsordningen seg i prinsippet mot alle kategorier investorer, jf. art. 1 nr. 4, hvoretter det med investor skal forstås enhver person som har betrodd midler eller instrumenter til et verdipapirforetak i forbindelse med investeringsvirksomhet. I fortalen nevnes imidlertid at direktivet skal sikre et minimumnivå for beskyttelse for små investorer (fortalen punkt 4). Etter direktivet kan visse investorer utelates fra ordningens dekning eller gis et lavere dekningsnivå, jf. art. 4 nr.

2 og vedlegg I. Investorer som kan utelukkes er bl.a. profesjonelle og institusjonelle investorer, staten og andre foretak i samme foretaksgruppe.

Det skal iht. art. 2 gis dekning for krav som skyldes et verdipapirforetaks manglende evne til å betale tilbake midler som investorene har til gode eller eier, og som oppbevares på deres vegne i forbindelse med investeringsvirksomhet. Videre omfattes manglende evne til å levere tilbake instrumenter som tilhører investorene, og som oppbevares, administreres eller forvaltes på deres vegne i forbindelse med investeringsvirksomhet. Investorene har rett til dekning når vedkommende myndigheter har konstatert at et verdipapirforetak ikke er i stand til å overholde sine forpliktelser som skriver seg fra investorenes krav eller når det foreligger en rettslig avgjørelse som innebærer at investorenes mulighet til å framsette krav overfor foretaket innstilles (art. 2.2.) Dekningen skal være på minst 20.000 euro for hver investor (art. 4.1). Det kan opprettholdes eller vedtas bestemmelser som gir større eller mer omfattende dekning (art. 4.3).

Den finansielle og administrative oppbyggingen av erstatningsordningen reguleres ikke direkte i direktivet. I direktivets fortale forutsettes imidlertid at kostnadene ved å finansiere slike ordninger i prinsippet må dekkes av verdipapirforetakene selv, og at ordningers finansieringskapasitet må stå i forhold til deres forpliktelser (fortalen punkt 23).

ICS-direktivet inneholder for øvrig bestemmelser om bl.a. fremgangsmåte (art. 5, 6), underrettelse og informasjon til investorer (art. 9, 10) og om dekning ved filialvirksomhet (art. 7, 11).

### 18.4 Generelt om Kredittilsynets høringsnotat

Kredittilsynet oversendte ved brev til Finansdepartementet 20. februar 2004 et høringsnotat med forslag til etablering av en kollektiv sikringsordning for verdipapirforetak mv. ved endringer i verdipapirhandelloven § 8–13. Høringsnotatet inneholder bl.a. en oversikt over gjeldende individuelle garantiordning, omtale av organiseringen av sikringsordningene i Sverige og Danmark, Kredittilsynets vurdering av alternative løsninger og et forslag til etablering av en kollektiv sikringsordning for verdipapirforetak i Norge, herunder en gjennomgang av nødvendige lovendringer som følge av forslaget. Kredittilsynets forslag blir nærmere omtalt i punkt 18.6 nedenfor.

Det fremgår av høringsnotatet at den nærmere regulering av en kollektiv sikringsordning forutset-

tes å skje gjennom forskrift. Kredittilsynet vil senere utarbeide forslag til slik forskrift. Forskriftsforslaget vil bli sendt på høring.

Høringsnotatet følger som uttrykt vedlegg til proposisjonen.

## 18.5 Høringen

Ved brev 3. mars 2004 sendte Finansdepartementet Kredittilsynets høringsnotat på høring. Høringsnotatet ble sendt til følgende instanser:

- Den norske Advokatforening
- Finansieringsselskapenes forening
- Finansnæringens Hovedorganisasjon
- Forbrukerombudet
- Handels- og Servicenæringens Hovedorganisasjon
- Justis- og politidepartementet
- Konkurransetilsynet
- Kredittilsynet
- Nord Pool ASA
- Norges Bank
- Norges Fondsmeglerforbund
- Norske Finansanalytikeres Forening
- Norske Finansmegleres Forening
- Norske Forsikringsmegleres Forening
- NOS Clearing ASA
- Nærings- og handelsdepartementet
- Næringslivets Hovedorganisasjon
- Oslo Børs
- Sparebankforeningen i Norge
- Verdipapirfondenes Forening
- Verdipapirsentralen

Følgende instanser har gitt merknader til høringsnotatet:

- Finansnæringens Hovedorganisasjon
- Justisdepartementet
- Norges Bank
- Norges Fondsmeglerforbund
- Sparebankforeningen

Øvrige instanser har ikke svart eller opplyst at de ikke har merknader.

Høringsuttalelsene følger som uttrykt vedlegg til proposisjonen.

## 18.6 Nærmere om Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet har i høringsnotatet kapittel 3 gjort rede for Kredittilsynets vurdering av om ordningen

med individuelle garantier kan opprettholdes når adgangen til å sette en øvre begrensning på garantien er fjernet fra forskriften. Etter Kredittilsynets oppfatning er det på grunn av vesentlige usikkerhetsmomenter mht. kostnader og verdipapirforetakenes muligheter for å få etablert garantier, nødvendig å endre dagens ordning. Kredittilsynet uttaler i den forbindelse bl.a.:

«Når beløpsbegrensningen er tatt ut av forskriften, må garantisten på annen måte beregne maksimalansvaret under garantien. En slik beregning vil være nødvendig både for å vite hvilken kredittrisiko finansinstitusjonen har på foretaket og for å kunne fastsette en pris for garantien. Spørsmålet er imidlertid om det finnes et godt nok grunnlag for at garantisten kan foreta en forsvarlig risikovurdering. Når ikke selve garantiansvaret er beløpsbegrenset, annet enn pr. investor pr. skadetilfelle, kunne et alternativ være at finansinstitusjonen stiller krav til foretaket eksempelvis om en grense for hvor mange kunder foretaket skal ha som er dekket under garantien. Overfor investorene vil imidlertid forskriften kreve at sikkerhetsstiller er ansvarlig for minimum kr 200.000 pr. investor pr. skadetilfelle. Garantist og foretak kan ikke inngå en avtale om maksimal begrensning av garantistens ansvar med virkning overfor investor med mindre forskriften gir adgang til det. I Kredittilsynets brev til departementet av 11. juni 2002 er det vist til uttalelser Kredittilsynet tidligere har mottatt fra bransjeorganisasjonene. FNH uttalte bl.a.:

Etter FNHs syn vil det ikke være forenlig med forsvarlig kredittpraksis å stille ubegrensede garantier for norske verdipapirforetak. Garantistillelse uten en øvre begrensning er umulig å risikovurdere på en god måte og blir dermed også svært vanskelig å prise for garantistilleren. En underliggende avtale med det enkelte verdipapirforetak om hvor mange kunder verdipapirforetaket maksimalt skal kunne ha, hvor dekningen er begrenset til kr 200.000 pr. investor pr. skadetilfelle, vil ikke representere noen absolutt begrensning på ansvaret til garantistilleren. Avtalen mellom garantistiller og verdipapirforetak vil ikke være forpliktende for verdipapirforetakets kunder som kan gjøre krav mot garantien.

Norges Fondsmeglerforbund (NMF) uttalte:

Det er en entydig tilbakemelding fra garantistillere at det ikke er mulig å få stilt garanti uten beløpsgrense verken med dagens dekningsområde eller med det samme dekningsområde som EU-garantien.

#### Videre anfører NMF:

Dersom det ikke er mulig, eller svært vanskelig, å fastsette den faktiske risikoeksponering, vil det være tilnærmet umulig å foreta en forsvarlig kredittvurdering. Interne regler om fullmakter, rapportering av bevilget og faktisk eksponering med videre, vil også forutsette at total kreditttramme er fastsatt. ... Derneft vil det bli svært vanskelig å provisjonsberegne slike garantier. Bankene vil måtte anslå den reelle risiko, med tillegg av en betydelig margin, og benytte denne som grunnlag for provisjonen. Dette vil etter all sannsynlighet medføre at verdipapirforetakene får en betydelig forhøyet kostnad. Dessuten ville oppfølgingen av en slik garanti bli omfattende. ... En slik oppfølging vil være kostnadskreven, og igjen føre til en forhøyet kostnad for verdipapirforetakene. Dersom det ble innført et krav om ubegrenset garanti, ville muligheten for etablering av nye verdipapirforetak bli sterkt redusert. Sannsynligheten for at en bank ville stille en slik garanti for et nytt foretak uten historisk dokumentasjon for gode rutiner og prosedyrer, er meget liten. Videre vil det være grunn til å anta at verdipapirforetak eiet av bank eller annen finansinstitusjon vil få en fordel, idet eierinstitusjonen antagelig kun vil skaffe disse foretakene en slik garanti, mens de frittstående ikke vil kunne påregne dette.

Konklusjon: Kredittilsynet uttalte følgende i brev til departementet datert 11. juni 2002:

Kredittilsynet konstaterer at bransjeorganisasjonene i sine vurderinger konkluderer med at en fjerning av den øvre grensen for samlet erstatningsutbetaling fra sikkerhetsstiller, medfører at det vil bli umulig for norske banker å tilby sikkerhetsstillelse i henhold til verdipapirhandelloven § 8–13. Bransjeorganisasjonene peker spesielt på at garantistillelse uten en øvre begrensning er umulig å risikovurdere på en god måte og blir svært vanskelig å prise. ... I henhold til ovennevnte er det Kredittilsynets oppfatning at på grunn av vesentlige usikkerhetsmomenter mht. kostnader og verdipapirforetakenes muligheter for å få etablert garantier, vil det være nødvendig å endre dagens ordning dersom ESA kommer frem til at den norske ordningen ikke er i samsvar med ICS.

Kredittilsynet legger ovennevnte til grunn også i dette høringsnotatet. Kredittilsynet legger for øvrig til grunn at tilsvarende usikkerhetsmomenter vil kunne gjøre seg gjeldende dersom kravet om sikkerhet søkes gjennomført ved en forsikring.»

I høringsnotatet kapittel 4 er det gjort rede for organiseringen av erstatningsordningen i Sverige og Danmark.

I høringsnotatet kapittel 5 vurderer Kredittilsynet alternative løsninger i forhold til gjeldende individuelle ordning. Kredittilsynet har vurdert muligheten for å opprettholde individuelle garantier, bl.a. ved å innføre en betryggende garanti godkjent av Kredittilsynet som alternativ til begrensning oppad, redusere dekningsområdet, eller kombinere individuelle ordninger med et fond. Etter Kredittilsynets oppfatning er det vanskelig å opprettholde et system med individuelle garantier mellom garantist og foretak, når adgangen til å sette et øvre tak på garantiene er fjernet (høringsnotatet punkt 5.2). Kredittilsynet foreslår å etablere en kollektiv sikringsordning for investorer organisert innenfor én fondsordning (høringsnotatet punkt 5.4).

I høringsnotatet kapittel 6 omtaler Kredittilsynet nærmere forslaget om å etablere en fondsordning og behovet for endringer i regleverket. Kredittilsynet foreslår at ordningen skal hete «Verdipapirforetakenes Sikringsordning». Kredittilsynet mener en bør ta sikte på en viss kapitaloppbygging i et fond, og at medlemmene bør være ansvarlige for fondets finansiering på grunnlag av en beregning av det enkelte medlems forpliktelser overfor fondet. Kredittilsynets forslag omtales nærmere nedenfor.

#### Rettslig grunnlag

Kredittilsynet foreslår at en kollektiv sikringsordning for verdipapirforetak reguleres i verdipapirhandelloven. Etter Kredittilsynets oppfatning gir gjeldende vphl. § 8–13 ikke tilstrekkelig rettslig grunnlag til å innføre kollektiv sikringsordning. Kredittilsynet har derfor vurdert og foreslått endringer i vphl. § 8–13. Kredittilsynet legger til grunn at nærmere regler om sikringsordningen kan gis i forskrift.

#### Virkeområde

Kredittilsynet foreslår at verdipapirforetak med konsesjon til investeringstjenestene nevnt i vphl. § 1–2 første ledd nr. 1–4 plikter å være medlem av sikringsordningen. Kredittilsynet uttaler bl.a. (høringsnotatet punkt 6.1.2.1):

«ICS angir hvilken investeringsvirksomhet som krever sikkerhetsstillelse ved en henvisning til definisjonen av investeringstjenester i direktiv 93/22/EØF (Investeringsstjenedirektivet, ISD) og tjenesten nevnt i vedlegget til ISD del C nr. 1. (Oppbevaring og forvaltning av finansielle instrumenter.) Etter ISD er markedsføring av finansielle instrumenter ikke en konsesjonspliktig investeringstjeneste. Et foretak som tilbyr

markedsføring av finansielle instrumenter, vil heller ikke være å anse som et verdipapirforetak i relasjon til ISD eller ICS. Følgelig er markedsføring av finansielle instrumenter ikke en investeringstjeneste som krever sikkerhetsstillelse.

Etter ICS er det investeringsforetak (dvs. verdipapirforetak i vphl.) som har plikt til å delta i en sikringsordning. Dette vil i henhold til ICS art 1 nr. 1 omfatte foretak som har tillatelse i samsvar med ISD samt kredittinstitusjoner. Etter ISD kan verdipapirforetak med konsesjon til en eller flere investeringstjenester også gis tillatelse til å tilby de tilknyttede tjenester nevnt i vedlegget del C, herunder oppbevaring og forvaltning av finansielle instrumenter. ISD åpner imidlertid ikke for å gi et foretak tillatelse bare til de tilknyttede tjenester som er nevnt i vedlegget del C. Følgelig kan det legges til grunn at ICS-direktivet ikke krever sikkerhetsstillelse for et foretak som bare tilbyr tilknyttet tjeneste i vedlegget til ISD del C nr. 1. Kredittilsynet legger til grunn at for et foretak som tilbyr markedsføring og samtidig slik virksomhet som er angitt i vphl. § 8–1 første ledd nr. 1, vil det etter ICS ikke være krav om sikkerhetsstillelse for verken markedsføringen eller tilleggstjenesten.

I henhold til ICS art 7 skal en erstatningsordning for investorer også dekke investorer i filialer opprettet i en annen EØS-stat. På samme måte som forskriften § 3 bestemmer at sikkerheten også skal dekke et norsk foretaks virksomhet som utøves grensekryssende i EØS eller ved filial innenfor eller utenfor EØS, bør dette videreføres gjennom forskriftsregulering for en kollektiv ordning.»

Kredittilsynet legger til grunn at det ikke er behov for å presisere nærmere i forslaget at forvaltningsselskap for verdipapirfond med tillatelse til å drive aktiv forvaltning skal være medlemmer av ordningen, jf. verdipapirfondloven § 2–1 annet ledd.

Kredittilsynets forslag innebærer videre at verdipapirforetak organisert innenfor *banker* plikter å være medlem av sikringsordningen.

Kredittilsynet uttaler bl.a.:

«I dag skal verdipapirforetak som er organisert innenfor en bank, stille sikkerhet på linje med ordinære verdipapirforetak. Krav fra investorer som følge av investeringstjenester i bankens verdipapirforetak, vil være omfattet av sikkerhetsstillelsen for verdipapirforetak. I tillegg skal bankene være tilsluttet en av banksikringsordningene. ICS krever ikke at en kredittinstitusjon skal være tilsluttet to atskilte ordninger dersom en enkelt ordning oppfyller kravene både i direktivet om innskuddsgarantiordning og i direktivet om investorkompensasjon. Sikringsfondene skal sikre ordinære bankinnskudd,

herunder visse tilgodehavende, jf. under punkt 5.2.1. Kredittilsynet har ikke vurdert nærmere hvorvidt det, for bankers vedkommende, vil kunne være midler som er dekket av både banksikringsordningen og investorkompensasjonsordningen, men medlemskap i et av sikringsfondene er ikke tilstrekkelig til å oppfylle alle krav i direktivet om investorkompensasjon. Dette innebærer at også verdipapirforetak organisert innenfor banker, må delta i en kollektiv sikringsordning.

Det følger av vphl. § 8–13 fjerde ledd at departementet kan bestemme i hvilken grad reglene om sikkerhet skal gjelde for kredittinstitusjoner. Etter Kredittilsynets oppfatning følger det allerede av første ledd at kredittinstitusjoner skal stille sikkerhet for investeringstjenestevirksomheten. «Verdipapirforetak» i første ledd omfatter også kredittinstitusjon som har tillatelse til å yte investeringstjenester. Det vises til vphl. § 1–3 første ledd og § 7–2 første ledd som definerer hvilke typer foretak som kan tilby investeringstjenester. Bestemmelsen i fjerde ledd skulle i utgangspunktet strengt tatt ikke være nødvendig. Noen særregler for kredittinstitusjoner er heller ikke gitt i forskriften pr. i dag. Kredittilsynet ser imidlertid ikke bort fra at bestemmelsen kan komme til anvendelse under henvisning til at kredittinstitusjoner (banker) også er underlagt banksikringsordningen. Dersom det skulle skje endringer i banksikringsordningen, kunne det være aktuelt å vurdere om kredittinstitusjoner fortsatt skulle være omfattet av sikringsordningen for investeringstjenester.»

Etter gjeldende vphl. § 8–13 fjerde ledd første punktum kan departementet bestemme i hvilken grad reglene om sikkerhet skal gjelde for kredittinstitusjoner. Denne kompetansen er hittil ikke benyttet. Kredittilsynet viser bl.a. til at det på bakgrunn av eventuelle endringer i banksikringsordningen vil kunne være aktuelt å vurdere om kredittinstitusjoner fortsatt skulle være omfattet av sikringsordningen for investeringstjenester. Videre viser Kredittilsynet til ICS-direktivet art. 2, der det fremgår at en kredittinstitusjon kan fritas for kravet om å være tilsluttet erstatningsordningen for investorer, dersom kredittinstitusjonen allerede er fritatt etter særlige regler i direktiv 94/19/EF om innskuddsgarantiordning. Kredittilsynet foreslår på denne bakgrunn å videreføre gjeldende hjemmel i vphl. § 8–13 fjerde ledd til at det i forskrift kan fastsettes særskilte regler for kredittinstitusjoner (jf. lovutkastet § 8–13 fjerde ledd).

Kredittilsynet foreslår å videreføre en forskriftshjemmel til å regulere virkeområdet for sikringsordningen for *utenlandske foretak* som yter investeringstjenester i Norge, jf. lovutkastet § 8–13 fjerde ledd.

### Dekningsområde

Kredittilsynet viser til at dekningsområdet under sikkerheten i dag dels er angitt i vphl. § 8–13 og dels i forskriften § 3. Kredittilsynet mener at dekningsområdet under den nye sikringsordningen bør endres i samsvar med dekningsområdet etter ICS-direktivet. Kredittilsynet uttaler bl.a. (høringsnotatet punkt 6.1.4):

«Kredittilsynet er imidlertid av den oppfatning at det ikke bør opprettholdes et bredt dekningsområde for norske foretak dersom ikke særskilte grunner taler for dette. Det vises i den forbindelse til at det etter Kredittilsynets vurdering ikke er forsvarlig å stille krav om dekning av ethvert kundeansvar under utøvelse av de aktuelle tjenester når ansvaret blir kollektivt gjennom fond. Videre tilsier konkurransemessige betraktninger at man ikke har ordninger som avviker for mye fra tilsvarende ordninger i utlandet.

Kredittilsynet antar på denne bakgrunn at dersom verdipapirforetakenes sikkerhetsstillelse skal organiseres etter en fondsmodell med kollektivt ansvar for medlemmene, kan det ikke lenger opprettholdes en sikringsordning hvor etter investorene er sikret en langt mer omfattende dekning enn etter direktivet. Kredittilsynet vurderer det slik at det bl.a. vil være aktuelt å foreslå at den erstatningsordningen som etableres skal gi sikkerhet for verdipapirforetaks manglende evne pga. den økonomiske situasjonen i foretaket til å betale eller levere tilbake klientmidler og ikke være ansvarlig for å dekke ethvert ansvar under utøvelse av de aktuelle tjenester. Kredittilsynet vil dessuten anta at dekningsstørrelse gjøres tilsvarende som i direktivet, dvs. en dekning som tilsvarer 20.000 EURO for hver investor og at «pr. skadetilfelle» ikke videreføres. Investeringsstjenestene i verdipapirhandelloven § 1–2 første ledd nr. 1 og nr. 3 vil dekke bl.a. innbetaling ved kjøp og salg av verdipapirer og ved tegning og funksjon som forvalterbank. Vphl. § 1–2 første ledd nr. 2 vil dekke bl.a. forskuddsbetaling fra investor ved kjøp og investors krav på midler etter salg av obligasjoner, hvor et verdipapirforetak er motpart i handelen. I forhold til vphl. § 1–2 første ledd nr. 4 vil visse forhold hos en tilrettelegger på vegne av utsteder kunne være dekket under sikkerheten.

For investorene kan en innsnevring av dekningsområdet i utgangspunktet synes som en ulempe idet for eksempel et verdipapirforetaks manglende vilje til oppgjør ikke lenger skal være omfattet av dekningsområdet, og at bare betrodde klientmidler skal være beskyttet. I praksis antas imidlertid at dette ikke behøver å ha så stor betydning, idet det legges til grunn at et

verdipapirforetak allerede etter gjeldende ordning vil bestrebe seg på å besørge utbetaling til skadelidte så langt det er mulig, fremfor å la garantisten utbetale kravet for så å søke regress hos foretaket. Videre vil Kredittilsynet peke på at den omstendighet at det ikke vil være en øvre begrensning på fondets ansvar, annet enn pr. investor, vil måtte regnes som en fordel for investorene idet investor dermed skal være sikret en minimumsdekning uten avkorting.»

Kredittilsynet foreslår at hovedprinsippene for dekningsområdet tas inn i en formålsbestemmelse i loven, som angir at formålet er ved manglende økonomisk evne i et verdipapirforetak å gi dekning for krav knyttet til behandling av klientmidler, jf. lovutkastet § 8–13 første ledd annet punktum, hvilket antas å vise at dekningsområdet blir smalere enn etter gjeldende ordning. Kredittilsynet foreslår at nærmere regler om dekningsområdet fastsettes i forskrift.

### Finansiering/oppbygging av kapital i fondet

Kredittilsynet foreslår at hovedprinsippene for finansiering av fondet lovfestes. Kredittilsynet mener det bør fremgå av loven at det er fondets medlemmer som plikter å finansiere fondet. I tillegg bør det fremgå av loven hvilket hovedprinsipp som skal gjelde ved fordelingen av ansvaret for finansieringen, dvs. et proratarisk subsidiært solidarisk ansvar, jf. utkast til § 8–13 første ledd tredje punktum.

Når det gjelder fondets størrelse, vil det etter Kredittilsynets foreløpige vurderinger kunne anses som en betryggende sikringsordning om kapitaloppbyggingen skjer innenfor rammen av et fond i størrelsesorden 20 – 50 millioner kroner med en oppbygging fra tre til fem år. Kredittilsynet i høringsnotatet punkt 5.2.3 bl.a. følgende om dette:

«Når det gjelder hovedtrekkene i utformingen av en sikringsordning for verdipapirforetakene, er det naturlig å ta i betraktning at det i Norge, så vidt Kredittilsynet er kjent med, har vært få tilfeller av utbetalinger under garantiene. Erfaringene mht. sikringsordningene i Danmark og Sverige er tilsvarende. Det vises til pkt. 2.5. Praksis tilsier således ikke at det er nødvendig å etablere et fond av betydelig størrelse dersom en betryggende organisering kan etableres med et mindre fond.»

Kredittilsynet mener at en kollektiv ordning bør ta sikte på en viss kapitaloppbygging i et fond, og at medlemmene bør være ansvarlige for fondets finansiering på grunnlag av en beregning av det enkelte medlems forpliktelse overfor fondet. Kredittilsynet antar at beregningen bør skje i forhold til det enkelte medlems

andel av betrodde kundemidler. Finansieringen bør ikke utelukkende baseres på garantier eller på at bidrag innkreves fra medlemmene etter at krav er meldt. En kapitaloppbygging vil medføre at alle foretak vil være med og yte bidrag til finansieringen av fondet, også et foretak som eventuelt senere skulle gå konkurs, og fondet bør dessuten uansett ha en viss kapitalbase. Etter direktivet skal utbetalinger skje så snart som mulig og senest tre måneder etter at kravet er fastslått. Kapitaloppbyggingen bør ha som mål å kunne håndtere mindre og mellomstore saker. Etter Kredittilsynets foreløpige vurderinger vil det kunne anses som en betryggende sikringsordning om kapitaloppbyggingen skjer innenfor rammen av et fond i størrelsesorden 20 – 50 millioner kroner med en oppbygging fra tre til fem år. Årlige innbetalinger fra deltakerne bør beregnes på grunnlag av at fondet, innenfor nevnte tidsramme, skal ha en slik størrelse samt dekke administrasjonskostnader av fondet. Det bør vurderes nærmere om deler av denne kapitaloppbyggingen kan bestå i garantier fra medlemmene. Krav mot sikringsordningen utover det som utgjør fondets kapital, bør kunne håndteres i form av etterutlikning på de enkelte deltakerne. Som nevnt er garantiordningen for forsikringsselskapene organisert ved at styret for garantiordningen kan beslutte innkalling av bidrag fra medlemmene. For øvrig vises til pkt. 6.1.3 nedenfor om fondets størrelse/finansieringen.»

Når det gjelder fordelingen av fondets forpliktelser mellom deltakerne i sikringsordningen, antar Kredittilsynet som hovedprinsipp at det enkelte medlems forpliktelser overfor fondet bør bygge på en beregning av det enkelte medlems andel av det totale ansvaret overfor investorene for betrodde midler etter en egnet fordelingsnøkkel/beregningsmåte (proratarisk ansvar). Kredittilsynet uttaler i høringsnotatet punkt 6.1.3 bl.a. følgende om dette:

«Dernest er spørsmålet hvordan fondets forpliktelser skal fordeles mellom deltakerne. Det vil være nødvendig å foreta en fordeling mht innbetalinger og eventuelt garantistillelser eller tilsagn/inneståelser for å oppnå en viss kapitalisering av fondet. Dersom dette ikke strekker til, mener Kredittilsynet at utbetaling til investorene må baseres på en etterutlikning på fondets medlemmer. I denne forbindelse må det vurderes om fondet skal ha låneordninger for å sikre at erstatningen kan utbetales så snart som mulig. Kredittilsynet antar at det ikke vil være aktuelt å etablere en sikringsordning hvor staten trer inn på garantisiden eller på lånesiden. Det heter da også i fortalen til ICS at:

Dette direktiv kan ikke føre til at medlemsstatene eller deres vedkommende myndigheter blir gjort ansvarlige overfor investorene dersom de har sørget for å få innført og offentlig godkjent én eller flere ordninger for erstatning til eller beskyttelse av investorer på vilkårene fastsatt i dette direktiv.

Som hovedprinsipp antar Kredittilsynet at det enkelte medlems forpliktelser overfor fondet bør bygge på en beregning av det enkelte medlems andel av det totale ansvaret overfor investorene for betrodde midler etter en egnet fordelingsnøkkel/beregningsmåte (proratarisk ansvar). For at fondets totale forpliktelser overfor investorene skal kunne oppfylles, vil medlemmer kunne bli forpliktet utover sin forpliktelse etter fordelingsnøkkelen, slik at det eventuelt kan pålegges varianter av subsidiært solidarisk ansvar.»

Kredittilsynet til grunn at den nærmere regulering kan skje ved forskrift, jf. lovutkastet § 8–13 første ledd fjerde punktum. Kredittilsynet antar bl.a. at det i forskrift eller i vedtekter for fondet kan inntas bestemmelser om håndtering av fondets kapital, oppbevaring av midler og eventuell forvaltning.

#### *Hvem kan skadelidte kreve dekning fra*

Kredittilsynet foreslår å oppheve gjeldende vphl. § 8–13 annet ledd første punktum om at skadelidte kan kreve dekning direkte fra den som har stilt sikkerheten uten først å ha rettet kravet mot foretaket nevnte bestemmelse. Bestemmelsen foreslås erstattet med en forskriftshjemmel, jf. utkast til ny § 8–13 annet ledd. Kredittilsynet uttaler i høringsnotatet punkt 6.1.5:

«Dersom dekningsområdet for sikkerheten endres slik at investorer skal sikres en minstedekning når foretakets manglende evne til oppgjør er direkte forbundet med foretakets økonomiske situasjon (for eksempel konkurs), kan ikke dette lenger opprettholdes, idet den manglende betalingsevnen på en eller annen måte må bli konstatert. Kredittilsynet foreslår at annet ledd første punktum oppheves og eventuelt erstattes av en nærmere regulering i forskrift.»

#### *Sikkerhetsstillers adgang til å gjøre innsigelser gjeldende overfor skadelidte*

Kredittilsynet foreslår å videreføre vphl. § 8–13 annet ledd annet punktum. Det foreslås at «sikkerhetsstilleren» endres til «fondet», jf. utkast til § 8–13 nytt tredje ledd.

*Nærmere regler om sikringsordningen mv.*

Kredittilsynet foreslår enkelte endringer i hjemmelen til å gi forskrifter om fondet mv. som følger av gjeldende vphl. § 8–13 tredje ledd. Kredittilsynet uttaler i høringsnotatet punkt 6.1.5 bl.a.:

«Så lenge verdipapirforetakenes plikt til deltakelse i det foreslåtte sikringsfondet innbefattet finansiering av fondet og hovedprinsippene for dekningsområdet nedfelles uttrykkelig i § 8–13, kan ikke Kredittilsynet se at den nærmere reguleringen av fondet, foretakenes og skadelidtes rettigheter og plikter osv. nødvendigvis må fremgå i § 8–13. Kredittilsynet foreslår at den nærmere reguleringen av Verdipapirforetakenes Sikringsfond reguleres i forskrift slik tilfellet er for dagens garantiordning. Gjeldende forskriftshjemmel inneholder en oppregning av hvilke forhold ved garantiordningen som kan reguleres i forskrift, men er ikke uttømmende. Det vises til ordlyden i bestemmelsen ved bruk av «herunder». Kredittilsynet er av den oppfatning at det fortsatt bør være en oppregning i § 8–13 mht. hva det kan fastsettes bestemmelser om i forskrift. Det er vanskelig og heller ikke ønskelig å gi noen uttømmende oppregning. I tillegg er det naturlig å se hen til at det finnes et direktiv på området som også vil ha betydning i spørsmålet om hva det bør kunne gis forskrift om, og at det er naturlig å tolke forskriftshjemmelen i forhold til det som er formålet med sikkerhetsstillelse. Kredittilsynet foreslår at gjeldende forskriftshjemmel endres noe og vil foreslå følgende ordlyd i annet ledd:

Departementet kan gi nærmere regler om Verdipapirforetakenes Sikringsfond, herunder om fondet og dets virksomhet, hvem som plikter å være medlem i fondet, ansvarets omfang og om rettigheter og plikter for medlemmene og mulige skadelidte.»

*Unntatt fra dekning*

Kredittilsynet foreslår å videreføre gjeldende vphl. § 8–13 fjerde ledd siste punktum om at departementet kan bestemme at enkelte grupper av investorer eller enkelte typer krav ikke behøver å være dekket av sikkerheten. Kredittilsynet viser til nevnte bestemmelse og uttaler i høringsnotatet punkt 6.1.5:

«Ovennevnte setning gir anvisning på at det kan bestemmes i forskrift om enkelte grupper investorer eller typer krav skal være unntatt fra dekning. Dette er i dag regulert i forskriften

§ 3 tredje og fjerde ledd og er fortsatt aktuelt å regulere i forskrift ved innføring av en kollektiv ordning. Selv om forholdene nok vil anses

omfattet av forskriftshjemmelen foreslått over, fordi både grupper investorer og typer krav faller inn under uttrykket «ansvarets omfang» i oppregningen, finner Kredittilsynet allikevel at hjemmelen for forskriftsregulering av nevnte forhold kommer best fram på denne måten.»

*Administrasjon av fondet*

Kredittilsynet har ikke foretatt noen endelig vurdering av hvor det kan være naturlig å legge administrasjonen av selve fondet. Kredittilsynet uttaler i høringsnotatet punkt 6.2.2:

«I følge ICS-direktivet artikkel 2 skal hver medlemsstat påse at det på dens territorium blir innført og offentlig godkjent én eller flere erstatningsordninger for investorer. Kredittilsynet forstår direktivet slik at norske myndigheter er forpliktet til å påse at det blir innført en norsk ordning, for eksempel ett eller flere norske fond som norske verdipapirforetak skal være medlem av. ICS-direktivet gir ikke nærmere føringer når det gjelder hvem som skal administrere ordningene.

Banksikringsfondene administreres av bransjeorganisasjonene og ledes av hvert sitt styre der Kredittilsynet er medlem.

I Sverige er garantiordningen offentlig organisert og administrert av Insättningsgarantinämnden og i Danmark gjennom et garantifond som er en privat selveiende institusjon.

Kredittilsynet har foreløpig ikke foretatt noen endelig vurdering av hvor det kan være naturlig å legge administrasjonen av selve fondet, om Kredittilsynet skal ha oppgaver knyttet til administreringen av fondet, eller om Kredittilsynet skal ha en kontrollerende funksjon.»

*Ikrafttredelse og overgangsregler*

Kredittilsynet foreslår at ikrafttredelse og eventuelle overgangsregler fastsettes ved forskrift. Kredittilsynet legger til grunn at de løpende garantiavtalene som verdipapirforetakene har i dag kan sies opp, men at det kan gjelde ulike oppsigelsesfrister. Kredittilsynet antar at dette vil det eventuelt kunne tas hensyn til i overgangsregler. Kredittilsynet kan ikke se at lovendringene for øvrig medfører behov for overgangsregler.

**18.7 Høringsinstansenes merknader***Generelt*

Norges Fondsmeglerforbund er enig i at det er nødvendig å etablere et kollektivt sikringsfond og at



vphl. § 8–13 må endres for å hjemle plikten til deltakelse i et slikt sikringsfond. Forbundet er videre enig i at de nærmere detaljer for sikringsfondets virksomhet og organisering bør inntas i forskrifter.

*Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH)* legger tilsvarende til grunn, men anser det viktig at det ved utformingen av det nye regelverket tas vare på de beste egenskapene i dagens individuelle ordning, herunder særlig tiltak som kan virke markedsdisiplinerende, bl.a. ansvarsforsikring.

*Sparebankforeningen* ser også behovet for endring av gjeldende bestemmelser når det gjelder sikkerhetsstillelse for verdipapirforetak

*Norges Bank* slutter seg til Kredittilsynets forslag til endring av verdipapirhandelloven § 8–13 og uttaler bl.a.:

«Vi vil imidlertid bemerke at det i fortalen til Investor Compensation Scheme, ICS-direktivet, ikke ble ansett nødvendig å harmonisere fremgangsmåtene for finansiering av erstatningsordningen. Det kan derfor vurderes om foretak som omfattes av direktivet, alternativt til medlemskap i sikringsfondet, fortsatt bør ha anledning til individuelt å stille betryggende sikkerhet godkjent av Kredittilsynet.»

#### *Dekningsområde mv.*

*FNH* er positive til at det nå foreslås at fondet bare skal dekke tap på betroede kundemidler i form av kontante midler og finansielle instrumenter, og ikke dagens «ethvert ansvar under utøvelse av tjenester». *FNH* viser til at regelverket da kommer på linje med Sverige og Danmark. *FNH* viser videre til at det kun er ved manglende økonomisk evne hos verdipapirforetaket at fondet blir forpliktet, og uttaler:

«Vi antar at det med dette siktes til konkurs eller konkurslignende situasjoner, jf. EU-direktivet og den løsning som er valgt i svensk og dansk lovgivning. *FNH* forutsetter at det vil bli gitt nærmere bestemmelser om dette i forskrift. Uansett vil det ikke være nok med et vanlig betalingsmislighold for å utløse ansvar for fondet. Det bør absolutt være slik at en dekning via fondet vil være siste utvei når de individuelle mulighetene er helt uttømt.»

*FNH* har ingen innvendinger til at fondet ikke kan gjøre andre innsigelser overfor skadelidte enn de innsigelser verdipapirforetaket selv har i forhold til skadelidte, og viser til at dette svarer til gjeldende regelverk.

Når det gjelder hvilke grupper investorer og krav sikringen skal dekke, uttaler *FNH*:

«Etter forslaget vil det kunne bestemmes at enkelte grupper av investorer eller enkelte typer

krav ikke behøver å være dekket av sikkerheten. Dette er for så vidt i samsvar med gjeldende lov, men dagens unntaksmulighet er ennå ikke benyttet. Pr. i dag er det altså ikke noe skille mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle kunder. *FNH* vil gjerne at man gjennom forskrift trekker opp et slikt skille. Bl.a. er det slik at aktiv forvaltning har et stort innslag av profesjonelle og institusjonelle investorer, som neppe har behov for slike investorkompensasjonsordninger. Som kjent arbeides det med å etablere et skille mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer innenfor EU, jf. særlig det nye direktivet om markeder for finansielle instrumenter (tidligere ISD). Den sondringen som her trekkes opp, bør også kunne benyttes til å skille mellom ulike kundekategorier i forhold til dekningsområdet for det nye sikringsfondet. Investorbekyttelsen bør ikke gå lenger enn det forbrukerhensynene tilsier.»

*FNH* er positive til forslaget om at ansvaret skal være 20 000 euro for hver investor. Dette tilsvarer minimumskravene i EU-direktivet.

*Sparebankforeningen* er enig i at dekningsomfanget for den nye sikringsfondsordningen ikke i vesentlig grad bør fravike fra EU-direktivets krav, både når det gjelder størrelsen på dekning og hva som skal dekkes. Etter *Sparebankforeningens* syn bør sikringsfondet først blir belastet etter at det er konstatert at verdipapirforetaket ikke har økonomiske midler til selv å dekke sine forpliktelser. Fondets mulighet til å gi støtte bør være begrenset til å yte støtte til den enkelte investor.

#### *Fondets størrelse*

*FNH* støtter vurderingene fra Kredittilsynet om at det er tilstrekkelig med en relativt beskjeden kapital og tilsvarende beskjedent årlig bidrag fra medlemmene av ordningen.

*Sparebankforeningen* ser heller ikke behovet for å bygge opp et stort fond. De viser til at skadetilfellene er relativt få og så små at det ikke skulle være nødvendig med store midler. *Sparebankforeningen* støtter forslaget om at krav mot sikringsordningene utover det som utgjør fondskapital bør kunne håndteres ved etterutligning på de enkelte deltakere.

*Norges Fondsmeglerforbund* mener det ikke er behov for et fond av den størrelsen som er foreslått i høringsnotatet. Fondsmeglerforbundet mener den største andelen av fondets midler bør bestå av garantier fra medlemmene. Det vises til at risikoen for at fondet må gå til utbetalinger vil være svært liten. Etter Fondsmeglerforbundets oppfatning bør det være tilstrekkelig at fondet har en størrelse på

10 mill kroner, hvorav 25 pst. består av garantier. Videre uttales:

«Dersom fondet må gå til utbetalinger, kan fondet kreve innbetalinger av medlemmer i samsvar med deres garantiansvar og følgelig er det lite behov for kontante midler i fondet. Garantien kan utformes slik at innbetalinger til fondet skjer meget raskt.

Når det gjelder risiko for utbetalinger fra fondet, vil vi vise til at Kredittilsynet opplyser at verdipapirforetak betaler mellom 30 000 til 100 000 kroner for en garanti på 25 millioner kroner, dvs en garantipremie på mellom 0,12 pst og 0,4 pst. Dette premienivået indikerer at garantistene anser risikoen for utbetaling etter garantien som svært liten selv under dagens regelverk hvor garantien hefter for «ethvert ansvar». Når dekningsområdet reduseres til – i praksis – konkurs og underslag av klientmidler, er det åpenbart at risikoen for utbetaling blir langt mindre.

Dersom det skal fastsettes en bestemt størrelse på et garantifond må det selvsagt ses hen til hvilke lovbestemte plikter verdipapirforetak har til beskyttelse av klientmidler, erfaringer med intern kontroll i og ekstern kontroll med verdipapirforetak, størrelse av og utbetalinger fra garantifond i sammenlignbare land samt erfaring med konkurser i Norge.

Det følger av Vphl § 9–1 pkt 3 at verdipapirforetaket skal oppbevare

«finansielle instrumenter og midler tilhørende investorene atskilt fra foretakets egne midler og for øvrig treffer tilfredsstillende tiltak med sikte på å verne investorenes rettigheter og forhindre at verdipapirforetaket benytter investorenes midler for egen regning»

Det norske regelverket fastsetter at verdipapirforetak ikke kan motta innskudd i sin alminnelighet. De fordringer på penger som kundene har på et verdipapirforetak er enten:

- krav på et salgspromeny etter at verdipapirforetaket har solgt verdipapirer for kunden (også aktiv forvaltning) og/eller
- innbetaling av forskudd på kjøpesum ved ordre om kjøp av verdipapirer (også aktiv forvaltning) og/eller
- innbetaling av marginer i forbindelse med sikkerhetsstillelse for derivathandel

Slike midler skal holdes atskilt fra foretakets egne midler og innsettes således på en egen klientkonto. I en eventuell konkurs vil kundene – som eier pengene på klientkontoen – være separatister. Disponering av klientmidler uten kundens samtykke/fullmakt er for øvrig etter norsk rett ulovlig og straffbart.

Det samme prinsippet gjelder for finansielle

instrumenter. De befinner seg på konto i VPS gitt at det dreier seg om VPS-registrerte verdipapirer. VPS-konti er i kunders navn og verdipapirforetakene kan ikke disponere over kunders konti med mindre det skjer etter kundens samtykke/fullmakt, for eksempel i forbindelse med salg eller utlån. Det er altså ikke slik at kunden oppbevarer verdipapirer hos verdipapirforetaket, slik tilfellet er i andre land som ikke har tilsvarende VPS-system som i Norge. Utenlandske verdipapirer som verdipapirforetak kjøper for kunder oppbevares ofte i det norske verdipapirforetakets depot i utenlandsk bank, verdipapirsentral eller oppgjørssentral. Verdipapirforetaket skal protokollere i egne oppgaver hvem som eier disse verdipapirer. Dersom verdipapirforetaket går konkurs, vil eierne av verdipapirene etter norsk rett opptre som separatister. (Det kan dog tenkes tilfeller hvor andre lands lover ikke anerkjenner denne separatistretten).

Norske verdipapirforetak opptre normalt som kommisjonærer og kommisjonslovens § 53 kommer til anvendelse. Bestemmelsen innebærer at verdipapirer som er overlatt til verdipapirforetaket for salg forblir selgerens eiendom, og vil være gjenstand for indikasjon dersom salget ikke er gjennomført ved konkursåpning. Tilsvarende vil verdipapirer som er innkjøpt for kundens regning og som kunden har betalt, kunne vindiseres.

Foruten de plikter som følger av vphl § 9–1 vises til at verdipapirforetakene er underlagt internkontrollforskriften av 20juni 1997 nr 1057. Det stilles omfattende krav til verdipapirforetak til interne rutiner og intern kontroll med virksomheten. Verdipapirforetakene er dessuten underlagt et meget profesjonelt Kredittilsyn.

Det er mest nærliggende er å sammenligne med ordningene i Danmark og Sverige. I Sverige er det ingen fondsoppbygging. I Danmark er kravet til størrelse på Fondsmæglerafdelingen DEK 10 mill. I Pengeinstituttafdelingen er dessuten DEK 17,66 mill avsatt til dekning av deponerte verdipapirer.

Det har ikke vært utbetalinger under den svenske ordningen. I Danmark har det vært en utbetaling på DKK 11,6 mill i 1999. Fondet vil få tilbakebetalt i dividende 8,1 mill slik at nettoutbetalingen blir DKK 3 mill.

Det kan for øvrig tilføyes at både det svenske og det danske verdipapirmarked er langt større enn det norske.

I Norge har vi i nyere tid hatt en konkurs som ville ledet til utbetaling; nemlig konkursen i NOKA i 1997. Som kjent ble vedkommende eier og leder av verdipapirforetaket dømt til langvarig fengselsstraff for underslag av klientmidler. Det dreide seg i hovedsak om utenlandske verdipapirer i depot i utlandet.

Fra denne konkursen er følgende tall av interesse:

- Anmeldte krav: 266 mill
- Godkjente krav: 190 mill
- Godkjent under daværende meglergaranti: 186 mill
- 4 fordringshavere på til sammen 155 mill
- Overskudd på klientkonto (penger)

Dersom det legges til grunn at man i Norge hatt et investorgarantifond i samsvar med EU direktivet, men med høyere dekning pr investor (NOK 200 000 mot 20 000 Euro) ville:

- 53 kunder ha fått 10,6 mill fra fondet
- 11 kunder i tillegg muligens fått 2,2 mill fra fondet

Gitt en fordeling ut fra dekkede klientkonti og dekkede transaksjoner ville et verdipapirforetak med 5 pst av antall dekkede beholdninger av klientkonti og

dekkede transaksjoner måtte dekke mellom NOK 0,5 og 0,6 mill

Moe Securities ASA gikk konkurs i mars 2003. Det ble ikke nødvendig med utbetaling under garantien. Etter vår oppfatning bør det være tilstrekkelig at fondet har en størrelse på 10 mill kroner, hvorav 25 pst består av garantier.»

#### *Fordelingsnøkkel*

Når det gjelder fordelingsnøkkel, uttaler *FNH*:

«(...) det er viktig at man legger en god del arbeid i å finne frem til egnede fordelingsnøkler. Det er her i alle fall to vesentlige faktorer som bør tas hensyn til. Et slikt fond må nødvendigvis ha et visst administrativt apparat med tilhørende personalressurser og utstyr. Kostnadene for dette vil i all hovedsak være faste. Det innebærer at denne delen av avgiften i all hovedsak bør være fast og lik pr. foretak uavhengig av størrelse, kundegrunnlag osv. Når det gjelder den avgiften som skal dekke mulige fremtidige tap, bør den ikke bare legge vekt på antall kunder og beløp som skal være sikret, men også den konkrete risikoen i det enkelte foretak etter visse kriterier. Ved større tap vil det måtte foregå en etterutligning av innbetalinger fordelt på alle medlemmene. Hvis årlig avgift harmonerer med risikoen i det enkelte foretak, vil det kunne ha en markedsdisiplinerende effekt ved at man gjennomfører tiltak for å redusere risikoen. Tilsvarende gjelder det vi har omtalt ovenfor om å stille krav om tegning av individuelle forsikringer for det enkelte foretak, slik at fondet i minst mulig grad blir belastet med utgifter som følge av uforvarlig drift.

De grunnleggende kriteriene for avgiftsgrunnlag og fordelingsnøkler bør fastsettes i forskrift.»

*FNH* uttaler at det er viktig at den nye fondsordningen for verdipapirforetak ikke utformes slik at midler på bankkonto blir dekket dobbelt. *FNH* mener dette praktisk kan løses ved at innskutte midler som er dekket opp via banksikringsfondet, holdes utenfor ved beregningen av Verdipapirforetakenes sikringsfonds størrelse. Disse midler bør da heller ikke inngå i beregningsgrunnlaget for avgiftsplikten til det nye fondet.

*Sparebankforening*engir uttrykk for tilsvarende synspunkter når det gjelder verdipapirforetak som er organisert innenfor en bank. Foreningen uttaler bl.a.:

«Innskudd i tilknytning til verdipapirvirksomheten vil være sikret gjennom Bankenes Sikringsfond. Det vil således kun være krav fra investor som følge av investeringstjenester i bankenes verdipapirforetak som vil være omfattet av sikkerhetsstillelsen til Verdipapirforetakenes Sikringsfond. Det er derfor rimelig at verdipapirforetak organisert innenfor banker betaler en lavere avgift enn andre verdipapirforetak. Et annet alternativ er at bankene gis mulighet til å dekke risikoen ved investeringstjenester på annen måte, for eksempel ved garantier, slik at bankene slipper å være medlem av Verdipapirforetakenes Sikringsfond. Dette bør vurderes nærmere.»

*Justisdepartementet* uttaler følgende om fordelingsnøkkel:

«Vi vil bemerke at utgangspunktet bør være at det enkelte verdipapirforetak skal dekke kostnadene ved risiko knyttet til egen virksomhet. Kredittilsynet argumenterer at det er vanskelig for dem som selger garantier å fastsette risikoen og beregne riktig provisjon, og foreslår en kollektiv sikringsordning. Kredittilsynet antar at det enkelte medlems forpliktelser overfor fondet bør bygge på en beregning av det enkelte medlems andel av det totale ansvaret overfor investorene for betrodde midler etter en egnet fordelingsnøkkel/beregningsmåte (proratisk ansvar). Justisdepartementet foreslår at en slik fordelingsnøkkel om mulig, bør ta hensyn til ulik risiko i de respektive verdipapirforetak for å bidra til at kostnadene ved risikoen internaliseres i det enkelte foretak. En måte å gjøre dette på, kan være å la forholdet mellom foretakets ansvar og egenkapital inngå i beregningsnøkkel på en egnet måte.»

#### *Administrasjon av fondet*

*Sparebankforening*en uttaler:

«Det synes etter vår oppfatning lite hensiktsmessig at det bygges opp en egen administra-

sjon rundt Verdipapirforetakenes Sikringsfond. Vi foreslår derfor at Kredittilsynet vurderer den svenske organiseringen som innebærer at sekretariatet for Bankenes Sikringsfond også er sekretariatet for verdipapirforetakene. En nær tilknytning mellom Verdipapirforetakenes Sikringsfond og Bankenes Sikringsfond er vanlig i svært mange europeiske land. Blant annet er det foreslått at Europeisk Forum for banksikringsfond åpner for assosiert medlemskap for verdipapirforetakenes sikringsfondsordninger.»

*Norges Fondsmeglerforbund* mener at fondet bør organiseres som en næringsdrivende stiftelse som kan administreres av en bransjeorganisasjon. Fondsmeglerforbundet tilbyr å påta seg oppgaven. Fondsmeglerforbundet uttaler:

«Norges Fondsmeglerforbund mener at fondet bør organiseres som en næringsdrivende stiftelse etter lov av 15. juni 2001 nr 59 dog slik at departementet kan bestemme at visse av stiftelseslovens bestemmelser ikke skal gjelde, herunder bestemmelsene om omdanning av stiftelser. Det bør fastsettes bestemmelser i forskriftene knyttet til vphl § 8–13 om at fondet og fondets vedtekter skal være godkjent av departementet (Kredittilsynet). Videre bør det fastsettes krav til hva fondets vedtekter skal inneholde for eksempel bestemmelser om fondets organisering, vilkår for medlemskap, tap av medlemskap og prinsipper for fordeling av avgifter og garantier. Videre bør det fastsettes bestemmelser som gir fondet rett til å kan granske medlemmenes regnskaper og revisjonsforhold samt vurdere deres forvaltning. I den sammenheng må fondet kunne kreve at et medlem legger frem dokumenter mv og andre opplysninger som fondet anser nødvendig.

Kredittilsynet tar ikke stilling til hvem som bør administrere fondet. Det følger av EU direktivet at det ikke er noe til hinder for at bransjeorganisasjoner administrerer fondet. I Norge er det også en tradisjon for dette, jfr banksikringsfondet.

Norges Fondsmeglerforbund mener at den daglige drift bør kunne administreres av en bransjeorganisasjon og vil tilby oss å påta oss denne oppgaven. Vi mener å besitte den nødvendige kompetansen og har – eller vil kunne skaffe – de ressurser som kreves for en forsvarlig og kostnadseffektiv drift av fondet. Vi er selv sagt inneforstått med at fondet må være underlagt offentlig tilsyn og at Kredittilsynet må spille en aktiv rolle for eksempel gjennom styrerepresentasjon. Vi antar at administrasjon blir et tema i det videre arbeid med rettsgrunnlaget for fondets organisering og virksomhet, og vil kunne komme tilbake med et konkret forslag til

hvorledes vi kunne tenke oss å utføre administrasjonen.»

*FNH* avventer å kommentere hvem som skal administrere fondet inntil utkast til forskrifter foreligger.

#### *Lovteknisk løsning*

De fleste høringsinstanser synes å støtte forslaget om at hovedprinsipper for sikringsordningen lovfestes ved endringer i vphl. § 8–13, og at det gis nærmere regler i forskrift.

*Norges Fondsmeglerforbund* mener lovbestemmelsen bør utformes slik at den blir mer lik innholdet i ICS-direktivet artikkel 2 og 4.

## 18.8 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om å omlegge gjeldende individuelle sikringsordning for verdipapirforetak til en kollektiv sikringsordning. Det vises til Kredittilsynets begrunnelse som departementet slutter seg til. Det vises særlig til at den eksisterende ordning bygger på individuelle garantier. Slike garantier forutsetter at det fastsettes et «tak» på garantiens størrelse, i motsatt fall vil det neppe være mulig å skaffe forsikring i markedet. ESA har lagt til grunn at et slikt tak ikke er i samsvar med våre EØS-forpliktelser. Departementet er i og for seg enige i dette, og på den bakgrunn ble muligheten til å fastsette et øvre tak på garantien opphevet med virkning fra 1. januar 2004. Denne endringen nødvendiggjør en bred gjennomgang av det eksisterende garantibaserte sikringssystemet. Det er en slik gjennomgang Kredittilsynet foretar i sitt høringsnotat og det konkluderes der med at det bør foretas grunnleggende endringer i gjeldende ordning.

Departementet viser til at Kredittilsynets forslag bygger på de retningslinjer som ble fastsatt i Finansdepartementets brev til Kredittilsynet 23. januar 2004, hvor en bl.a. uttalte følgende:

«Etter departementets oppfatning bør det vurderes å innføre en kollektiv sikringsordning, som kan erstatte dagens individuelle ordning. Det legges til grunn at etablering av ett fond/en garanti vil gi den mest oversiktlige ordning, både for investorer, foretak og myndigheter. Videre vil en slik løsning sikre at alle foretakene er deltakere i ordningen under like vilkår. Det bør derfor fastsettes en plikt for alle verdipapirforetak og verdipapirfond som driver aktiv forvaltning til å være medlemmer av ordningen, og til å delta i finansieringen av ordningen. Etter vårt

syn vil det ikke være aktuelt å etablere en sikringsordning hvor staten trer inn på garantisiden eller på lånesiden. Etter en foreløpig vurdering synes det mest hensiktsmessig å regulere en slik sikringsordning i eller med hjemmel i verdipapirhandelloven. En omlegging av sikringsordningen vil nødvendigvis gjøre endringer i verdipapirhandelloven § 8–13. Nærmere regler bør fastsettes i forskrift, jf. tilsvarende system etter gjeldende rett. Det synes naturlig at administrasjonsoppgaver knyttet til ordningen legges til Kredittilsynet.»

Ut i fra de alternative løsninger som skissert av Kredittilsynet, finner departementet det mest hensiktsmessig å foreslå etablering av ett sikringsfond; «Verdipapirforetakenes sikringsfond».

Departementet slutter seg til forslaget om å lovfeste hovedprinsipper for sikringsordningen gjennom endringer i vphl. § 8–13, samt å gi nærmere regler i forskrift. Det foreslås derfor hjemler til å gi slike forskrifter. Høringsinstansene har gitt flere merknader til de forestående endringer i forskriften/eventuelt nye forskriften. Utkast til forskrift vil sendes på høring som en egen sak. Departementet vil derfor i utgangspunktet ikke kommentere uttalelser knyttet til den forestående fastsettelsen av forskriften.

Departementet slutter seg til forslaget om at norske verdipapirforetak med konsesjon til investeringstjenestene nevnt i vphl. § 1–2 første ledd nr. 1–4 om megling, egenhandel, aktiv forvaltning og tjenester i forbindelse med emisjoner være medlem av sikringsordningen. I tillegg bør foretak som yter oppbevaring og forvaltning av finansielle instrumenter som tilknyttet tjeneste (til en konsesjonspliktig tjeneste) være medlem av ordningen. Dette omfatter kredittinstitusjoner med tillatelse til å drive investeringstjenester og forvaltningsselskap for verdipapirfond med tillatelse til å drive aktiv forvaltning. Forslaget innebærer at verdipapirforetak organisert innenfor banker må være medlem av sikringsordningen.

Det legges til grunn at sikringsordningens virkeområde for filialer av verdipapirforetak og kredittinstitusjoner med hjemstat i EØS-området og eventuelt for filialer med hjemstat utenfor EØS, vil vurderes nærmere i forbindelse med forskriftsarbeidet, jf. lovforslaget § 8–13 femte ledd.

Etter ICS-direktivet er det adgang til å frita en kredittinstitusjon fra sikringsordningen, dersom kredittinstitusjonen allerede er fritatt etter særlige regler i direktiv 94/19/EF om innskuddsgarantiordning. Departementet antar i likhet med Kredittilsynet at det pga omleggingen av banksikringsordningen vil kunne bli behov for å vurdere nærme-

re om denne sikringsordningen skal gjelde for kredittinstitusjoner. Departementet slutter seg på denne bakgrunn til forslaget om å videreføre hjemmel til at det i forskrift kan gis særlige regler for kredittinstitusjoner, jf. lovforslaget § 8–13 sjette ledd.

Når det gjelder utenlandske foretak, slutter departementet seg til Kredittilsynets forslag om å videreføre en forskriftshjemmel til å regulere virkeområdet for sikringsordningen for utenlandske foretak som yter investeringstjenester i Norge, jf. lovforslaget § 8–13 sjette ledd.

Departementet er enig i Kredittilsynets forslag om å lovfeste fondets formål, jf. lovforslaget § 8–13 annet ledd. Departementet er også enig i Kredittilsynets vurdering av at dekningsområdet etter sikringsordningen bør legges på linje med direktivet. Dette vil medføre at dekningsområdet reduseres i forhold til gjeldende sikringsordning. Departementet slutter seg til Kredittilsynets vurdering av at fondets ansvar bør knyttes til verdipapirforetakenes insolvenssituasjon. Dekningsområdet vil rette seg mot foretakenes manglende økonomiske evne til å oppfylle sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. Dette vil for eksempel omfatte tilfelle hvor et verdipapirforetak går konkurs. Departementet slutter seg til forslaget om at fondets formål er å gi dekning for krav som skyldes medlemmenes behandling av kunders midler og finansielle instrumenter, ved manglende økonomisk evne hos medlemmene. Departementet slutter seg videre til forslaget om at ansvaret skal være begrenset oppad til 20 000 euro for hver investor, som er på linje med kravet etter direktivet. I overensstemmelse med Kredittilsynets forslag legges til grunn at det kan gis nærmere regler om ovennevnte i forskrift, jf. lovforslaget § 8–13 femte ledd.

Departementet legger til grunn at det fastsettes nærmere regler om fondets organisering, styre, vedtekter etc. bli fastsatt forskrift, jf. lovforslaget § 8–13 femte ledd

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om å lovfeste at fondets medlemmer plikter å finansiere fondet, samt at hovedprinsippet for fordelingen av ansvaret for finansieringen er proratarisk, subsidiært solidarisk ansvar, jf. lovforslaget til § 8–13 tredje ledd. Forslaget medfører bl.a. at dersom det fremmes et større krav mot fondet enn hva fondets kapital utgjør, vil fondets medlemmer være ansvarlig for å dekke det overskytende etter en prinsipielt proratarisk, subsidiært solidarisk modell.

Når det gjelder fondets størrelse og kapitaloppbygging, foreslår Kredittilsynet at kapitaloppbyggingen skjer innenfor rammen av et fond i størrelsesorden 20 – 50 millioner kroner med en oppbygging i en periode på fra tre til fem år. Flere hørings-

instanser mener det ikke er behov for å bygge opp et stort fond, under henvisning til at skadetilfellene har vært relativt få og av liten beløpsmessig størrelse. Etter departementets oppfatning bør nærmere regler om finansiering av forpliktelsene og fordeling av ansvar, herunder om bl.a. kapitaloppbygging, kriterier for avgiftsgrunnlag og fordelingsnøkler, vurderes i forbindelse med det forestående forskriftsarbeidet. I tillegg bør det vurderes å fastsette krav til garantier utover minstekravet til egenkapital i fondet.

Departementet slutter seg videre til forslaget om å videreføre bestemmelsen om at fondet ikke kan gjøre gjeldende andre innsigelser overfor skadelidte enn de innsigelser verdipapirforetaket selv har i forhold til skadelidte, jf. lovforslaget § 8–13 fjerde ledd. Departementet slutter seg også til forslaget om å videreføre adgangen til å bestemme at enkelte grupper av investorer eller enkelte typer krav ikke behøver å være dekket av fondet, jf. lovforslaget § 8–13 sjette ledd annet punktum.

Kredittilsynet har ikke tatt stilling til hvilket organ som skal administrere fondet. Høringsinstansene har relativt ulikt syn på dette spørsmålet. Sparebankforeningen har pekt på at det er lite hensiktsmessig at det bygges opp en egen administrasjon rundt Verdipapirforetakenes sikringsfond, og har foreslått at sekretariatet for Bankenes Sikringsfond også er sekretariatet for verdipapirforetakene. Norges Fondsmeglerforbund mener fondet bør organiseres som en næringsdrivende stiftelse, og foreslår at Fondsmeglerforbundet kan påta seg ansvaret for administrasjonen. Etter departementets oppfatning er det behov for å vurdere administreringen av fondet nærmere. Det legges til grunn at disse spørsmålene vil kunne vurderes i tilknytning til det forestående forskriftsarbeidet.

Departementet slutter seg til Kredittilsynets forslag om at eventuelle overgangsregler kan fastsettes i forskrift, jf. lovforslaget del VI. Lovendringen foreslås å tre i kraft fra den tid Kongen bestemmer, jf. lovforslaget del VI.

## 19 Endringer i revisorloven mv.

### 19.1 Forskriftshjemmel for bestemmelser om revisors uavhengighet

#### 19.1.1 Høring

Departementet sendte 20. januar 2004 på høring et notat utarbeidet av Kredittilsynet med forslag om å gi Kongen hjemmel til i forskrift å gi nærmere regler til utfylling og gjennomføring av revisorlovens regler om revisors adgang til å yte rådgivningstjenester mv, jf. revisorloven § 4–5 nytt femte ledd. Høringsnotatet omfatter også et utkast til forskriftsbestemmelser med hjemmel i ovennevnte lovfor-slag.

Høringsnotatet ble sendt på høring til følgende instanser:

- Alle departementene
- Den norske Revisorforening
- Finansnæringens Hovedorganisasjon
- Forbrukerombudet
- Forbrukerrådet
- Handelshøyskolen BI
- Kommunenes Sentralforbund
- Konkurransetilsynet
- Kredittilsynet
- Landslaget for Regnskapskonsulenter
- Landsorganisasjonen i Norge
- Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening
- Norges Handelshøyskole
- Norges Kommunerevisorforening
- Norske Privatskolers Landsforbund
- Næringslivets Hovedorganisasjon
- Oljeindustriens Landsforening
- Regjeringsadvokaten
- Riksrevisjonen
- Skattedirektoratet
- Skattereviseorenes Forening
- Statistisk Sentralbyrå
- Stortingets ombudsmann for forvaltningen
- ØKOKRIM

Følgende instanser har gitt merknader i høringen:

- Bedriftsforbundet
- Den norske Revisorforening
- Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers, KPMG og Deloitte (felles uttalelse)

- Finansnæringens Hovedorganisasjon
- Handelshøyskolen BI
- Justis- og politidepartementet
- Noraudit & Co
- Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening
- Norges Interne Revisorers Forening
- Norges Kommunerevisorforbund
- Norsk Øko-forum
- Nærings- og handelsdepartementet
- Næringslivets Hovedorganisasjon
- KS Bedrift
- Skattedirektoratet
- Skattereviseorenes Forening
- Sparebankforeningen
- ØKOKRIM

Øvrige instanser har ikke svart eller opplyst at de ikke har merknader.

#### 19.1.2 Gjeldende rett

Lov 15. januar 1999 nr. 2 om revisjon og revisorer (revisorloven) kapittel 4 regulerer revisors uavhengighet og objektivitet, dels gjennom generelle krav til revisors uavhengighet og dels gjennom nærmere angitte konkrete krav.

Det følger av revisorloven § 4–5 at revisor som reviderer årsregnskap for en revisjonspliktig ikke kan utføre rådgivnings- eller andre tjenester for den revisjonspliktige, dersom dette er egnet til å påvirke eller reise tvil om revisors uavhengighet og objektivitet. Revisor kan heller ikke yte tjenester som hører inn under den revisjonspliktiges egne ledelses- og kontrolloppgaver. Videre kan revisor ikke opptre som fullmektig for den revisjonspliktige. Unntak fra dette gjelder ved bistand i skattesaker etter domstoloven § 218. I revisjonsselskap gjelder revisorloven § 4–5 tilsvarende for revisor som ikke er ansvarlig revisor.

Det følger videre av revisorloven § 4–7 at bestemmelsene i lovens kapittel 4 gjelder for samarbeidende revisorer som fremstår utad som et felles-skap, som om de var et revisjonsselskap. Dersom en revisor eller et revisjonsselskap har eierandeler i et foretak som utfører rådgivnings- eller andre tjenester, skal disse ses under ett i forhold til bestemmelsene i kapittel 4. Årsregnskap for en revisjons-

pliktig kan ikke revideres av den som har samarbeidsavtale med noen som utfører rådgivnings- eller andre tjenester dersom dette er egnet til å påvirke eller reise tvil om revisors uavhengighet og objektivitet. Departementet kan i forskrift bestemme at reglene i kapittel 4 skal gjelde når det foreligger en slik samarbeidsavtale.

### 19.1.3 EØS-rett

Rådsdirektiv 84/253/EØF om godkjenning av personer med ansvar for lovfestet revisjon av regnskaper (åttende selskapsrettsdirektiv), som er en del av EØS-avtalen, inneholder bestemmelser om faglig integritet og uavhengighet. Revisorloven, herunder kapittel 4, gjennomfører disse EØS-reglene.

### 19.1.4 Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet foreslår i høringsnotatet at Kongen gis hjemmel til i forskrift å gi nærmere regler til utfylling og gjennomføring av revisorloven § 4–5 om revisors rådgivningstjenester mv. Hjemmelen foreslås inntatt som nytt femte ledd i § 4–5.

Kredittilsynet opplyser at formålet med opprettelsen av en slik forskriftshjemmel er å fastsette utfyllende bestemmelser som bidrar til å klargjøre hvor langt revisors adgang til å utføre rådgivnings- eller andre tjenester overfor revisjonsklienten strekker seg etter revisorloven § 4–5. Kredittilsynet uttaler i sitt høringsnotat om dette:

«En slik klargjøring vil etter Kredittilsynets oppfatning bedre grunnlaget for håndheving av revisorlovens bestemmelse om revisors rådgivningsvirksomhet. De utfyllende forskriftsbestemmelsene er ment å bidra til større forutsigbarhet for den enkelte revisor og de enkelte revisjonsselskaper, med hensyn til hvilke typer av rådgivnings- eller andre tjenester som etter art og/eller omfang er egnet til å påvirke eller reise tvil om revisors uavhengighet og objektivitet.»

Behovet for en klargjøring ble, i følge Kredittilsynet, aktualisert etter Kredittilsynets tilsyn med de fem (nå fire) store revisjonsselskapene i 2002/2003. Formålet med dette tilsynet var å kartlegge omfanget og arten av de nevnte selskapers og deres samarbeidende selskapers rådgivningsvirksomhet. Som et resultat av tilsynet ble det avdekket at omfanget av rådgivnings- og andre tjenester til revisjonsklienter var betydelig. Kredittilsynet viser i denne sammenheng også til at det ble avdekket flere brudd på regelverket knyttet til revisors uavhengighet og objektivitet. Kredittilsynet peker også i sitt høringsnotat på at tematilsynet avdekket at revi-

sjonsselskapene hadde en annen forståelse av revisorlovens regler om revisors rådgivningstjenester enn den Kredittilsynet legger til grunn som gjeldende rett på dette området. Tilsynet uttaler på denne bakgrunn følgende i sitt høringsnotat om oppfølgingen av tematilsynet i form av forskriftsbestemmelser:

«Som nevnt under pkt 2, ble Kredittilsynet i behandlingen av de enkeltsaker som oppstod i kjølvannet av tematilsynet om revisors rådgivning til revisjonsklienter, og som omfattet brudd på bestemmelsene i revisorloven om uavhengighet, møtt med en lovforståelse som avvek fra det Kredittilsynet la til grunn. Konklusjonene etter gjennomføringen av tematilsynet illustrerer etter Kredittilsynets vurdering at det er et klart behov for autoritativ klargjøring av de krav og grenser som følger av revisorloven § 4–5 om revisors utføring av rådgivnings- eller andre tjenester for revisjonsklienter.»

Kredittilsynet foreslår samtidig en rekke forskriftsbestemmelser med hjemmel i den nye bestemmelsen i § 4–5 femte ledd.

Forskriftsutkastet inneholder blant annet en nærmere negativt avgrenset definisjon av hva som betraktes som rådgivnings- og andre tjenester i relasjon til revisorloven § 4–5, samt en presisering av at revisor ikke kan sette seg selv i en situasjon hvor det oppstår risiko for selvrevisjon. Videre presiserer forskriftsutkastet at det er begrensninger på revisors muligheter til å utføre rådgivnings- eller andre tjenester som reelt sett utgjør en del av ulike interne prosesser hos revisjonsklienten. Prinsippet om at revisor ikke kan bistå revisjonsklienter på en slik måte at bistanden erstatter den revisjonspliktiges manglende kompetanse og kapasitet foreslås forskriftsfestet. Utkastet har også bestemmelser om revisors vurdering av uavhengighet opp mot rådgivningstjenester ytt av foretak revisor har samarbeidsavtale med. Forskriftsutkastet er i stor utstrekning basert på de vurderinger Kredittilsynet allerede har gitt uttrykk for i sitt rundskriv 23/2003 om rådgivningsvirksomhet til revisjonsklienter.

### 19.1.5 Høringsinstansenes merknader

Et flertall av høringsinstansene er positive til Kredittilsynets forslag. *Finansnæringens Hovedorganisasjon* (FNH), *Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening* (NARF), *Norges Interne Revisorers Forening* og *Norges Kommunerevisorforbund* gir sin tilslutning til Kredittilsynets forslag. *Nærings- og handelsdepartementet* (NHD) og *KS bedrift* er også positive til forslaget. *Skattedirektoratet* uttaler at de er enige i at det er ønskelig med en forskriftshjemmel.



*Skatterevisorenes Forening, Sparebankforeningen og ØKOKRIM* støtter også forslaget. *Handelshøyskolen BI* er enig i Kredittilsynets forslag om at det innføres en hjemmel i revisorloven som gjør det mulig for tilsynet å gi utfyllende regler i forskrifts form, men mener likevel at forskriftsendringene ikke bør vedtas slik de foreligger nå.

*NHD* uttaler følgende om en forskriftshjemmel som foreslått:

«Forskriftshjemmelen gir den enkelte revisor et klarere regelverk og mer forutsigbare grenser for hva en revisor kan utføre av tjenester for sine klienter. For små- og mellomstore bedrifter vil revisor ofte være en sentral medspiller, og det vil være det beste for begge parter at retningslinjene for hva revisor kan og ikke kan bidra med, er tydelige. Også i forhold til rådgivning for bedrifter som er i økonomiske vanskeligheter vil de foreslåtte avklaringene være positive.»

*FNH* gir i hovedsak sin tilslutning til Kredittilsynets vurderinger av at det er behov for foreløpig endring og klargjøring av regelverket og uttaler at de er enige i at det er behov for å få en autorativ klargjøring av de krav og grenser som følger av revisorloven.

*NARF* viser til at revisors objektivitet og uavhengighet er et grunnleggende prinsipp for revisjonsinstituttet og at det er avgjørende for tiltroen at det finnes fornuftige og mest mulig klart definerte retningslinjer for revisors handlingsrom. Foreningen uttaler følgende i denne forbindelse:

«Alt i alt er det imidlertid vår oppfatning at de foreslåtte, grensedragende forskriftsbestemmelsene er holdt på et balansert og formålstjenlig nivå for i hvilken utstrekning revisor kan/ikke kan involvere seg i revisjonsklientens virksomhetsutøvelse. Om dette har vi for øvrig også merket oss høringsnotatets kommentar som oppfattes dit hen at forskriftsfastsettelsen ikke er ment å innebære materielle endringer som sådan, men i stedet som et nødvendig ledd for å motvirke utviklingen av en praksis hvor revisjonsbransjens egen fortolkning av regelverket om rådgivning har vist seg mer liberal enn det er grunnlag for. Slik vi ser det er sistnevnte en god grunn til å nedfelle de utfyllende reglene i lov- og forskriftsverket, fremfor å overlate innholdsfortolkningen til bransjen selv.»

*ØKOKRIM* uttaler følgende om behovet for å fastsette forskrifter nå:

«ØKOKRIM deler for øvrig Kredittilsynets betraktninger omkring behovet og tidspunktet for gjennomgang av hele revisorloven som følge av nytt åttende selskapsdirektiv. De foreslåtte end-

ringer relatert til § 4–5 bør imidlertid, slik også Kredittilsynet legger opp til, gjennomføres så snart som mulig og ikke utsettes til en slik gjennomgang av loven.»

Også *Den norske Revisorforening* (DnR) er enig med Kredittilsynet i at det kan være behov for å klargjøre revisorlovens bestemmelser om revisors uavhengighet. *Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers, KPMG og Deloitte* uttaler i sitt felles hørings-svar at de er positive til initiativ som bidrar til å styrke revisors uavhengighet. Heller ikke *Noraudit* eller *Næringslivets Hovedorganisasjon* (NHO) bestri-der at det kan være ønskelig med klarere bestemmelser på dette området. *NHO* uttaler i denne forbindelse:

«Det ville kunne lettet både revisors egne vurderinger, og gi enda større veiledning til klienten i forhold til hvilke forventninger denne kan ha om tjenesteyting utover revisjon.»

Disse instansene går imidlertid i mot at det fastsettes en forskriftshjemmel som foreslått av Kredittilsynet.

*DnR* mener at forskriftsforlaget ikke i tilstrekkelig grad bidrar til den ønskede klargjøring av regelverket og at det også på enkelte områder innebærer en innskrenkning av revisors arbeidsområde i forhold til revisorloven. *DnR* viser videre til det arbeid som pågår i EU med modernisering av åttende selskapsrettsdirektiv som innebærer endringer i reguleringen av revisjon og revisorer samt EUs rekkommandasjon om revisors uavhengighet. Foreningen peker på at revisorloven må gjennomgås med sikte på å vurdere nødvendige endringer i loven som følge av det nye regelverket i EU og uttaler blant annet følgende:

«Det er uheldig at revisorlovens regler om uavhengighet nå endres uten at de fulle konsekvensene av EU-rekkommandasjonen om revisors uavhengighet og direktivforlaget samtidig blir vurdert. Vi mener at en helhetlig gjennomgang av hele kapittel 4 i revisorloven vil være å foretrekke både for lovgiver og for dem som skal forholde seg til revisorloven.»

*NHO* mener også at det vil være uheldig om det på nåværende tidspunkt gjøres endringer i uavhengighetsreglene uten at endringene i åttende selskapsrettsdirektiv samtidig blir vurdert. På denne bakgrunn foreslår *NHO* at en eventuell klargjøring av innholdet i eksisterende uavhengighetsbestemmelser foretas i forbindelse med implementeringen av endringene i åttende selskapsrettsdirektiv. *NHO* er videre av den oppfatning at en klargjøring bør

skje gjennom en endring i loven selv og ikke i detaljerte forskrifter. For øvrig uttaler NHO:

«NHO kan heller ikke se at de foreslåtte forskriftsbestemmelser gir en ytterligere avklaring av innholdet i bestemmelsen utover det som følger klart av loven, uten samtidig å snevre inn revisors mulighet til å yte tjenester i forhold til innholdet i revisorloven.»

Også *Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers, KPMG og Deloitte* er uenige i at en nærmere avklaring av tolkningen av revisorloven § 4–5 skal skje i forskrifts form. Disse instansene uttaler om dette:

«Vårt prinsipielle syn er derfor at det bør skje en snarlig tilpasning av uavhengighetsreglene til EUs 8. direktiv, i stedet for en midlertidig forskrift som bare dekker et enkelt område og som allerede er klargjort i EUs rekommandasjon.»

«I påvente av ny revisorlov vil det være mer formålstjenlig om departementet foretok en objektiv vurdering av gjeldende rett og avga en uttalelse i form av et brev til Kredittilsynet og/eller Den norske Revisorforening.»

*Noraudit* er av den oppfatning at det hadde vært en klar fordel dersom lovforståelsen kunne drøftes og om mulig avklares mellom bransjen og Kredittilsynet før eventuelle nye bestemmelser fastsettes.

*Justisdepartementet* har flere merknader til utformingen av lovhjemmelen og stiller blant annet spørsmål ved om ordlyden i den foreslåtte forskriftshjemmelen fullt ut dekker samtlige av de forskriftsbestemmelsene Kredittilsynet foreslår.

*Norsk Øko-forum* har ingen vesentlige merknader til de fremlagte forslagene til endringer.

### 19.1.6 Departementets vurdering

Departementet slutter seg til Kredittilsynets vurdering av at det er behov for fastsettelse av en forskriftshjemmel som gir adgang til å fastsette nærmere regler til presisering av revisorlovens bestemmelser om rådgivning. Departementet viser til at samtlige høringsinstanser i all hovedsak er enige med Kredittilsynet i at det foreligger et behov for klargjøring av disse reglene. Blant de instanser som uttrykkelig uttaler at det er et behov for en slik klargjøring er NHD og FNH. Et flertall av høringsinstansene er videre enige i at en slik klargjøring bør skje ved at det opprettes en forskriftshjemmel og utarbeides nærmere forskrifter slik Kredittilsynet har foreslått. ØKOKRIM fremhever at det er viktig at de foreslåtte forskriftsendringene gjennomføres så snart som mulig.

Enkelte høringsinstanser har avvikende syn på

valg av metode og tidspunkt for en klargjøring av reglene om revisors adgang til å yte rådgivningstjenester. Høringsinstansene har noe ulik begrunnelse for å gå i mot fastsettelsen av en forskriftshjemmel som nevnt.

DnR, Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers, KPMG og Deloitte og NHO går i mot fastsettelse av en forskriftshjemmel på dette området nå under henvisning til den pågående regelverksprosessen i EU, herunder arbeid med nytt åttende selskapsdirektiv. Disse instansene mener at en klargjøring av revisors adgang til å yte rådgivningstjenester bør skje i forbindelse med en generell gjennomgang av uavhengighetsreglene som må foretas på bakgrunn av direktivendringene. Handelshøyskolen BI peker på at forskriftsforslaget bør gjennomgås i lys av de bestemmelser og prinsipper som fremkommer i åttende selskapsrettsdirektiv slik dette har blitt lagt frem av EU-kommisjonen i tiden etter at Kredittilsynets forskriftsforslag ble sendt på høring.

Departementet er kjent med at EU-kommisjonen 16. mai 2002 publiserte en anbefaling om revisors uavhengighet i EU. 16. mars 2004 la EU-kommisjonen videre frem et forslag til modernisert åttende selskapsdirektiv om lovbestemt revisjon. Direktivforslagets kapittel V inneholder regler om revisors uavhengighet. Dette forslaget er ennå ikke vedtatt og dermed heller ikke del av EØS-avtalen. Forslaget ventes sluttbehandlet i løpet av første halvdel av 2005 med en frist for gjennomføring i medlemslandene på minimum 18 måneder.

Departementet mener det er behov for forskrifter som presiserer revisors adgang til å yte rådgivningstjenester uavhengige av de foreslåtte endringene i åttende selskapsrettsdirektiv. Departementet anser at det vil være tilstrekkelig med en adgang til i forskrift å presisere og klargjøre forholdet til gjeldende lovregler. Etter departementets oppfatning er disse lovreglene i all hovedsak i overensstemmelse både med den nevnte EU-anbefalingen og med foreliggende forslag til modernisert åttende selskapsrettsdirektiv når det gjelder revisors adgang til å yte rådgivningstjenester. De ulikhetene som fremkommer mellom disse og revisorloven synes i det vesentligste å være ulikheter med hensyn til tilnærming og system. Departementet er videre enig med Kredittilsynet i at det er behov for å foreta en klargjøring av bestemmelsene om revisors adgang til å yte rådgivningstjenester allerede nå, særlig på bakgrunn av at revisjonsbransjen legger til grunn en annen fortolkning av regelverket enn den tilsynsmyndighetene legger til grunn. Departementet anser at gjeldende rundskriv om revisors rådgivningsvirksomhet ikke er et tilstrekkelig egnet virkemiddel i denne sammenheng.

Departementet foreslår etter dette et nytt femte ledd i revisorloven § 4–5 som gir departementet adgang til å gi forskrift med utfyllende bestemmelser til paragrafen.

Justisdepartementet har i sin høringsuttalelse stilt spørsmål ved om ordlyden i den foreslåtte forskriftshjemmelen fullt ut dekker samtlige av de forskriftsbestemmelsene Kredittilsynet foreslår. Departementet oppfatter at dette særlig gjelder presiseringer knyttet til rådgivning ytt av noen revisor har samarbeidsavtale med, jf. bestemmelsene om dette i revisorloven § 4–7. Departementet foreslår på denne bakgrunn at revisorloven § 4–7 om samarbeidsavtaler, eierandeler mv. endres slik at denne bestemmelsen får anvendelse både på lov- og forskriftsfastsatte bestemmelser om rådgivning.

Departementet tar sikte på å fastsette forskrifter, på bakgrunn av høringen av Kredittilsynets forslag til forskriftsbestemmelser, snarest mulig etter en eventuell vedtakelse av forslaget til forskriftshjemmel.

## 19.2 Innholdet av revisjonsberetningen

### 19.2.1 EØS-regler etter direktiv 2003/51/EF

Ved EØS-komiteens beslutning nr. 176/2003 av 5. desember 2003 ble vedlegg IX (finansielle tjenester) og vedlegg XXII (selskapsrett) i EØS-avtalen endret for å innlemme europaparlaments- og rådsdirektiv 2003/51/EF om endring av direktiv 78/660/EØF, 83/349/EØF, 86/635/EØF og 91/674/EØF om årsregnskaper og konsoliderte regnskaper for visse selskapsformer, banker og andre finansinstitusjoner og forsikringsselskaper. Stortinget ga 1. juni 2004 samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning, jf. St.prp. nr. 58 og Innst.S. nr. 202 (2003–2004).

Formålet med direktiv 2003/51/EF er å legge til rette for at medlemsstatene kan harmonisere sin regnskapslovgivning med de internasjonale regnskapsstandardene IFRS, styrke årsberetningen samt gi mer sammenlignbare og forståelige revisjonsberetninger gjennom endringer i kravene til utformingen og innholdet av revisjonsberetningen i tråd med internasjonal beste praksis.

I proposisjonen her fremmes forslag til gjennomføring av direktiv 2003/51/EF artikkel 1 nr. 18 (ny artikkel 51a i fjerde selskapsrettsdirektiv – direktiv 78/660/EØF) og artikkel 2 nr. 11 (endret artikkel 37 i syvende selskapsrettsdirektiv – direktiv 83/349/EØF) om minstekrav til innholdet av revisjonsberetningen. Forslag til gjennomføring av øv-

rige EØS-regler etter direktivet som krever gjennomføring i norsk rett, er fremmet i Ot.prp. nr. 89 (2003–2004). EØS-reglene etter direktiv 2003/51/EF skal gjennomføres i norsk rett innen 1. januar 2005, jf. direktivet artikkel 5.

### 19.2.2 Høring

Departementet sendte 17. februar 2004 på høring et høringsnotat utarbeidet av Kredittilsynet om endringer i kravene til revisjonsberetningen i revisorloven § 5–6 til gjennomføring av de EØS-reglene etter direktiv 2003/51/EF som gjelder innholdet av revisjonsberetningen.

Høringsnotatet ble sendt på høring til følgende instanser:

- Alle departementene
- Den norske Revisorforening
- Finansnæringens Hovedorganisasjon
- Forbrukerombudet
- Forbrukerrådet
- Handelshøyskolen BI
- Kommunenes Sentralforbund
- Konkurransetilsynet
- Kredittilsynet
- Landslaget for Regnskapskonsulenter
- Landsorganisasjonen i Norge
- Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening
- Norges Handelshøyskole
- Norges Kommunerevisorforening
- Norske Privatskolers Landsforbund
- Næringslivets Hovedorganisasjon
- Oljeindustriens Landsforening
- Regjeringsadvokaten
- Riksrevisjonen
- Skattedirektoratet
- Skatterevisorenes Forening
- Statistisk Sentralbyrå
- Stortingets ombudsmann for forvaltningen
- ØKOKRIM

Følgende instanser har gitt merknader i høringen:

- Den norske Revisorforening
- Finansnæringens Hovedorganisasjon
- Handelshøyskolen BI
- Justis- og politidepartementet
- Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening
- Nærings- og handelsdepartementet
- Skattedirektoratet
- ØKOKRIM

Øvrige instanser har ikke svart eller opplyst at de ikke har merknader.

### 19.2.3 Gjeldende rett

Etter revisorloven § 5–6 annet ledd skal revisor i revisjonsberetningen bekrefte at revisjonen er utført i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk. Etter tredje ledd skal revisor i revisjonsberetningen uttale seg om følgende forhold:

1. om årsregnskapet er utarbeidet og fastsatt i samsvar med lov og forskrifter,
2. om den revisjonspliktiges ledelse har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av regnskapsopplysninger,
3. om opplysninger i årsberetningen om årsregnskapet, forutsetningen om fortsatt drift og forslag til anvendelse av overskudd eller dekning av tap, er i samsvar med lov og forskrifter, samt om opplysningene er konsistent med årsregnskapet.

Etter § 5–6 fjerde ledd skal revisor, dersom regnskapet ikke gir de opplysninger om foretakets resultat og stilling som burde vært gitt, presisere dette eller ta forbehold og eventuelt gi nødvendige tilleggsopplysninger i sin beretning. Etter femte ledd skal det angis særskilt dersom revisor finner at regnskapet ikke bør fastsettes slik det foreligger.

Etter § 5–6 syvende ledd skal revisor som reviderer årsregnskap for et morselskap avgi en særskilt revisjonsberetning for konsernet. Bestemmelsene i første til sjette ledd gjelder tilsvarende.

### 19.2.4 EØS-rett

Innlemmelsen av direktiv 2003/51/EF i EØS-avtalen er omtalt i pkt. 19.2.1. Direktivet endrer blant annet bestemmelsene om revisjonsberetning i fjerde selskapsrettsdirektiv (direktiv 78/660/EØF) og syvende selskapsrettsdirektiv (direktiv 83/349/EØF).

Fjerde selskapsrettsdirektiv ny artikkel 51a lyder (norsk oversettelse gjengitt i St.prp. nr. 58 – 2003–2004):

1. Rapporten fra revisorene som foretar lovfestet revisjon skal inneholde:
  - a) en innledning som, som et minstekrav, skal opplyse om hvilket årsregnskap den lovfestede revisjonen omfatter, samt hvilket system for finansiell rapportering som er brukt i utarbeidingen av det,
  - b) en beskrivelse av omfanget av den lovfestede revisjonen som, som et minstekrav, skal opplyse om hvilke revisjonsstandarder den lovfestede revisjonen ble foretatt i samsvar med,
  - c) en revisoruttalelse som skal gi klart ut-

- trykk for revisorenes oppfatning av hvorvidt årsregnskapet gir et sant og rettfærdig bilde i samsvar med det relevante systemet for finansiell rapportering og, der det er hensiktsmessig, hvorvidt årsregnskapet oppfyller lovfestede krav; revisoruttalelsen skal være enten med forbehold, uten forbehold eller negativ eller, dersom revisorene ikke er i stand til å avgi en revisoruttalelse, en erklæring om at en uttalelse ikke kunne avgis,
- d) en henvisning til eventuelle forhold som revisorene viet særlig oppmerksomhet uten at de tok forbehold om det i revisoruttalelsen,
- e) en uttalelse om årsberetningen er eller ikke er i samsvar med årsregnskapet for samme regnskapsår.
2. Revisjonsrapporten skal underskrives og dateres av revisorene som foretar lovfestet revisjon.»

Syvende selskapsrettsdirektiv endret artikkel 37 lyder (norsk oversettelse gjengitt i St.prp. nr. 58 – 2003–2004):

1. Selskapenes konsoliderte regnskap skal revideres av en eller flere personer som er godkjent av den medlemsstaten hovedforetaket er underlagt lovgivningen til, for å foreta lovfestede revisjoner i henhold til åttende rådsdirektiv 84/253/EØF av 10. april 1984 om godkjennelse av personer med ansvar for lovfestet revisjon av regnskaper. Personen eller personene som har ansvar for å revidere det konsoliderte regnskapet (heretter kalt: revisor) skal også avgi en uttalelse om hvorvidt den konsoliderte årsberetningen er eller ikke er i samsvar med det konsoliderte regnskapet for samme regnskapsår.
2. Den lovfestede revisjonsrapporten skal inneholde:
  - a) en innledning som, som et minstekrav, skal opplyse om hvilket årsregnskap den lovfestede revisjonen omfatter, samt hvilket system for finansiell rapportering som er brukt i utarbeidingen av det,
  - b) en beskrivelse av omfanget av den lovfestede revisjonen som, som et minstekrav, skal opplyse om de revisjonsstandardene den lovfestede revisjonen ble foretatt i samsvar med,
  - c) en revisoruttalelse som skal gi klart uttrykk for nevnte revisors oppfatning av hvorvidt årsregnskapet gir et sant og rettfærdig bilde i samsvar med det relevante systemet for finansiell rapportering og, der det er hensiktsmessig, hvorvidt det konsoliderte årsregnskapet opp-

- fyller lovfestede krav; revisoruttalelsen skal være enten med forbehold, uten forbehold eller negativ eller, dersom nevnte revisorer ikke er i stand til å avgi en revisoruttalelse, en erklæring om at en uttalelse ikke kunne avgis,
- d) en henvisning til eventuelle forhold som revisorene viet særlig oppmerksomhet uten at de tok forbehold om det i revisoruttalelsen,
  - e) en uttalelse om hvorvidt den konsoliderte årsberetningen er eller ikke er i samsvar med det konsoliderte regnskapet for samme regnskapsår.
3. Revisjonsrapporten skal underskrives og dateres av revisorene.
  4. Dersom hovedforetakets årsregnskap er knyttet til det konsoliderte regnskapet, kan revisjonsrapporten som kreves i denne artikkel, kombineres med en revisjonsrapport om hovedforetakets årsregnskap, som kreves i henhold til artikkel 51 i direktiv 78/660/EØF.»

### 19.2.5 Kredittilsynets forslag

Kredittilsynet tar i høringsnotatet særskilt opp kravet etter direktivet om at revisor skal uttale seg om hvorvidt revisjonsklientens årsregnskap gir et "rettvisende bilde" ("true and fair view") i overensstemmelse med det relevante regelverket for finansiell rapportering. Kredittilsynet understreker at kravet henger sammen med det overordnede kravet i fjerde selskapsrettsdirektiv om at årsregnskapet skal gi et rettvisende bilde av selskapets eiendeler, gjeld, finansielle stilling og resultat. Kredittilsynet uttaler i høringsnotatet bl.a. følgende om gjeldende rett og behovet for lovendring:

«Revisorloven inneholder i § 5–6 krav til hva revisor skal uttale seg om i revisjonsberetningen. Det fastsettes i § 5–6 tredje ledd nr. 1 at revisor skal uttale seg om årsregnskapet er utarbeidet og fastsatt i samsvar med lov og forskrifter, herunder regnskapsloven § 4–6 om god regnskapsskikk. Direktivet krever imidlertid som nevnt at revisor i revisjonsberetningen spesifikt skal uttale seg om hvorvidt årsregnskapet gir et rettvisende bilde i overensstemmelse med det relevante regelverket for finansiell rapportering.

Kredittilsynet vurderer det derfor som nødvendig at et slikt krav tas inn i revisorloven § 5–6.»

I brev 5. februar 2004 – oversendelsen av høringsnotatet til departementet – vurderer Kredittilsynet videre at øvrige bestemmelser i direktiv

2003/51/EF ikke nødvendiggjør behov for endringer i revisorlovgivningen.

Kredittilsynet foreslår etter dette å endre revisorloven § 5–6 tredje ledd nr. 1 ved å føye til bestemmelsen om at revisor i revisjonsberetningen skal uttale seg om årsregnskapet er utarbeidet og fastsatt i samsvar med lov og forskrifter, at revisor «herunder [skal uttale seg] om årsregnskapet gir et rettvisende bilde av den regnskapspliktiges finansielle stilling og resultat under hensyn til god regnskapssikk».

I det nevnte oversendelsesbrevet uttaler Kredittilsynet at det har lagt til grunn tilsvarende ordlyd som i Regnskapslovutvalgets forslag i NOU 2003:23 til endring av regnskapsloven § 4–6 om god regnskapsskikk ved å fastsette krav til at «årsregnskapet skal gi et rettvisende bilde av den regnskapspliktiges finansielle stilling og resultat under hensyn til god regnskapsskikk». Kredittilsynet mener at en endring i forhold til regnskapslovutvalgets forslag, bør reflekteres også i innholdet i revisors beretning.

### 19.2.6 Høringsinstansenes merknader

Ingen høringsinstanser har avgjørende innvendinger mot Kredittilsynets forslag.

*Finansnæringens Hovedorganisasjon, Justisdepartementet, Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening og ØKOKRIM* slutter seg til forslaget. *Handelshøyskolen BI, Nærings- og handelsdepartementet og Skattedirektoratet* uttaler at de ikke har innvendinger mot forslaget.

*Handelshøyskolen BI* anser at en konklusjon i revisjonsberetningen om at regnskapet gir et «rettvisende bilde» kan villedende lesere av regnskapet, og ville foretrukket at revisjonsberetningen fortsatt kunne formuleres som i dag. BI uttaler imidlertid videre:

«På den annen side ser vi at den norske revisjonsberetningen i dag er i utakt med de beretninger som benyttes i andre land (og med IFACs beretning [<sup>3</sup> ]), og at det i seg selv kan være uheldig. Dessuten står Norge etter vår oppfatning ikke fritt til å velge i denne forbindelse, gitt vårt EØS-medlemskap. På bakgrunn av dette har vi ingen innvendinger til den foreslåtte lovendringen.»

<sup>3</sup> International Federation of Accountants (IFAC) har bl.a. publisert International Auditing Standard no. 700 (ISA 700) «Auditors Report». Ansvaret for fastsetting av ISA-standarder er nå overtatt av International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB).

*Den norske Revisorforening* viser til at børsnoterte foretak fra 2005 må følge de internasjonale regnskapsstandardene International Financial Reporting Standards (IFRS) i konsernregnskapet i stedet for regnskapsloven og god regnskapsskikk. Foreningen mener derfor at revisjonsberetningen bør tilpasses regnskapsføring etter ulike regnskapsrammeverk. Foreningen uttaler om dette:

«I de fleste tilfeller vil det relevante rammeverket være regnskapsloven og god regnskapsskikk, og for børsnoterte selskaper vil det fra 2005 være IFRS. Revisors uttalelse må derfor henge nøye sammen med det underliggende regnskapsrammeverket og må utformes slik at kravet til vurdering overensstemmer med de krav som stilles til de som fremlegger regnskapet.»

Foreningen mener videre at det er behov for å vurdere om enkelte forhold bør få konsekvenser for utformingen av lovreglene. Foreningen uttaler i sine avsluttende bemerkninger i høringsvaret:

«Vår fremstilling foran viser at forholdet til internasjonale regnskapsstandarder ikke er vurdert i forarbeidene til lovendringen. Børsnoterte selskaper må bruke IFRS i konsernregnskapet fra 2005. For disse regnskapene må konsernrevisor gjøre en vurdering av om regnskapet gir «fair presentation». Om dette skal få konsekvenser for ordlyden i revisorloven § 5–6 må vurderes.

I tillegg er det viktig at Finansdepartementet vurderer og tar høyde for betydningen av forslaget til artikkel 28 nr. 2 i nytt 8. direktiv hvor det fremgår at kommisjonen kan komme til å utvikle en egen revisjonsberetning. Dessuten har International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB) nylig hatt en ny versjon av ISA 700 «Auditors Report» ute til høring. Forslaget til ny revisjonsberetning i denne standarden inneholder vesentlige endringer i forhold til dagens ordlyd. Det er planlagt at standarden skal fastsettes i løpet av 2004. Dette må også vurderes da det kan ha betydning for valget av ordlyd i LRR § 5–6.»

### 19.2.7 Departementets vurdering

Departementet anser at fordelene med de felles EØS-reglene om revisjonsberetning etter fjerde og syvende selskapsrettsdirektiv blir utnyttet best ved å gjennomføre reglene i norsk rett i nært samsvar med utformingen av EØS-reglene. Departementet deler Kredittilsynets vurdering av at det nye EØS-kravet om at revisor skal uttale seg om årsregnskapet gir et rettviseende bilde, nødvendiggjør endringer i kravene til revisjonsberetning i revisorloven.

Etter Kredittilsynets vurdering nødvendiggjør de øvrige nye EØS-reglene om revisjonsberetningen ikke behov for slike endringer. Departementet mener hensynet til gjennomføring av EØS-kravene i nært samsvar med direktivene, tilsier at både kravet om at revisor skal uttale seg om årsregnskapet gir et rettviseende bilde og de øvrige nye EØS-kravene til revisjonsberetningen gjennomføres i revisorloven med bestemmelser som utformes i samsvar med kravene etter fjerde selskapsrettsdirektiv ny artikkel 51a (selskapsregnskapet) og de tilsvarende kravene etter syvende selskapsrettsdirektiv artikkel 37 (konsernregnskapet).

Kredittilsynet har i sitt forslag til gjennomføring av *kravet om at revisor skal uttale seg om et rettviseende bilde* (artikkel 51a nr. 1c), lagt vekt på at bestemmelsen bør samordnes med gjennomføringen i regnskapsloven av det overordnede EØS-kravet etter fjerde selskapsrettsdirektiv artikkel 2 nr. 3 om at årsregnskapet skal gi «et pålitelig bilde av selskapsaktiva og passiva, økonomiske stilling og resultat». Den norske Revisorforening legger i høringen vekt på samordning med de internasjonale regnskapsstandardene International Financial Reporting Standards (IFRS), jf. særlig kravet i IAS 1 til «fair presentation». I Ot.prp. nr. 89 (2003–2004) har departementet både foreslått endringer i regnskapsloven som gjennomfører forordningen om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder (ny § 3–9) og som i samsvar med fjerde selskapsrettsdirektiv artikkel 2 nr. 3 presiserer at «årsregnskapet skal gi et rettviseende bilde av den regnskapspliktiges og konsernets eiendeler og gjeld, finansielle stilling og resultat» (ny § 3–2 a første ledd). Det vises til omtalen av forholdet mellom kravet til et rettviseende bilde etter fjerde selskapsrettsdirektiv og det motsvarende kravet til «fair presentation» etter den internasjonale regnskapsstandard IAS 1 i Ot.prp. nr. 89 pkt. 5.6. Departementet slutter seg til de omtalte vurderingene av behovet for samordning med regnskapsreglene. Departementet anser at disse vil bli mest hensiktsmessig ivare tatt ved en bestemmelse i revisorloven som utformes i samsvar med direktivbestemmelsene. Departementet foreslår etter dette et nytt krav om at revisor i revisjonsberetningen skal gi en klar angivelse av om årsregnskapet etter revisors oppfatning gir et rettviseende bilde i samsvar med det regelverket for finansiell rapportering som er anvendt, jf. forslag til revisorloven § 5–6 fjerde (nåværende tredje) ledd, nytt nr. 1.

Departementet mener at det er behov for å presisere i revisorloven også enkelte av de øvrige nye EØS-kravene til revisjonsberetningen som ikke er omfattet av Kredittilsynets forslag. Dette gjelder

kravene om at revisjonsberetningen skal inneholde en innledning der det minst skal opplyses hvilket årsregnskap som er revidert og hvilket regelverk for finansiell rapportering som er anvendt ved utarbeidelsen av årsregnskapet (fjerde selskapsrettsdirektiv artikkel 51a nr. 1.a), en beskrivelse av hva revisjonen har omfattet der det minst skal opplyses hvilke revisjonsstandarder som er anvendt ved revisjonen (artikkel 51a nr. 1.b) og en henvisning til eventuelle forhold som revisor viet særlig oppmerksomhet uten at det er tatt forbehold om det i revisjonsberetningen (artikkel 51a nr. 1.d), samt kravet om at revisjonsberetningen skal dateres og underskrives av revisor (artikkel 51a nr. 2). Departementet foreslår at disse kravene til revisjonsberetningen presiseres i revisorloven.

Etter departementets vurdering er de øvrige nye EØS-kravene til revisjonsberetningen dekket av gjeldende bestemmelser i revisorloven. Departementet legger til grunn at fjerde selskapsrettsdirektiv artikkel 51a nr. 1 bokstav c om at revisjonsberetningen skal være enten med forbehold, uten forbehold eller negativ eller, dersom revisor ikke er i stand til å avgi en revisoruttalelse, en erklæring om at en uttalelse ikke kunne avgis, er gjennomført ved revisorloven § 5–6 nåværende fjerde og femte ledd, jf. også § 7–1 tredje ledd. Artikkel 51a nr. 1 bokstav e om at revisor skal uttale seg om hvorvidt årsberetningen er eller ikke er i samsvar med det årsregnskapet for samme regnskapsår, er gjennomført ved revisorloven § 5–6 nåværende tredje ledd nr. 3. Syvende selskapsrettsdirektiv artikkel 37 om revisjonsberetningen for konsernregnskapet, er gjennomført ved revisorloven § 5–6 nåværende syvende ledd om at revisor som reviderer årsregnskap for et morselskap skal avgi en særskilt revisjonsberetning for konsernet og at de øvrige bestemmelsene om revisjonsberetning gjelder tilsvarende.

Den norske Revisorforening viser i sin hørings-

uttalelse til en bestemmelse om revisjonsberetning i EU-kommisjonens forslag til nytt åttende selskapsrettsdirektiv om revisorer og revisjon, og mener det bør vurderes om dette skal få betydning for utformingen av kravene i revisorloven. Den foreslåtte bestemmelsen omfatter adgang for Kommisjonen til å vedta en felles standard revisjonsberetning for regnskaper utarbeidet i samsvar med internasjonale regnskapsstandarder. Eventuelle EØS-krav i samsvar med dette vil etter departementets vurdering kreve særskilt gjennomføring i norsk rett uavhengig av de kravene til revisjonsberetningen som vurderes her.

Departementet foreslår etter dette presisere følgende nye krav til revisjonsberetningen i revisorloven § 5–6:

- Revisjonsberetningen skal dateres og underskrives av revisor.
- Revisjonsberetningen skal inneholde en innledning der det minst skal opplyses hvilket årsregnskap som er revidert og hvilket regelverk for finansiell rapportering som er anvendt ved utarbeidelsen av årsregnskapet.
- Revisjonsberetningen skal inneholde en beskrivelse av hva revisjonen har omfattet der det minst skal opplyses hvilke revisjonsstandarder som er anvendt ved revisjonen.
- Revisor skal i revisjonsberetningen gi en klar angivelse av om årsregnskapet etter revisors oppfatning gir et rettviseende bilde i samsvar med det regelverket for finansiell rapportering som er anvendt,
- Det skal henvises til eventuelle forhold som revisor viet særlig oppmerksomhet uten at det er tatt forbehold om det i revisjonsberetningen.

Det vises til lovforslaget del V (revisorloven) endret § 5–6.

## 20 Regulering av handel i børsnoterte aksjer mv. for ansatte i Kredittilsynet

### 20.1 Bakgrunn for lovforslaget

---

Lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (kredittilsynsloven) har ingen generell regulering av adgangen for ansatte i Kredittilsynet til å kjøpe og selge børsnoterte aksjer eller andre børsnoterte verdipapirer. Etter lovens § 7 fjerde ledd kan imidlertid styremedlemmer eller ansatte i Kredittilsynet som utgangspunkt ikke eie aksjer i eller andeler utstedt av institusjoner som er under tilsyn. Av § 7 tredje ledd tredje punktum, følger at tilsynets direktører og styremedlemmer – etter nærmere regler gitt av Kongen – skal gi opplysninger om egen handel i finansielle instrumenter. Det er ikke gitt forskrift om dette, men rapporteringsplikt om egne transaksjoner følger av Kredittilsynets Etske regler og retningslinjer.

De senere år har det bl.a. blitt vedtatt ny lov om verdipapirhandel i 1997, samt nye regler om egenhandel i verdipapirer for ansatte i meglerforetak fra 1999 og skjerpede regler mot ulovlig innsiddehandel fra 2001. Samtidig har Kredittilsynets ansvar og oppgaver med overvåkning av atferd i verdipapirmarkedet blitt utvidet og intensivert. Samlet sett gir dette økt flyt i Kredittilsynet av fortrolig informasjon som kan være av betydning for markedskursen til børsnoterte verdipapirer.

Et nytt og sentralt forhold er at nylig vedtatte og kommende forordninger og direktiver i EU vil kunne medføre nye oppgaver for Kredittilsynet knyttet til børsnoterte foretak. Dette gjelder blant annet oppgaver med kontroll av børsnoterte selskapers regnskapsavleggelse (IAS), som er foreslått lagt til Kredittilsynet, jf. Ot.prp. nr. 89 (2003–2004) om lov om endringer i lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v. (regnskapsloven) – gjennomføring av EØS-regler etter forordning (EF) nr. 1606/2002 om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder m.m. Dersom forslaget blir vedtatt, vil dette kunne gi en betydelig økning i tilgangen til fortrolig informasjon om børsnoterte foretak.

Videre har det vært en økende oppmerksomhet mot gode etiske standarder og atferd i institusjonene under tilsyn og i finansmarkedene. Dette vil også reflekteres i de krav som stilles til Kredittilsynet. Kredittilsynet har et grunnleggende behov for en høy grad av allmenn tillit – i samfunnet generelt og

hos de institusjoner Kredittilsynet er satt til å føre tilsyn med. Slik tillit, og høy integritet hos de ansatte, er avgjørende for Kredittilsynets gjennomslagskraft i markedet og for en god forvaltning av de oppgaver som skal utføres. Det er derfor vesentlig at det ikke skapes tvil om de ansattes integritet, habilitet og etiske standard, ved mistanker om at fortrolig informasjon kan ha blitt misbrukt ved handel i børsnoterte aksjer, og andre egenkapitalinstrumenter, herunder (noterte eller unoterte) derivater til slike (senere omtalt som «børsnoterte aksjer o.l.») eller at avgjørelser som treffes kan være påvirket av ansattes aksjeeie i berørte selskaper mv. På denne bakgrunn fremmet Kredittilsynet i brev 7. oktober 2003 et forslag om at det innføres en forskriftshjemmel til å innføre forbud mot handel i børsnoterte aksjer og lignende for Kredittilsynets ansatte.

### 20.2 Gjeldende rett

---

I følge kredittilsynsloven § 7 fjerde ledd er det forbudt for ansatte og styremedlemmer i Kredittilsynet å eie aksjer i eller andeler utstedt av institusjoner som er under tilsyn. Det samme gjelder for styrets varamedlemmer, observatører og observatørers stedfortredere, jf. kredittilsynsloven § 7 siste ledd. Institusjoner som er under tilsyn av Kredittilsynet er blant annet banker, forsikringsselskaper og finansieringsforetak, jf. kredittilsynsloven § 1.

Kredittilsynsloven har i dag ingen regulering av nærstående verdipapirtransaksjoner, heller ikke i forhold til handel i aksjer og andre verdipapirer utstedt av institusjoner under tilsyn.

### 20.3 Forslaget

---

I vedlegg til Kredittilsynets brev 7. oktober 2003 foreslås et nytt femte ledd i kredittilsynsloven § 7:

«Kongen kan i forskrift fastsette forbud mot eller andre begrensninger i adgangen for tilsynets tjenestemenn til å erverve eller avhende aksjer eller andre egenkapitalinstrumenter notert på norsk børs eller autorisert markedsplass, eller derivater eller andre rettigheter til



slike. Bestemmelsene kan også gjelde handler i fremmed navn og regning. Det kan også gis bestemmelser om ansattes plikt til rapportering av transaksjoner i finansielle instrumenter til Kredittilsynet eller departementet, herunder om erverv og avhendelser hos personlige nærstående som nevnt i aksjeloven § 1–5 annet ledd. Rapporteringsplikt knyttet til personlige nærstående kan også omfatte finansielle instrumenter utstedt av institusjoner under tilsyn, eller derivater til slike.»

I brev 7. oktober 2003 gjør Kredittilsynet rede for forslaget, og uttaler blant annet:

«Kredittilsynet foreslår at det fremmes lovendingsforslag om en forskriftshjemmel i kredittilsynsloven for fastsettelse av et forbud for Kredittilsynets ansatte mot visse typer verdipapirhandel. Forbudet foreslås å gjelde handel i – erverv og avhendelse av – aksjer og andre egenkapitalinstrumenter som er notert på norsk børs eller autorisert markeds plass som er under tilsyn fra Kredittilsynet. Forbudet bør også gjelde derivater eller andre rettigheter til slike aksjer/egenkapitalinstrumenter. Det foreslås ikke noe tilsvarende forbud for den ansattes nærstående, men at det gis hjemmel til forskrifter om plikt for den ansatte til å rapportere nærståendes transaksjoner i slike verdipapirer, samt i verdipapirer utstedt av institusjoner under tilsyn.

Det foreslås ikke noe generelt forbud mot selve det å eie børsnoterte aksjer o.l. Et handleforbud skal hindre de aktive transaksjoner og vil altså ikke være til hinder for at ansatte er eller blir eier av slike verdipapirer ved arv, gave o.l., ved nyansettelser eller ved ikraftsettelse av et nytt handleforbud. I denne sammenheng forutsettes at forskriften vil inneholde nærmere bestemmelser om dispensasjon fra handleforbudet, slik at ansatte etter visse rutiner for eksempel kan selge slike aksjer i forbindelse med generelle oppkjøpstilbud, for å finansiere boligkjøp osv. Habilitetsproblemer knyttet til slikt eierskap hos ansatte forutsettes håndtert ved de alminnelige habilitetsbestemmelser og Kredittilsynets Etske regler og retningslinjer. For visse typer stillinger – særlig knyttet til håndhevelsen av regelverk for adferd i børsmarkedet og til eventuell prospekt- og regnskapskontroll overfor børsnoterte selskaper – er det likevel sterke grunner som taler for et forbud også mot å eie børsnoterte aksjer mv. av noen betydning. Det kan her lettere oppstå interessekonflikter i forholdet mellom den ansattes eierposisjon og avgjørelser knyttet til et børsnotert foretak. Slike forbud forutsettes vurdert og avklart på individuell basis med grunnlag i de Etske regler og retningslinjer og den enkeltes ansettelsesavtale.

Forslaget er i korte trekk basert på at det i Kredittilsynet har vært økende tilgang til fortrolig og kurssensitiv informasjon om børsnoterte selskaper (utover institusjoner under tilsyn). Dette er særlig knyttet til arbeidet med håndhevelse av adferdsreglene i verdipapirmarkedet, tilsyn med børsen mv., men slik informasjon kommer også inn som kundeopplysninger ved tilsyn med bankene, samt med de børsnoterte foretakenes revisorer og ved innsyn i verdipapirforetakenes virksomhet og handelsportefølje. Vesentlig er ellers at Kredittilsynet ventelig vil få nye oppgaver knyttet til de børsnoterte selskaperenes regnskapsavleggelse, prospektutgivelser osv. Dette er ansvarsområder som i betydelig grad vil kunne øke omfanget av fortrolig og kursrelevant informasjon om børsnoterte foretak i Kredittilsynet. Hvor omfattende disse oppgavene vil bli, og når de kommer, er imidlertid ikke avklart.

Det bærende hensyn bak en regulering av de ansattes handel i børsnoterte aksjer o.l. er Kredittilsynets grunnleggende behov for en høy grad av allmenn tillit – i samfunnet generelt og hos de institusjoner Kredittilsynet er satt til å føre tilsyn med. Slik tillit, og høy integritet hos de ansatte, er avgjørende for Kredittilsynets gjennomslagskraft i markedet og for en god forvaltning av de oppgaver som skal utføres. Det er derfor vesentlig at det ikke skapes tvil om de ansattes integritet, habilitet og etiske standard, ved mistanker om at fortrolig informasjon kan ha blitt misbruk ved handel i børsnoterte aksjer o.l., eller at avgjørelser som treffes kan være påvirket av ansattes aksjeeie i berørte selskaper mv. Det kreves her et nivå for adferden som er klart utover det som er grensene for det formelt straffbare etter lovgivningen generelt.

Som en offentlig institusjon som er satt til å ha tilsyn og kontroll med at andre etterlever lover og regelverk, og at aktørene i finansnæringen etterlever standarder om god forretningskikk, må Kredittilsynet selv forvente og akseptere krav om høy standard og integritet. Selv om det ikke foreligger tilfeller hvor ansatte i Kredittilsynet har vært mistenkt for å misbruke fortrolig informasjon, er det vesentlig å forebygge slik mistanke – berettiget eller uberettiget. Dette blir enda viktigere fremover med en økende tilgang til fortrolig informasjon om børsnoterte foretak, som følge av fortsatt styrking av tilsynet med adferden i verdipapirmarkedet og nye oppgaver for Kredittilsynet knyttet til de børsnoterte selskaperenes regnskapsavleggelse, prospektutgivelser osv. Det sistnevnte er oppgaver som i dag i stor grad utføres av Oslo Børs, hvor de ansatte har generelt forbud med hjemmel i børsloven mot å handle børsnoterte aksjer og andre verdipapirer.

Kredittilsynet har kommet til at alternative

reguleringsmåter i form av forhåndsklaring, etablering av informasjonssperrer og lignende, ikke i nødvendig grad vil ivareta de nevnte hensyn. Et forbud for Kredittilsynets ansatte mot å handle aksjer og egenkapitalinstrumenter notert på norsk børs, vil gi en klar, tydelig og forutberegnlig regulering, både for de ansatte og for omverdenen. En generell svakhet ved de nevnte alternativer til et mer generelt forbud, er at ingen av dem vil kunne hindre ubegrunnede oppslag eller mistanker rundt transaksjoner foretatt av ansatte i Kredittilsynet. Selv om den handlende har overholdt gjeldende regelverk vil et slikt oppslag kunne føre til renommétap for Kredittilsynet.

Som nevnt er det ikke avklart når og i hvilket omfang Kredittilsynet vil få nye oppgaver, særlig knyttet til kontroll av prospekter og internasjonale regnskapsstandarder (IAS) for børsnoterte foretak. Det foreslås derfor at den konkrete utforming og fastsettelse av en forskrift om handleforbud og rapportering utstår til det foreligger nærmere avklaring av omfang og organisering av slike oppgaver for Kredittilsynet. Kredittilsynet kan da etter behandling i styret komme tilbake med et forskriftsutkast, med blant annet nærmere regulering av hvilke typer transaksjoner som skal omfattes, dispensasjonsadgang mv.

Kredittilsynet har som nevnt ikke foretatt noen nærmere vurdering i denne omgang av regulering av aksjehandel mv. for medlemmer av Kredittilsynets styre. Ved behandlingen den 28. august d.å. av det forslag som nå oversendes, besluttet imidlertid styret at det i forbindelse med behandlingen av forskriftssaken vil ta stilling til hvorvidt styret gjennom et eget vedtak skal utvide forbudet til også å gjelde styrets egne medlemmer.»

## 20.4 Høringsinstansenes merknader

Forslaget fra Kredittilsynet har vært på høring til lokalavdelingene av Norsk Tjenestemannslag, Norges Juristforbund, Norske Siviløkonomers Forening og Samfunnsøkonomenes fagforening i Kredittilsynet.

Både *Norsk Tjenestemannslag* og *Norges Juristforbund* støtter forslaget om lovendring. *Juristforbundet* uttaler følgende i forbindelse med høringen:

«Juristforbundet slutter seg til administrasjonens forslag om handleforbud for Kredittilsynets ansatte, særlig av hensyn til renommèrisikoen. Forbundet er enig i at oppslag i media, berettigede eller uberettigede, med mistanke om at ansatte i sitt arbeid har vært påvirket av egen

interesser i selskaper, må unngås, selv om dette vil kunne påvirke de ansattes økonomiske handlefrihet. Dette vil etter forbundets mening bli enda viktigere dersom Kredittilsynet skulle få ansvar for eksempel for prospektkontroll.

Juristforbundet er også enig i at handler gjort av den ansattes nærstående kan få betydning for tilliten til Kredittilsynet. Forbundet er imidlertid enig i at det ikke innføres handleforbud for ansattes nærstående. Forutsetningen om at Kredittilsynets ansatte overholder sin taushetsplikt også overfor nærstående, må ligge til grunn for denne vurderingen. Juristforbundet støtter forslaget om at det skal innføres en rapporterings- eller meldeplikt for nærståendes transaksjoner. Det påpekes imidlertid at den ansatte i Kredittilsynet ikke i alle tilfeller har kunnskap om transaksjoner foretatt av nærstående, for eksempel dersom den nærstående er selvstendig næringsdrivende og at det ikke kan være aktuelt å pålegge den ansatte en undersøkelsesplikt. Juristforbundet legger til grunn for sin vurdering det som er sagt i forslaget om at bestemmelsen om rapporterings- eller meldeplikt ikke skal forstås som grunnlag for en lovhjemlet plikt for den nærstående til å gi den ansatte i Kredittilsynet opplysninger som den nærstående eller ikke vill gitt. Juristforbundet er enig i at forståelsen av «nærstående» i denne sammenheng skal være sammenfallende med definisjonen i aksjeloven.»

*Norske Siviløkonomers Forening* er imot forslaget om lovendring. Organisasjonen mener gjeldende regler i verdipapirhandelloven og Kredittilsynets etiske retningslinjer gir tilstrekkelig sikkerhet til å ivareta Kredittilsynets behov for allmenn tillitt. Videre legger foreningen til grunn at den enkelte ansatte selv bør ha frihet til å velge hvordan han skal forvalte sin formue, innenfor de rammer som følger av eksisterende lovverk. Foreningen viser også til at forslaget vil være en ytterligere hindring for rekruttering fra finansnæringen til Kredittilsynet, og peker på at dette er uheldig.

*Samfunnsøkonomenes fagforening* uttaler følgende om forslaget:

«SFF-Kredittilsynet erkjenner at det er viktig at det ikke kan stilles spørsmål ved om Kredittilsynets ansatte har fordel av den informasjon de får gjennom sitt arbeid i tilsynet eller at personlige interesser kan påvirke ansattes standpunkter. På denne bakgrunn anser SFF-Kredittilsynet det som rimelig at det en foretas ytterligere regulering av de ansattes handel med børsnoterte aksjer og andre egenkapitalinstrumenter.

SFF-Kredittilsynet vil imidlertid understreke at adgangen til å handle børsnoterte aksjer er en allmenn rett i vårt samfunn som kan ha be-

tydning for den enkeltes økonomi. Foreningen forventer derfor at Finansdepartementet tar hensyn til dette ved fastsettelse av fremtidige lønnsrammer for Kredittilsynet.»

## 20.5 Departementets vurdering

Kredittilsynets ansvar og oppgaver med overvåking av atferd i verdipapirmarkedet er blitt utvidet og intensivert de siste årene. Blant annet har Kredittilsynet siden mars 2001 hatt tilsyn med børser og autoriserte markedsplasser. Dette inkluderer blant annet tilsyn med og oppfølging av den overvåking børsen selv har av markedet for børsnoterte verdipapirer, utsteders informasjonsplikt mv. Dette gir en økt flyt av fortrolig informasjon i Kredittilsynet som kan være av betydning for markedskursen til børsnoterte verdipapirer. Fortrolig informasjon tilflyter også Kredittilsynet gjennom tilsynet med bankene, med de børsnoterte foretakenes revisorer og ved innsyn i verdipapirforetakenes virksomhet og handelsporteføljer mv.

Omfanget av fortrolig informasjon i Kredittilsynet kan videre øke som følge av vedtatte og kommende forordninger og direktiver i EU. Det er nylig foreslått at kontroll med børsnoterte foretaks regnskapsavleggelse legges til Kredittilsynet, jf. Ot. prp. nr. 89 (2003–2004).

Med stadig økende fokus på gode etiske standarder og atferd i institusjonene under tilsyn og i finansmarkedene generelt, er det viktig at disse krav

også reflekteres i regelverket som gjelder for Kredittilsynet. Som offentlig institusjon som er satt til å ha tilsyn og kontroll med at andre etterlever lover og regelverk, og at aktørene i finansmarkedet etterlever standarder som god forretningsskikk, må det forventes at det stilles høye krav til standard og integritet i Kredittilsynet. Det er vesentlig å forebygge mistanker om at fortrolig informasjon er misbrukt av ansatte i tilsynet, enten disse er berettiget eller uberettiget. Dette vil bli enda viktigere fremover med økt tilgang til fortrolig informasjon om børsnoterte foretak.

Departementet ser også at det kan være behov for en rapporteringsplikt i forhold til aksjer som innehas av den ansattes nærstående. En slik rapporteringsplikt vil bidra til å øke bevisstheten rundt den risiko slike transaksjoner kan innebære for tilsynets ansatte, og vil også gi økt sikkerhet for at eventuelle habilitetsproblemer blir behandlet på en forsvarlig måte. Departementet viser til at tilsvarende rapporteringsplikt allerede er innført for ansatte ved Oslo Børs.

Departementet slutter seg på denne bakgrunn til forslaget fra Kredittilsynet, og foreslår å innføre en forskriftshjemmel til å fastsette forbud mot at tilsynets ansatte kan erverve eller avhende aksjer eller andre egenkapitalinstrumenter noterte på norsk børs eller autorisert markedsplass. Det foreslås videre at bestemmelsen også gir hjemmel til å fastsette rapporteringsplikt for transaksjoner i finansielle instrumenter gjort av den ansatte selv eller nærstående.

## 21 Økonomiske og administrative konsekvenser

### 21.1 Gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.

---

#### 21.1.1 Administrative konsekvenser

Lovforslaget antas ikke å medføre administrative konsekvenser av vesentlig betydning.

På enkelte punkter vil det måtte utarbeides nye forskrifter. Det arbeid dette medfører, vil imidlertid knytte seg til en overgangsperiode.

Gjennomføringen av direktivet vil medføre enkelte nye ansvarsoppgaver for tilsynsmyndighetene, blant annet gjennom nye oppgaver knyttet til tilsyn og sanksjoner. Forøvrig antas ikke forslagene å medføre vesentlige endringer i myndighetenes oppgaver.

#### 21.1.2 Økonomiske konsekvenser

Et overordnet mål med verdipapirhandelloven er å legge forholdene til rette for en sikker, ordnet og effektiv verdipapirhandel. Hensynet til verdipapirmarkedenes tillit er det bærende hensyn bak de eksisterende norske reglene om innsidehandel og markedsmanipulasjon. Det sentrale formålet med det nye markedsmissbruksdirektivet er også å legge til rette for øket tillit til de europeiske verdipapirmarkedene gjennom nye krav til sanksjonering av markedsmissbruk og videreføring av krav til sanksjonering av innsidehandel i nasjonal rett. De endringer som nå foreslås bidrar etter departementets syn til dette. Forøvrig antas det at forslaget ikke har vesentlige økonomiske konsekvenser.

Gjennomføring av direktivet i norsk rett vil kunne medføre noe økte kostnader for aktørene i verdipapirmarkedet. Dette gjelder blant annet gjennomføring av kravene om føring av lister over personer med tilgang til innsideinformasjon, rapportering av mistenkelige transaksjoner og ved utarbeidelse av analyser- og investeringsanbefalingene. Utvidelse av innsidehandelsforbudet til varederivater vil kunne medføre noe økte kostnader for aktørene i dette markedet, herunder for varederivatbørsen (for eksempel i form av økte markedsovervåkningskostnader). Gjennomføringen av direktivet vil medføre

nye ansvarsoppgaver for tilsynsmyndighetene, blant annet gjennom nye oppgaver knyttet til tilsyn og sanksjoner.

### 21.2 Sikringsordning for verdipapirforetak

---

Forslaget innebærer en omgjøring av en individuell garantiordning til en kollektiv ordning for sikkerhetsstillelse. Alle verdipapirforetak vil etter forslaget bli pålagt å være medlem i Verdipapirforetakenes sikringsfond. For medlemmene vil ordningen innebære at det enkelte foretak ikke lenger bare skal være ansvarlig for sine egne feil overfor investorer, men nå til en viss grad kan bli indirekte ansvarlig også for andre foretaks feil. Dette vil kunne innebære visse økonomiske konsekvenser for medlemmene. Kapitaloppbygging og finansiering av fondet vil, på samme måte som andre sikringsordninger, ha økonomiske konsekvenser for medlemmene og deres kunder.

Forslaget til endringer antas ikke å medføre vesentlige økonomiske eller administrative konsekvenser for offentlige myndigheter.

### 21.3 Endringer i revisorloven

---

Forslagene til endringer i revisorloven antas ikke å medføre vesentlige økonomiske eller administrative konsekvenser. Forslaget til endrede krav til revisjonsberetningen vil kreve visse tilpasninger i revisors rutiner.

### 21.4 Regulering av handel i børsnoterte aksjer mv. for ansatte i Kredittilsynet

---

Forslaget antas ikke å ha økonomiske eller administrative konsekvenser for Kredittilsynet av særlig omfang.

## 22 Merknader til de enkelte bestemmelser

### 22.1 Endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven):

---

#### *Til § 1–7 første ledd*

Varederivater likestilles i utgangspunktet med andre finansielle instrumenter i forhold til reglene i vphl. kapittel 2. Dette tilsier at reglene i kapittel 2 gis generell anvendelse overfor varederivater. Det vil således bero på det nærmere innholdet i hver enkelt bestemmelse i kapittel 2 hvorvidt reglene får anvendelse for handel i varederivater. I det minste vil §§ 2–1, 2–2 fjerde ledd, 2–3, 2–4, 2–7, 2–8, 2–9, 2–10 og 2–11 være aktuelle for handel med varederivater. Det vises til omtale i punkt 3.5.

#### *Til § 2–1 Anvendelsesområde*

Bestemmelsen angir virkeområdet for kapittel 2. Kapittel 2 gjelder for finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs eller autorisert markedsplass. § 2–9 gjelder også for finansielle instrumenter som ikke er eller søkes notert på norsk børs eller autorisert markedsplass. Det vises til markedsmisbruksdirektivet art. 9.

Ifølge *annet ledd* gjelder §§ 2–3, 2–4 og 2–7 tilsvarende for finansielle instrumenter som ikke omfattes av første ledd så fremt deres verdi avhenger av finansielle instrumenter som nevnt i første ledd. Dette vil bl.a. omfatte ikke-børsnoterte derivater. Det vises til markedsmisbruksdirektivet art. 9.

Etter *tredje ledd* gjelder §§ 2–3, 2–4, 2–7 og 2–8 tilsvarende for handlinger foretatt i Norge i tilknytning til finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked i en annen EØS-stat eller der det er søkt om slik notering. Med regulert marked menes marked som definert i direktiv 93/22/EØF art. 1 nr. 13. Det vises til markedsmisbruksdirektivet art. 10.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i punkt 3.5.

#### *Til § 2–2 Definisjon av innsideinformasjon*

*Første, andre og tredje ledd* er en videreføring av gjeldende regler. Det er ikke tilsiktet noen materiell endring i det norske innsidehandelforbudet, jf. omtale i punkt 4.5. Det vises til markedsmisbruks-

direktivet art. 1 nr. 1 og første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 og nr. 2.

I *fjerde ledd* angis definisjon av innsideinformasjon om varederivater. Dette er nytt i forhold til gjeldende rett. Det vises til markedsmisbruksdirektivet art. 1 nr. 1 annet ledd og tredje kommisjonsdirektiv art. 2 og art. 4.

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 4.

#### *Til § 2–3 Misbruk av innsideinformasjon*

Bestemmelsen er i hovedsak en videreføring av misbruksreservasjonen i tidligere vphl. § 2–1 annet ledd. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 4. Når det gjelder hva som anses som innsideinformasjon, vises det til § 2–2 og omtale i kapittel 4. Det vises til markedsmisbruksdirektivet art. 2, jf. art. 4.

#### *Til § 2–4 Taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering*

Taushetspliktregelelen gjelder ifølge *første ledd* enhver som har innsideinformasjon. Dette innebærer en utvidelse i forhold til gjeldende vphl. § 2–2 første ledd.

I *annet ledd* første punktum videreføres krav om tilbørlig informasjonshåndtering med visse presiseringer, jf. gjeldende vphl. § 2–2 første ledd annet punktum. Nytt annet punktum pålegger utsteder av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon å ha rutiner for sikker behandling av slik informasjon.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5. Det vises for øvrig til markedsmisbruksdirektivet art. 3 bokstav a. Når det gjelder hva som anses som innsideinformasjon, vises det til § 2–2 og omtale i kapittel 4.

#### *Til § 2–5 Liste over personer med tilgang til innsideinformasjon*

*Første ledd* viderefører plikten for utsteder av finansielle instrumenter til å føre innsidelister, dvs. lister over rådgivere, medhjelpere og oppdragstakere mv. som gis tilgang til innsideinformasjon. I tillegg

skal utsteder føre slike lister også over personer internt i foretaket som har tilgang til innsideinformasjon. Det må vurderes konkret hva som anses for å utgjøre «tilgang til» insideinformasjon og når slik informasjon anses for å «foreligge». Når det gjelder hva som anses som innsideinformasjon, vises det til § 2–2 og omtale i kapittel 4.

Etter første ledd annet punktum skal bestemmelsens første punktum også gjelde for styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket. Dette er nytt i forhold til gjeldende rett.

*Annet ledd* angir krav til bl.a. oppdatering av listen, listens innhold, oppbevaring av listen og at listen skal oversendes til Kredittilsynet på forespørsel.

*Tredje ledd* pålegger utsteder å sørge for at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer, samt straffeansvaret som er forbundet med misbruk eller uberettiget distribusjon av slike opplysninger. Utsteder skal kunne dokumentere overfor Kredittilsynet at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med sine plikter etter første punktum.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 6. Det vises for øvrig til markedsmissbruksdirektivet art. 6 nr. 5 og tredje kommisjonsdirektiv art. 5.

#### *Til § 2–6 Undersøkelsesplikt*

Bestemmelsen er i hovedsak en videreføring av gjeldende vphl. § 2–3. Det vises til omtale i kapittel 7.

#### *Til § 2–7 Rådgivningsforbud*

Bestemmelsen er i hovedsak en videreføring av gjeldende vphl. § 2–2 annet ledd. Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 8. Når det gjelder hva som anses som innsideinformasjon, vises det til § 2–2 og omtale i kapittel 4.

#### *Til § 2–8 Markedsmanipulasjon*

*Første ledd* angir forbudet mot markedsmanipulasjon i tilknytning til finansielle instrumenter. Forbudet retter seg mot enhver. Hvilken atferd som objektivt sett utgjør markedsmanipulasjon, gjerningsbeskrivelsen, angis nærmere i annet ledd. I følge vphl. § 14–3 første ledd straffes den som forsattlig eller uaktsomt overtrer § 2–8 eller forskrift gitt i medhold av § 2–8, med bøter eller fengsel inntil seks år. Det er tilstrekkelig for å oppfylle skyldkravet at det foreligger uaktsomhet i forhold til alle deler av den objektive gjerningsbeskrivelsen.

*Annet ledd* gir anvisning på tre hovedformer for markedsmanipulasjon, jf. nummer 1, 2 og 3: Manipulasjon gjennom transaksjoner eller handelsordre, utbredelse av opplysninger, eller kombinasjoner av transaksjoner eller handelsordre på den ene siden og uriktige eller falske forespeilinger eller enhver annen form for villedende ytringer, handlinger, unnlatelser mv. på den andre. Ved manipulasjon gjennom transaksjoner eller handelsordre er det nedfelt en rettsstridsreservasjon for det tilfelle at gjerningspersonen kan godtgjøre at den manipulerende atferd har en legitim begrunnelse og at atferden er akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet, jf. annet ledd nummer 1. Markedspraksis er ikke å anse som «akseptert» utelukkende ved at dette er alminnelig praksis blant aktørene. Det kreves at praksis er akseptert av Kredittilsynet. Kredittilsynets vurdering er i så måte diskresjonær.

*Tredje ledd* gir departementet kompetanse til å fastsette forskrift med nærmere regler om markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis.

Det vises til markedsmissbruksdirektivet art. 5, art. 1 nr. 2 og nr. 5, første kommisjonsdirektiv art. 4 og 5, tredje kommisjonsdirektiv art. 2 og 3, samt til den nærmere omtale i proposisjonens pkt. 10.6.

#### *Til § 2–9 Forbud mot urimelige forretningsmetoder*

Bestemmelsen er en videreføring av tidligere vphl. § 2–5, og hviler ikke på noen direktivforpliktelse. Det vises til omtale i kapittel 12.

#### *Til § 2–10 Investeringsanbefalinger mv.*

*Første ledd* pålegger visse plikter overfor juridiske og fysiske personer som utarbeider eller formidler investeringsanbefalinger som er ment for distribusjon eller allmennheten, herunder for eksempel analyser som er utarbeidet av et profesjonelt foretak med henblikk på salg til investorer. Pliktene pålegges også personer som det ikke er naturlig å anse direkte å utarbeide eller formidle anbefalinger, men som medvirker i prosessen på måter som nevnt i annet kommisjonsdirektiv. Formålet med bestemmelsen er å forebygge markedsmissbruk blant annet ved å legge til rette for at anbefalinger som tilflytter markedet er mest mulig gjennomslukt og korrekt. Brudd på § 2–10 kan samtidig utgjøre markedsmanipulasjon etter § 2–8. Bestemmelsen gjelder for alle som utarbeider eller formidler investeringsanbefalinger, men det forutsettes at vurderingen av hva som anses som en investeringsanbefaling kan være ulik, alt ettersom hvem som står bak utarbeidelsen eller formidlingen. Forhold som nevnt her kan det gis mer detaljerte regler om i forskrift, jf. annet ledd.

*Annet ledd* legger opp til at departementet kan fastsette nærmere regler om overholdelse av pliktene i første ledd. Departementet kan videre gi nærmere regler om hvilken informasjon som anses som investeringsanbefalinger i relasjon til ulike grupper fysiske og juridiske personer. Dette er i tråd med systematikken i direktivet (2003/6/EF) art. 6 nr. 5 og annet kommisjonsdirektiv (2003/125/EF). Annet ledd gir også hjemmel til å fastsette særlige regler for muntlige anbefalinger.

*Tredje ledd* bestemmer at reglene om investeringsanbefalinger ikke skal gjelde for presse som er underlagt selvregulering som oppfyller EØS-reglens krav. Med presse menes trykt presse, radio, fjernsyn og nettpublikasjoner med redaksjonelt innhold.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 13. Det vises for øvrig til markedsmissbruksdirektivet art. 6 nr. 5 og nr. 10 sjette strekpunkt og annet kommisjonsdirektiv.

#### *Til § 2–11 Rapporteringsplikt*

*Første ledd* innfører i tråd med EØS-forpliktelsene i direktiv 2003/6/EF art. 6 en rapporteringsplikt ved mistenkelige transaksjoner, dvs. transaksjoner som reiser mistanke om at innsidehandel eller markedsmanipulasjon har funnet sted. Rapporteringsplikten gjelder den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter. Etter annet punktum kan departementet i forskrift bestemme at rapporteringsplikten bare skal gjelde verdipapirforetak og kredittinstitusjoner.

*Annet ledd* pålegger den som avgir rapport etter første ledd, å ikke informere den transaksjonen foretas på vegne av, dennes representanter eller andre berørte parter, om at melding har eller vil bli innlagt.

*Tredje ledd* angir at opplysninger som i god tro meddeles Kredittilsynet etter første ledd, ikke anses som brudd på taushetsplikt og vil ikke gi grunnlag for erstatning eller straff.

*Fjerde ledd* legger opp til at departementet i forskrift skal kunne fastsette nærmere regler om oversendelse av opplysninger til Kredittilsynet og om rapportering etter bestemmelsen.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 14. Det vises for øvrig til markedsmissbruksdirektivet art. 6 nr. 9 og tredje kommisjonsdirektiv art. 7–11.

#### *Til § 2–12 Tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering*

*Første ledd* gjør det klart at tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering som gjennomføres i tråd

med kommisjonsforordningen henvist til i annet ledd, ikke rammes av forbudet mot markedsmanipulasjon i § 2–8.

*Annet ledd* henviser til kommisjonsforordning nr. 2273/2003 om tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter, slik den er tilpasset og inntatt i EØS-avtalen.

*Tredje ledd* gir departementet hjemmel til å fastsette nærmere forskrifter om kontroll med tilbakekjøpsprogrammer og kursstabiliseringsordninger.

Bestemmelsen er omtalt nærmere i kapittel 11. Det vises til markedsmissbruksdirektivet art. 8 og kommisjonsforordning nr. 2273/2003.

#### *Til § 2–13 Unntak for disposisjoner foretatt av EØS-stat, sentralbank mv.*

I tråd med EØS-reglene som svarer til markedsmissbruksdirektivet art. 7, gjør bestemmelsen det klart at verdipapirhandelloven kapittel 2 ikke skal gjelde for disposisjoner som foretas som ledd i en EØS-stats penge- eller valutapolitikk eller styring av of-fentlig gjeld. Det er et vilkår at disposisjonene er foretatt av eller på vegne av en EØS-stat, Den Europiske Sentralbank (ECB), nasjonal sentralbank i EØS eller annet myndighetsorgan i slike stater. Det vises til omtale i kapittel 15.

#### *Til § 3–1 Primærinnsideres meldeplikt*

Primærinnsideres plikt til å gi norsk børs eller autorisert markedsplass melding om handel i aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern videreføres i første ledd. Det samme gjelder for selskapets handel med egne aksjer og aksjer i selskaper i samme konsern. Med handel menes kjøp, salg, bytte eller tegning. Det presiseres i bestemmelsen at bytte utgjør en meldepliktig transaksjon. På bakgrunn av ny § 2–6 gjelder meldeplikten også for styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket. Bestemmelsen er omtalt nærmere i kapittel 16. Det vises for øvrig til markedsmissbruksdirektivet art. 6 nr. 4, samt tredje kommisjonsdirektiv art. 1 og 6.

#### *Til § 3–3 første ledd:*

*Første ledd* angir krav til meldingenes innhold. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 16. Det vises for øvrig til tredje kommisjonsdirektiv art. 6 nr. 3.

#### *Til § 8–13 Verdipapirforetakenes sikringsfond*

*Første ledd* uttaler at verdipapirforetak skal være medlem av Verdipapirforetakenes sikringsfond.

Forslaget innebærer at verdipapirforetak organisert innenfor banker må være medlem av sikringsfondet.

*Annnet ledd* angir formålet med Verdipapirforetakenes sikringsfond. Formålet er ved manglende økonomisk evne hos medlemmene å gi dekning for krav som skyldes medlemmenes behandling av kunders midler og finansielle instrumenter.

*Tredje ledd* omhandler finansiering av fondet. Fondets forpliktelser finansieres av medlemmene slik at medlemmenes ansvar er prinsipielt proratarisk, subsidiært solidarisk.

*Fjerde ledd* angir at sikringsfondet ikke kan gjøre gjeldende andre innsigelser overfor skadelidte enn de innsigelser verdipapirforetaket selv har i forhold til skadelidte. Annet punktum i fjerde ledd er en videreføring av gjeldende vphl. § 8–13 annet ledd annet punktum.

*Femte ledd* gir departementet kompetanse til å fastsette nærmere regler om fondet, herunder om fondets virksomhet og finansiering, hvem som plikter å være medlem i fondet, ansvarets omfang og om rettigheter og plikter for medlemmene og mulige skadelidte. Bestemmelsen innebærer at det kan fastsettes nærmere regler om finansieringen av forpliktelsene og fordelingen av ansvaret, samt om dekningsområdet.

*Sjette ledd* gir departementet kompetanse til å bestemme i hvilken grad reglene om Verdipapirforetakenes sikringsfond skal gjelde for kredittinstitusjoner og utenlandske foretak som yter investeringstjenester i Norge. Videre gis departementet kompetanse til å bestemme at enkelte grupper av investorer eller enkelte typer krav ikke behøver å være dekket av fondet. Bestemmelsen er en videreføring av tidligere § 8–13 fjerde ledd.

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 18. Det vises til europaparlaments- og rådskonferensdirektiv 97/9/EF om erstatningsordninger for investorer (ICS-direktivet).

#### *Til § 12–2 a. Opplysningsplikt ved mistanke om innsidehandel mv.*

*Første ledd* uttaler at enhver person som utgangspunkt har opplysningsplikt overfor Kredittilsynet ved mistanke om overtredelse av kapittel 2, 3, børsloven § 5–7 eller forskrift gitt i medhold av disse bestemmelsene. Denne opplysningsplikten kommer i tillegg til det som følger av andre bestemmelser, for eksempel § 12–2 og kredittilsynsloven § 3 (opplysningsplikt for institusjoner under tilsyn).

*Annnet ledd* første punktum gjør unntak fra opplysningsplikten for opplysninger som vedkommende ville vært forhindret fra å gi i straffesak. Med

«vedkommende» menes den som blir avkrevd opplysninger. Unntaket retter seg utelukkende mot de kvalifiserte taushetspliktbestemmelsene som det henvises til blant annet i straffeprosessloven § 118. I annet ledd annet punktum flg. gjøres det unntak fra unntaket, det vil si at det opplistes en rekke tilfeller hvor opplysningsplikten likevel skal gå foran den kvalifiserte taushetsplikten. Av annet ledd nummer 3 fremgår at det foreligger opplysningsplikt med hensyn til trafikkdata dersom det er gitt fritak fra taushetsplikten i ekomloven § 2–9. Slikt fritak kreves ikke for opplysninger som nevnt i annet ledd bokstav b, som også henviser til ekomloven § 2–9 (bokstav b er en videreføring av gjeldende vphl. § 12–2 sjette ledd). Med trafikkdata menes data som er nødvendig for å overføre kommunikasjon i et elektronisk kommunikasjonsnett eller for fakturering av slik overføring, se forskrift 16. februar 2004 nr. 401 om elektronisk kommunikasjonsnett og elektronisk kommunikasjonstjeneste (ekomforskriften) § 7–1 første ledd. Dette vil omfatte eksisterende opplysninger (historikk) i forhold til personers bruk av telefon og annen elektronisk kommunikasjon. Bestemmelsene medfører at Kredittilsynet kan innhente opplysninger fra tilbydere av elektronisk kommunikasjon uten at mistenkte samtykker eller varsles på annen måte. Departementet (Samferdselsdepartementet) kan delegere sin myndighet til å gi fritak fra taushetsplikten i ekomloven. Ved vurderingen av om fritak skal gis skal det blant annet legges vekt på hensynet til taushetsplikten og sakens opplysning.

*Tredje ledd* presiserer at opplysningene innhentet i medhold av bestemmelsen kun kan brukes i den sak de er innhentet for. Kredittilsynet kan kreve opplysningene gitt skriftlig eller muntlig innen en fastsatt frist. Muntlige opplysninger kan nedtegnes eller lagres som lydopptak. Ved innkalling til avhør kan vedkommende la seg bistå av advokat.

*Fjerde ledd* gir uttrykk for at opplysningsplikten gjelder selv om det er besluttet bevissikring etter § 12–2 b. Bestemmelsen gis tilsvarende anvendelse der Kredittilsynet anmodes om å innhente opplysninger av annen stats tilsynsmyndighet.

*Femte ledd* gjør det klart at ingen plikter å gi opplysninger når opplysningene kan utsette vedkommende for straff eller straffelignende sanksjon. Kredittilsynet skal gjøre vedkommende oppmerksom på dette. Med straffelignende sanksjon menes de sanksjoner som ikke betegnes som straff i norsk rett, men som likevel faller inn under vernet mot selvinkriminering slik det er innfortolket i EMK art. 6 nr. 1, jf. NOU 2003: 15 s. 103 flg.

*Sjette ledd* gir departementet hjemmel til å fastsette nærmere forskrifter om innholdet av opplys-



ningsplikten og krav til behandling av overskuddsinformasjon.

Bestemmelsen er omtalt nærmere i pkt. 17.2.2. Det vises til markedsmissbruksdirektivet art. 12.

#### *Til § 12–2 b. Bevissikring*

*Første ledd* gir Kredittilsynet rett til å foreta en rekke nærmere bestemte tiltak for å sikre bevis, jf. første ledd nummer 1 til 4. Bevissikring etter bestemmelsen kan kun kreves når det er rimelig grunn til å anta at bestemmelse i kapittel 2 eller forskrift i medhold av slik bestemmelse er overtrådt, eventuelt når det er nødvendig for å oppfylle Norges avtaleforpliktelse overfor annen stat. Bestemmelsen bygger på konkurranselovens bestemmelse om bevissikring i § 25.

*Annet ledd* medfører som hovedregel at Kredittilsynet må fremsette begjæring om adgang til bevissikring overfor tingretten. Det gis prosessuelle regler om dette.

*Tredje ledd* gir Kredittilsynet rett til å kreve bistand fra politiet for å iverksette beslutning om bevissikring.

*Fjerde ledd* gir særlige regler for det tilfelle at det ikke er tid til å avvente rettens beslutning etter annet ledd. I slike tilfeller kan Kredittilsynet kreve at politiet stenger av områder der bevisene kan være, inntil rettens beslutning foreligger.

*Femte ledd* gir departementet hjemmel til å fastsette nærmere forskrifter om bevissikring og behandling av overskuddsinformasjon.

Bestemmelsen er behandlet nærmere i pkt. 17.2.2. Det vises til markedsmissbruksdirektivet art. 12.

#### *Til § 12–4 nytt femte ledd*

Bestemmelsen gir det nødvendige rettslige grunnlag for Kredittilsynet til å kreve opphør av ulovlig virksomhet der det er grunn til å anta at atferden er i strid med bestemmelse i kapittel 2 eller 3 eller forskrift gitt i medhold av slik bestemmelse. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør. Det vises til omtale i pkt. 17.2.2 og til markedsmissbruksdirektivet art. 12.

#### *Til § 14–2 første ledd*

Endringen av bestemmelsen om vinningsavståelse reflekterer forslaget til nye bestemmelser i kapittel 2. Det vises til den nærmere omtalen av de ulike bestemmelsene og til pkt. 17.2.3.

#### *Til § 14–3 første og annet ledd*

*Første ledd* om straff for innsidehandel og markedsmanipulasjon henviser til de nye bestemmelsene om dette i verdipapirhandelloven kapittel 2. Det vises til omtalen av de materielle bestemmelsene i proposisjonen kapittel 4 og 10.

Strafferammen for kursmanipulasjon og innsidehandel ble endret fra 1 til 6 år i 1992. Utviklingen siden den gang har ikke gitt grunnlag for et endret syn på alvorligheten ved disse lovbruddene. Straffverdigheten må anses å være høy ved slike overtredelser. Det vises til at markedsmanipulasjon og innsidehandel både kan anses å ha karakter av bedrageri overfor den enkelte og av brudd på verdipapirmarkedets integritet generelt.

*Annet ledd* er endret med nye henvisninger til bestemmelsene i verdipapirhandelloven kapittel 2. Det vises til omtalen av de enkelte bestemmelser, se spesialmerknadene med videre henvisninger.

I annet ledd nr. 6 straffes grove eller gjentatte overtredelser. Spørsmålet om hva som utgjør en grov forbrytelse i denne sammenheng, må nødvendigvis bestemmes konkret på bakgrunn av de hensyn reglene er satt til å beskytte. Et poeng i forhold til de bestemmelser som primært beskytter tilliten til markedet generelt, er at selv en svekkelse av enkeltpersoners tillit vil måtte tillegges vekt ved vurderingen av grovheten. Hver enkelt aktør er en del av markedet som sådan. I forhold til passussen «gjentatte ganger» presiseres at det ikke er tale om gjentakelsesstraff. Det kan heller ikke kreves flere selvstendige straffbare forhold for at det skal bli snakk om gjentakelse. Etter departementets syn kan for eksempel to like overtredelser oppfylle kravet til gjentakelse, selv om overtredelsene har funnet sted i relativt tidsmessig og saklig sammenheng.

## **22.2 Endringer i lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. (børsloven):**

#### *Til § 5–7*

Bestemmelsen er omtalt i punkt 9.5. Det vises til markedsmissbruksdirektivet art. 6, jf. første kommisjonsdirektiv art. 2 og art. 3.

#### *Til § 5–9 annet ledd*

*Annet ledd* legger opp til at Kredittilsynet skal kunne beslutte at børs skal suspendere et finansielt in-

strument i medhold av første ledd. Bestemmelsen er omtalt i punkt 17.2.1.

### **22.3 Endringer i lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (kredittilsynsloven) § 7 nytt femte ledd:**

Forslaget er omtalt i kapittel 20.

### **22.4 Endringer i lov 22. mai 1902 nr. 10 Almindelig borgerlig Straffelov (straffeloven) § 273 annet ledd og § 274 femte ledd:**

Straffeloven § 273 og § 274 kommer i dag ikke til anvendelse på forhold som rammes av kursmanipuleringsbestemmelsen i vphl. § 2–6, jf. henvisningen i § 273 annet ledd og § 274 femte ledd. Etter departementets syn bør disse bestemmelsene videreføres, men oppdateres slik at de i stedet henviser til den nye bestemmelsen om markedsmanipulasjon. Det er etter departementets oppfatning ikke hensiktsmessig at bestemmelsene virker i konkurrens i tilfeller av markedsmanipulasjon.

### **22.5 Endringer i lov 15. januar 1999 nr. 2 om lov om revisjon og revisorer (revisorloven):**

*Til § 4–5*

Bestemmelsen i *nytt femte ledd* gir departementet hjemmel til i forskrift å gi utfyllende bestemmelser til denne paragraf. Bestemmelsen er omtalt i pkt.19.1.

*Til § 4–7*

Bestemmelsen er omtalt i pkt. 19.1.

*Til § 5–6*

Bestemmelsen i *første ledd nytt femte punktum* om at revisjonsberetningen skal dateres og underskrives av revisor gjennomfører nye EØS-regler etter fjerde selskapsrettsdirektiv artikkel 51a nr. 2.

Bestemmelsen i *nytt annet ledd* gjennomfører nye EØS-regler etter fjerde selskapsrettsdirektiv artikkel 51a nr. 1 bokstav a. Bestemmelsen krever entydig identifisering av det eller de årsregnskaper som er revidert. Kravet om å opplyse hvilket regelverk for finansiell rapportering som er anvendt ved utarbeidelsen av årsregnskapet innebærer i praksis at det må opplyses om årsregnskapet er utarbeidet etter regnskapsloven og god regnskapsskikk eller etter internasjonale regnskapsstandarder som fastsatt i medhold av regnskapsloven ny § 3–9 (fore slått i Ot.prp. nr. 89 for 2003–2003).

Bestemmelsen i *tredje ledd nytt annet punktum* om hva revisjonen har omfattet og anvendte revisjonsstandarder gjennomfører nye EØS-regler etter fjerde selskapsrettsdirektiv artikkel 51a nr. 1 bokstav b.

Bestemmelsen i *fjerde ledd nytt nr. 1* gjennomfører sammen med fjerde ledd nytt nr. 2 (nåværende nr. 1) nye EØS-regler etter fjerde selskapsrettsdirektiv artikkel 51a nr. 1 bokstav c. Etter bestemmelsen skal revisor klart angi sin oppfatning av om regnskapet gir et rettviseende bilde i samsvar med det anvendte regelverket for finansiell rapportering (se merknaden til nytt annet ledd). Forslaget her er utformet med utgangspunkt i forslaget i Ot.prp. nr. 89 (2003–2004) om å presisere et særskilt krav om at årsregnskapet skal gi et rettviseende bilde av den regnskapspliktiges og konsernets eiendeler og gjeld, finansielle stilling og resultat.

Finansdepartementet

t i l r å r :

At Deres Majestet godkjenner og skriver under et framlagt forslag til proposisjon til Stortinget om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.).

Vi HARALD, Norges Konge,

s t a d f e s t e r :

Stortinget blir bedt om å gjøre vedtak til lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.) i samsvar med et vedlagt forslag.

## Forslag

# til lov om endringer verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)

### I

I lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) gjøres følgende endringer:

§ 1–7 første ledd skal lyde:

Ved handel med eller ved virksomhet som i hovedsak er knyttet til varederivater, gjelder bare følgende bestemmelser i loven: kapittel 1, *kapittel 2*, kapittel 6, § 9–2 og § 9–3 annet ledd første punktum, § 9–4 første og tredje ledd og kapitlene 10, 12 og 14.

§ 1–7 annet ledd oppheves.

Gjeldende kapittel 2 oppheves.

Nytt kapittel 2 skal lyde:

#### **Kapittel 2. Generelle atferdsregler**

##### *§ 2–1. Anvendelsesområde*

Kapittel 2 gjelder for finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs eller autorisert markedsplass. § 2–9 gjelder også for finansielle instrumenter som ikke er eller søkes notert på norsk børs eller autorisert markedsplass.

§§ 2–3, 2–4 og 2–7 gjelder tilsvarende for finansielle instrumenter som ikke omfattes av første ledd så fremt deres verdi avhenger av finansielle instrumenter som nevnt i første ledd.

§§ 2–3, 2–4, 2–7 og 2–8 gjelder tilsvarende for handlinger foretatt i Norge i tilknytning til finansielle instrumenter som er notert på et regulert marked i en annen EØS-stat eller der det er søkt om slik notering. Med regulert marked menes marked som definert i direktiv 93/22/EØF art. 1 nr. 13.

##### *§ 2–2. Definisjon av innsideinformasjon*

Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller

begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.

Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

Med innsideinformasjon om varederivater, menes presise opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent og som direkte eller indirekte angår ett eller flere varederivater og som deltakere på markedet der varederivatene omsettes ville forvente å motta i samsvar med det Kredittilsynet anser som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet. Med opplysninger som deltakerne ville forvente å motta, menes opplysninger som normalt gjøres tilgjengelig for deltakere på markedet eller opplysninger som skal offentliggjøres som følge av lov, forskrift eller annen regulering, herunder privatrettslig regulering og praksis på det aktuelle varederivatmarkedet eller det underliggende varemarked. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innsideinformasjon i tilknytning til varederivater og akseptert markedspraksis.

##### *§ 2–3. Misbruk av innsideinformasjon*

Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke direkte eller indirekte foretas for egen eller fremmed regning av noen som har innsideinformasjon.

Første ledd gjelder bare ved misbruk av innsideinformasjon nevnt i § 2–2. Første ledd er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp.

##### *§ 2–4. Taushetsplikt og tilbørlig informasjons-håndtering*

Den som har innsideinformasjon må ikke gi slike opplysninger til uvedkommende.

Den som har innsideinformasjon plikter i sin

behandling av slike opplysninger å utvise tilbørlig aktsomhet, slik at innsideinformasjonen ikke kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes. Utsteder av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon, skal ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon.

#### § 2–5. *Liste over personer med tilgang til innsideinformasjon*

Utsteder av finansielle instrumenter skal sørge for at det føres en liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon. Dersom en person som gis tilgang til innsideinformasjon er en juridisk person, skal listen omfatte dennes ansatte, tillitsvalgte, medhjelpere mv. som gis tilgang til informasjonen.

Listen skal oppdateres fortløpende og inneholde opplysninger om identiteten til personene med tilgang til innsideinformasjonen, dato og klokkeslett personene fikk tilgang til slik informasjon, funksjonen til personene, årsaken til at personene er på listen og dato for nedtegning og endring av listen. Listen skal oppbevares på betryggende vis i minst 5 år etter utarbeidelse eller oppdatering, og oversendes Kredittilsynet på forespørsel.

Utsteder av finansielle instrumenter skal sørge for at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer, samt straffeansvaret som er forbundet med misbruk eller uberettiget distribusjon av slike opplysninger. Utsteder av finansielle instrumenter skal kunne dokumentere overfor Kredittilsynet at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med sine plikter etter første punktum.

#### § 2–6. *Undersøkelsesplikt*

Før styremedlem, ledende ansatt, medlem av kontrollkomité eller revisor tilknyttet utstederforetaket foretar eller tilskynder til tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket, skal vedkommende foreta en forsvarlig undersøkelse av om det foreligger opplysninger som nevnt i § 2–2 om de finansielle instrumentene eller utstederen av disse i foretaket. Første punktum gjelder tilsvarende for varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket. Første punktum gjelder tilsvarende for ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern som normalt kan antas å få tilgang til innsideinformasjon.

Undersøkelsesplikten gjelder også ved inngåelse, kjøp, salg eller bytte av opsjons- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til finansielle instrumenter utstedt av foretaket samt ved tilskyndelse til slike disposisjoner.

#### § 2–7. *Rådgivningsforbud*

Den som har innsideinformasjon skal ikke gi råd om handel med finansielle instrumenter som innsideinformasjonen vedrører.

#### § 2–8. *Markedsmanipulasjon*

Ingen må foreta markedsmanipulasjon i tilknytning til finansielle instrumenter.

Med markedsmanipulasjon menes:

1. transaksjoner eller handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, eller som sikrer at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstig nivå, med mindre den eller de personer som har inngått transaksjonene eller inngitt handelsordrene, godtgjør at begrunnelsen er å regne som legitim og at transaksjonen eller handelsordren er i overensstemmelse med atferd som Kredittilsynet har akseptert som markedspraksis på det aktuelle markedet, eller
2. transaksjoner som inngås eller handelsordre som inngis i tilknytning til enhver form for villedende atferd, eller
3. utbredelse av opplysninger gjennom media, herunder via internett, eller ved enhver annen metode, når opplysningene gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter, herunder utbredelse av rykter og nyheter, når personen som har utbredt opplysningene visste eller burde ha visst at opplysningene var falske, uriktige eller villedende. Når en journalist i sin yrkesmessige aktivitet utbrer slike opplysninger, skal forholdet vurderes under hensyn til de regler som gjelder for deres yrkesgruppe, med mindre personen direkte eller indirekte oppnår fordeler eller for tjeneste av utbredelsen.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om markedsmanipulasjon og akseptert markedspraksis.

#### § 2–9. *Forbud mot urimelige forretningsmetoder*

Ingen må benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter.

God forretningsskikk skal iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter eller som ellers har til formål å fremme handel i finansielle instrumenter.

### § 2–10. *Investeringsanbefalinger mv.*

Den som utarbeider eller formidler informasjon som anbefaler eller foreslår en investering eller investeringsstrategi vedrørende finansielle instrumenter eller utstederne av slike, og som er ment for distribusjon eller allmennheten, skal utvise tilbørlig aktsomhet for å sikre at informasjonen som presenteres er korrekt og skal på en klar og tydelig måte opplyse om eventuelle egne interesser og interessekonflikter som knytter seg til instrumentene eller utstederne.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om utarbeidelse og formidling av informasjon som nevnt i første ledd. Departementet kan uten hensyn til første ledd fastsette særlige regler om muntlige investeringsanbefalinger.

Reglene i eller i medhold av bestemmelsen her skal ikke gjelde for presse som er underlagt tilfredsstillende selvregulering.

### § 2–11. *Rapporteringsplikt*

Den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter, skal straks rapportere til Kredittilsynet hvis det foreligger rimelig grunn til mistanke om innsiddehandel eller markedsmanipulasjon i tilknytning til slike transaksjoner. Departementet kan i forskrift bestemme at første punktum bare skal gjelde verdipapirforetak og kredittinstitusjoner.

Den som rapporterer etter første ledd, skal ikke informere noen andre om at melding er eller vil bli inngitt.

Opplysninger som i god tro meddeles Kredittilsynet etter første ledd, er ikke brudd på noen form for taushetsplikt og gir ikke grunnlag for erstatning eller straff.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om oversendelse av opplysninger til Kredittilsynet og om rapportering etter denne bestemmelsen.

### § 2–12. *Tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering*

Forbudet mot markedsmanipulasjon i § 2–8 gjelder ikke for tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering som gjennomføres i overensstemmelse med regler i medhold av annet ledd.

EØS-avtalen vedlegg IX nr. 29 (forordning (EF) nr. 2273/2003) om tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter gjelder som lov med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om kontroll med tilbakekjøpsprogrammer og kursstabilisering.

### § 2–13. *Unntak for disposisjoner foretatt av EØS-stat, sentralbank mv.*

Bestemmelsene i dette kapitlet gjelder ikke disposisjoner foretatt av eller på vegne av en EØS-stat, Den Europeiske Sentralbank, sentralbank i EØS-stat eller annet myndighetsorgan i slike stater når disposisjonen er et ledd i en EØS-stats penge- eller valutapolitikk eller styring av offentlig gjeld.

§ 3–1 skal lyde:

#### § 3–1. *Primærinnsideres meldeplikt*

Personer som nevnt i § 2–6 første ledd skal straks gi norsk børs og autorisert markeds plass hvor aksjene er notert, melding om kjøp, salg, *bytte* eller tegning av aksjer utstedt av selskapet eller av selskaper i samme konsern. Det samme gjelder for selskapets handel med egne aksjer og aksjer i selskaper i samme konsern. Foretak som eier børsnoterte aksjer i et annet foretak eller aksjer i et annet foretak som er notert på autorisert markeds plass, og som på grunn av eierskapet er representert i vedkommende foretaks styre, må gi melding ved handel i slike aksjer. Meldingen skal sendes senest innen åpningen av børsen eller markeds plassen dagen etter at kjøp, salg, *bytte* eller tegning har funnet sted.

Meldeplikten gjelder også lån som nevnt i aksjeloven § 11–1 og allmennaksjeloven § 11–1, inngåelse, *bytte*, kjøp, eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer som nevnt i første ledd.

Meldeplikten omfatter også slik handel som gjelder vedkommendes nærstående som nevnt i § 1–4 nr. 1, 2 og 4.

Selskapet skal *uten ugrunnet opphold sende en ajourført oversikt* over personer som nevnt i første ledd til vedkommende børs og autoriserte markeds plass. Meldingen skal inneholde den meldepliktiges navn, personnummer eller lignende identifikasjonsnummer, adresse, type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling.

Meldepliktige etter første ledd skal *uten ugrunnet opphold sende* vedkommende børs og autoriserte markeds plass *en ajourført oversikt* over personer og selskaper som nevnt i tredje ledd dersom disse innehar finansielle instrumenter som nevnt i første og annet ledd. Meldingen skal inneholde personnummer, organisasjonsnummer eller lignende identifikasjonsnummer.

Denne paragraf gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis.

§ 3–3 første ledd skal lyde:

Melding etter § 3–1 første til tredje ledd skal inneholde opplysninger om:

1. navn på den meldepliktige,
2. bakgrunn for meldingen,
3. navn på utsteder,
4. beskrivelse av det finansielle instrumentet,
5. type transaksjon,
6. tidspunkt og marked for transaksjonen,
7. kurs og volum på transaksjonen og
8. beholdning etter transaksjonen.

Ny § 8–13 skal lyde:

§ 8–13. *Verdipapirforetakenes sikringsfond*

Verdipapirforetak skal være medlem av Verdipapirforetakenes sikringsfond.

Fondets formål er ved manglende økonomisk evne hos medlemmene å gi dekning for krav som skyldes medlemmenes behandling av kunders midler og finansielle instrumenter.

Fondets forpliktelser finansieres av medlemmene slik at deres ansvar er prinsipielt proratarisk, subsidiært solidarisk.

Fondet kan ikke gjøre gjeldende andre innsigelser overfor skadelidte enn de innsigelser verdipapirforetaket selv har i forhold til skadelidte.

Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om fondet, herunder om fondets virksomhet og finansiering, hvem som plikter å være medlem i fondet, ansvarets omfang, og om rettigheter og plikter for medlemmene og mulige skadelidte.

Departementet kan bestemme i hvilken grad reglene om Verdipapirforetakenes sikringsfond skal gjelde for kredittinstitusjoner og utenlandske foretak som yter investeringstjenester i Norge. Departementet kan bestemme at enkelte grupper av investorer eller enkelte typer krav ikke behøver å være dekket av fondet.

Nåværende § 12–2 sjetten og syvende ledd oppheves. Nåværende åttende ledd blir sjetten ledd.

Ny § 12–2 a skal lyde:

§ 12–2 a. *Opplysningsplikt ved mistanke om innsidehandel mv.*

Dersom Kredittilsynet har mistanke om overtredelse av kapittel 2, 3 eller børsloven § 5–7, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene, kan enhver pålegges å gi de opplysninger Kredittilsynet krever, herunder fremlegge dokumenter, teknisk lagret informasjon og utskrift fra lagringsmedium.

Opplysningsplikten i første ledd gjelder ikke opplysninger som vedkommende ville vært forhindret fra å gi i straffesak. Opplysningsplikten gjelder likevel uten hinder av:

1. lovbestemt taushetsplikt som ellers påhviler ligningsmyndigheter, andre skatte- og avgiftsmyndigheter og myndigheter som har til oppgave å overvåke offentlig regulering av ervervsvirksomhet, og
2. taushetsplikt som nevnt i lov om elektronisk kommunikasjon § 2–9 for så vidt gjelder opplysninger om avtalebasert hemmelig telefonnummer eller andre abonnementsopplysninger og elektronisk kommunikasjonsadresse.
3. taushetsplikt som nevnt i lov om elektronisk kommunikasjon § 2–9 for så vidt gjelder opplysninger om trafikkdata, dersom det er gitt fritak fra slik taushetsplikt. Departementet kan etter anmodning fra Kredittilsynet gi slikt fritak. Ved vurderingen av om fritak skal gis skal det blant annet legges vekt på hensynet til taushetsplikten og sakens opplysning.

Opplysningene innhentet i medhold av denne bestemmelsen kan bare brukes i den sak de er innhentet for. Opplysningene kan kreves gitt skriftlig eller muntlig innen en fastsatt frist og kan nedtegnes eller lagres som lydopptak. Den som innkalles til avhør har rett til å la seg bistå av advokat.

Denne bestemmelsen gjelder selv om det er besluttet bevissikring etter § 12–2 b og gis tilsvarende anvendelse der Kredittilsynet anmodes av annen stats myndighet som fører tilsyn som nevnt i kredittilsynsloven, om å innhente opplysninger på bakgrunn av mistanke om tilsvarende overtredelse av vedkommende stats lovgivning.

Enhver har rett til å nekte å svare på spørsmål eller utlevere dokumenter eller gjenstander når svaret eller utleveringen vil kunne utsette vedkommende for straff eller straffelignende sanksjon. Kredittilsynet skal gjøre vedkommende kjent med denne retten.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innholdet av opplysningsplikten og krav til behandling av overskuddsinformasjon.

Ny § 12–2 b skal lyde:

§ 12–2 b. *Bevissikring*

For å søke etter bevis kan Kredittilsynet, når det er rimelig grunn til å anta at bestemmelse i kapittel 2, jf. forskrift gitt i medhold av slik bestemmelse, er overtrådt, eller det er nødvendig for å oppfylle Norges avtaleforpliktelse overfor annen stat, kreve:

1. å få adgang til lokaler, eiendommer og andre oppbevaringssteder hvor det kan finnes bevis for overtredelse,
2. å få adgang til bolig dersom det er særlig grunn til å anta at bevis oppbevares der,

3. å ta med ting, herunder kopi av dokumenter og annen informasjon og teknisk lagret informasjon som kan ha betydning som bevis for nærmere granskning, og
4. å forsegle forretningslokaler, bøker, forretningspapirer eller teknisk lagringsmedium så lenge undersøkelsen varer og dette anses nødvendig.

Begjæring om adgang til bevissikring fremsettes av Kredittilsynet for tingretten på det sted hvor det mest praktisk kan skje. Retten treffer sin avgjørelse ved beslutning før bevissikringen settes i verk. Den begjæringen retter seg mot, skal ikke varsles om begjæringen eller beslutningen. Kjæremål over beslutningen har ikke oppsettende virkning. Straffeprosessloven §§ 200, 201 første ledd, §§ 117 til 120, jf. §§ 204, 207 til 209, 213 og kapittel 26 og forvaltningsloven § 15 annet og tredje ledd gjelder så langt de passer.

Kredittilsynet kan kreve bistand av politiet for å iverksette beslutning om bevissikring.

Dersom det ikke er tid til å avvete rettens beslutning, kan Kredittilsynet kreve at politiet avstenger områder der bevisene kan være, inntil rettens beslutning foreligger.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om bevissikring og behandling av overskuddsinformasjon.

§ 12–4 nytt femte ledd skal lyde:

Dersom Kredittilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelse i kapittel 2 eller 3, jf. forskrift gitt i medhold av slik bestemmelse, kan Kredittilsynet pålegge vedkommende å bringe handlingen til opphør. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør.

§ 14–2 første ledd skal lyde:

Dersom det er oppnådd vinning ved en uaktsom eller forsettlig overtredelse av §§ 2–3 første ledd, 2–4, 2–6, 2–7, 2–8, 2–9, 2–10, 2a-2 til 2a-6, 8–2 til 8–6, 9–2, 9–3, eller 9–4 annet ledd, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene, kan den som vinningen er tilfalt, pålegges helt eller delvis å avstå denne. Dette gjelder også når den som vinningen tilfaller, er en annen enn lovovtrederen. Kan størrelsen av vinningen ikke godtgjøres, fastsettes beløpet skjønnsmessig.

§ 14–3 første og annet ledd skal lyde:

Med bøter eller fengsel inntil seks år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 2–3 første ledd eller § 2–8, jf. forskrift gitt i medhold av denne.

Med bøter eller fengsel inntil 1 år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt:

1. overtrer § 2–4, § 2–5, § 2–7, § 2–11, §§ 2a-1 til 2a-7, § 3–1, § 5–1, § 5–7, § 5–8, § 6–1 første ledd, § 6–5, § 7–1, § 7–11, §§ 8–2 til 8–8, §§ 9–3 til 9–8, § 11–3, § 12–2, eller § 12–2 a, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene,
2. overtrer § 2–6 dersom det foreligger innsidemannskap i foretaket,
3. gir villedende eller uriktige opplysninger i prospekt, annonser mv. som nevnt i § 5–5,
4. overtrer plikten i § 9–1 første ledd nr. 3 til å oppbevare finansielle instrumenter og midler som tilhører investoren atskilt fra foretakets,
5. unnlater å etterkomme krav etter § 12–2 b eller pålegg etter § 12–4, eller
6. grovt eller gjentatte ganger overtrer § 2–9, § 2–10, eller § 9–2, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene.

## II

I lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. (børsloven) gjøres følgende endringer:

§ 5–7 skal lyde:

Etter nærmere regler fastsatt av departementet skal utstederen av *finansielle instrumenter som er eller søkes børsnotert* offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av instrumentene. *Opplysningene skal sendes til den børs der de finansielle instrumentene er eller søkes notert, med mindre Kredittilsynet bestemmer noe annet.*

Børs kan kreve at utsteder av *finansielle instrumenter som er eller søkes børsnotert*, utstederes tilfalsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir børsen de opplysninger som er nødvendig for at børsen skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter.

§ 5–9 nytt annet ledd skal lyde:

*Kredittilsynet kan beslutte at børs skal suspendere et finansielt instrument i medhold av første ledd.*

§ 5–9 nåværende annet ledd blir nytt tredje ledd.

## III

I lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (kredittilsynsloven) gjøres følgende endringer:

§ 7 nytt femte ledd skal lyde:

*Kongen kan i forskrift fastsette forbud mot eller*

*andre begrensninger i adgangen for tilsynets tjenestemenn til å erverve eller avhende aksjer eller andre egenkapitalinstrumenter notert på norsk børs eller autorisert markedsplass, eller derivater eller andre rettigheter til slike. Bestemmelsene kan også gjelde handler i fremmed navn og regning. Det kan også gis bestemmelser om ansattes plikt til rapportering av transaksjoner i finansielle instrumenter til Kredittilsynet eller departementet, herunder om erverv og avhendelser hos personlige nærstående som nevnt i aksjeloven § 1–5 annet ledd. Rapporteringsplikt knyttet til personlige nærstående kan også omfatte finansielle instrumenter utstedt av institusjoner under tilsyn, eller derivater til slike.*

§ 7 nåværende femte ledd blir nytt sjette ledd.

#### IV

I lov 22. mai 1902 nr. 10 Almindelig borgerlig Straffelov (straffeloven) gjøres følgende endringer:

§ 273 annet ledd skal lyde:

Straff etter denne paragraf kommer ikke til anvendelse ved handling som omfattes av lov om verdipapirhandel § 2–8.

§ 274 femte ledd skal lyde:

Straff etter denne paragraf kommer ikke til anvendelse ved handling som omfattes av lov om verdipapirhandel § 2–8.

#### V

I lov 15. januar 1999 nr. 2 om revisjon og revisorer (revisorloven) gjøres følgende endringer:

§ 4–5 nytt femte ledd skal lyde:

*Departementet kan i forskrift gi utfyllende bestemmelser til denne paragraf.*

§ 4–7 første til tredje ledd skal lyde:

For samarbeidende revisorer som fremstår utad som et fellesskap, gjelder bestemmelsene *fastsatt i og i medhold av* dette kapittel som om de var et revisjonsselskap.

Dersom en revisor eller et revisjonsselskap har eierandeler i et foretak som utfører rådgivnings- eller andre tjenester, skal disse ses under ett i forhold til bestemmelsene *fastsatt i og i medhold av* dette kapittel.

Årsregnskap for en revisjonspliktig kan ikke revideres av den som har samarbeidsavtale med noen som utfører rådgivnings- eller andre tjenester dersom dette er egnet til å påvirke eller reise tvil om revisors uavhengighet og objektivitet. Departementet kan i forskrift bestemme at reglene *fastsatt i og i medhold av* dette kapittel skal gjelde når det foreligger en slik samarbeidsavtale.

§ 5–6 første ledd nytt femte punktum skal lyde: *Revisjonsberetningen skal dateres og underskrives av revisor.*

Nytt annet ledd skal lyde:

Revisjonsberetningen skal inneholde en innledning der det minst skal opplyses hvilket årsregnskap som er revidert og hvilket regelverk for finansiell rapportering som er anvendt ved utarbeidelsen av årsregnskapet.

Nåværende annet til syvende ledd blir nye tredje til åttende ledd.

Tredje ledd nytt annet punktum skal lyde:

*Revisjonsberetningen skal inneholde en beskrivelse av hva revisjonen har omfattet der det minst skal opplyses hvilke revisjonsstandarder som er anvendt ved revisjonen.*

Fjerde ledd nytt nr. 1 skal lyde:

*en klar angivelse av om årsregnskapet etter revisors oppfatning gir et rettviseende bilde i samsvar med det regelverket for finansiell rapportering som er anvendt,*

Nåværende nr. 1 til 3 blir nye nr. 2 til 4.

Femte ledd nytt annet punktum skal lyde:

*Det skal henvises til eventuelle forhold som revisor viet særlig oppmerksomhet uten at det er tatt forbehold om det i revisjonsberetningen.*

Åttende ledd annet punktum skal lyde:

Bestemmelsene i første til syvende ledd gjelder tilsvarende.

#### VI

Loven gjelder fra den tid Kongen bestemmer. Kongen kan sette i kraft de enkelte bestemmelsene til forskjellig tid.

Kongen kan gi overgangsregler.