



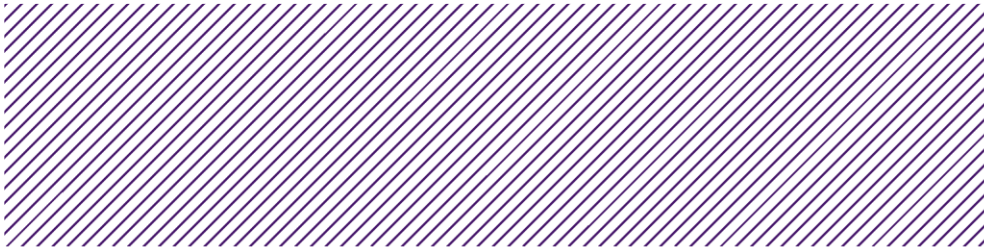
FINANSTILSYNET
THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

30.04.2013 |

Høringsutkast |

Gjennomføring av forordninger om shortsalg |

Nytt felleseuropeisk regelverk |



1. HØRINGSNOTATETS BAKGRUNN OG HOVEDINNHOLD.....	4
1.1 Innledning	4
1.2 Oversikt over Shortsalgforordningen og utfyllende bestemmelser	5
1.2.1 Shortsalgforordningen.....	5
1.2.2 Tilhørende kommisjonsforordninger.....	7
1.3 EØS-forhandlinger	8
2. GJELDENE RETT	9
3. SENTRALE BEGREPER.....	11
4. AKTIVITET KNYTTET TIL SHORTSALG OG BRUKEN AV KREDITTBYTEAVTALER I NORGE.....	13
4.1 Shortsalg av aksjer.....	13
4.2 Statspapirer og kredittbytteavtaler	13
4.2.1 Shortsalg av statspapirer.....	13
4.2.2 Posisjoner i kredittbytteavtaler	13
4.3 Prisstilling i aksjer	14
5. SHORTSALGFORORDNINGEN OG BETYDNINGEN FOR NORSK RETT	15
5.1 Anvendelsesområde.....	15
5.1.1 Forordningen.....	15
5.1.2 Finanstilsynets vurderinger	15
5.2 Forbudet mot udekket shortsalg	16
5.2.1 Forordningen.....	16
5.2.2 Finanstilsynets vurderinger	17
5.3 Register over shortposisjoner	19
5.3.1 Forordningen.....	19
5.3.2 Finanstilsynets vurderinger	21
5.4 Dekningskjøp ved manglende levering.....	21
5.4.1 Forordningen.....	21
5.4.2 Finanstilsynets vurderinger	22
5.5 Unntak for aksjer med primærhandelssted i tredjeland.....	23
5.5.1 Forordningen.....	23
5.5.2 Finanstilsynets vurderinger	23
5.6 Unntak for prisstillingsvirksomhet	23
5.6.1 Forordningen.....	23
5.6.2 Finanstilsynets vurderinger	23
5.7 Særlige tiltak ved ekstraordinære omstendigheter	24
5.7.1 Forordningen.....	24
5.7.2 Finanstilsynets vurderinger	25
5.8 Samarbeid mellom tilsynsmyndigheter	25
5.8.1 Informasjonsutveksling	25
5.8.1.1 Forordningen.....	25

5.8.1.2	Finanstilsynets vurdering	26
5.8.2	Samarbeid om tilsynsaktiviteter	26
5.8.2.1	Forordningen.....	26
5.8.2.2	Finanstilsynets vurdering	27
5.9	Tilsyn og sanksjoner.....	27
5.9.1	Vedkommende myndighet	27
5.9.1.1	Forordningen.....	27
5.9.1.2	Finanstilsynets vurdering	27
5.9.2	Tilsynsmyndighetens kompetanse.....	28
5.9.2.1	Forordningen.....	28
5.9.2.2	Finanstilsynets vurdering	28
5.9.3	Sanksjoner.....	29
5.9.3.1	Forordningen.....	29
5.9.3.2	Finanstilsynets vurdering	29
6.	VURDERING AV DE ØKONOMISKE OG ADMINISTRATIVE KONSEKVENSER...	31
6.1	Generelt	31
6.2	Konsekvenser for markedsaktørene.....	31
6.3	Konsekvenser for myndighetene	31
7.	UTKAST TIL LOVENDRINGER	33

1. HØRINGSNOTATETS BAKGRUNN OG HOVEDINNHOOLD

1.1 Innledning

Finansdepartementet har i brev mottatt 19. oktober 2012 bedt Finanstilsynet utarbeide et utkast til høringsnotat med forslag til gjennomføringsbestemmelser av forordninger om shortsalg i norsk lov og forskrift.

Europaparlamentet og Rådet vedtok 14. mars 2012 forordning (EU) nr. 236/2012 om shortsalg og visse sider ved kredittbytteavtaler ("Regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps" (shortsalgforordningen)). Shortsalgforordningen trådte i kraft den 25. mars 2012 og gjennomføringsfristen i EU utløp 1. november 2012.

EU-kommisjonen har vedtatt utfyllende bestemmelser til shortsalgforordningen, i kommisjonsforordning¹ (EU) nr. 826/2012, nr. 827/2012, nr. 918/2012 og nr. 919/2012. Som for shortsalgforordningen, utløp gjennomføringsfristen i EU, med unntak av enkelte bestemmelser, den 1. november 2012.

Fra norsk side er det lagt til grunn at samtlige av de ovennevnte rettsaktene er EØS-relevante, og ventes tatt inn i EØS-avtalen. EØS-regler som svarer til forordninger skal gjennomføres i norsk rett ved inkorporasjon. Dette innebærer at det i lov eller forskrift fastsettes at forordningene (i EØS-tilpasset form) skal gjelde som norsk regelverk. Forordningene innebærer en fullharmonisering, slik at det ikke er adgang for Norge til å ha avvikende regler innenfor forordningenes virkeområde.

Shortsalgforordningen er på enkelte områder lempeligere enn gjeldende norske regler. På andre områder innføres nye forpliktelser. Finanstilsynet foreslår at de gjeldende norske reglene oppheves, og erstattes med den nye EU-reguleringen som nevnt over.

I dette høringsnotatet vil det gis en presentasjon av innholdet i shortsalgforordningen, og i mer begrenset omfang deler av innholdet i de utfyllende kommisjonsforordninger. Finansdepartementet har vist til at høring gjennomføres hovedsakelig av informasjonshensyn. Omtalen er derfor tilpasset antatt informasjonsbehov.

Shortsalgforordningen omhandler også visse sider ved kredittbytteavtaler ("CDS" eller "credit default swaps"). Finanstilsynet har foretatt enkelte undersøkelser av shortsalgmarkedet i Norge, herunder omfanget av posisjoner i kredittbytteavtaler, se nærmere omtale under punkt 4.2. Det fremstår som at det er begrenset CDS-handel i Norge. I høringsnotatet vil derfor reglene knyttet til CDS'er omtales i beskjedne grad, men Finanstilsynet vil henvisse til relevante bestemmelser.

Finanstilsynet har hatt kontakt med utvalgte verdipapirforetak og Oslo Børs, samt gjennomgått svenske og danske myndigheters arbeid knyttet til shortsalgforordningen.

¹ http://eur-lex.europa.eu/Result.do?arg0=short+selling&arg1=&arg2=&titre=titre&clang=en&RechType=RECH_mot&Submit=Search

Dansk versjon av shortsalgforordningen er vedlagt dette høringsnotat. Forordningen vil bli oversatt til norsk før den tas inn i EØS-avtalen.

Finanstilsynet vil i det følgende gi en kort oversikt over forordningen og de utfyllende bestemmelser (punkt 1.2). Deretter følger en kort omtale av de EØS-forhandlinger som pågår (punkt 1.3). I kapittel 2 vil det kort redegjøres for gjeldende regler om shortsalg i Norge, og i kapittel 3 gjennomgås betydningen av enkelte sentrale begreper. Finanstilsynet vil i kapittel 4 redegjøre for shortsalgaktiviteten i Norge i dag, for deretter i kapittel 5 å ta for seg de ulike hovedområdene i shortsalgforordningen der Finanstilsynet har vurdert behov for endringer i lov/forskrift. En nærmere vurdering av de økonomiske og administrative konsekvenser gis i kapittel 6.

Forslag til lovendringer gis i kapittel 7. Det foreslås en forskriftshjemmel som vil dekke de punkter der EU-kommisjonen er gitt hjemmel for å gi utfyllende regler.

1.2 Oversikt over Shortsalgforordningen og utfyllende bestemmelser

1.2.1 Shortsalgforordningen

Med "shortsalg" menes normalt et salg av et finansielt instrument som selgeren ikke eier på det tidspunkt salgsavtalen inngås. Dette omfatter også salg der selgeren på det tidspunkt salgsavtalen inngås har lånt eller avtalt å låne det finansielle instrumentet til levering på oppgjørstidspunktet. Shortsalg kan f.eks. skje ved at en markedsaktør for en periode låner en konkret aksjebeholdning av en investor mot betaling. Aksjene selges deretter på markedet. For å levere de lånte aksjene tilbake, kjøper markedsaktøren senere aksjene i markedet. Hvis det har gått som forventet, og kursen på aksjene i mellomtiden har falt, kan aksjene kjøpes rimeligere. Aksjene leveres tilbake til utlåner, og markedsaktøren har tjent på kursforskjellen mellom salgs- og kjøpstidspunktet. Hvis kursen på aksjene har steget på tidspunktet de kjøpes tilbake, medfører dette tap for markedsaktøren.

Salg av finansielle instrumenter som selger ikke eier, men som selger på avtaletidspunktet har sikret tilgang til slik at rettidig levering er sikret, omtales i det følgende som dekket shortsalg. Har selger ikke sikret seg tilgang, omtales salget som et udekket shortsalg. Tilgang til instrumentene på avtaletidspunktet kan sikres ved innlån av instrumentene, derivater eller andre avtaler som sikrer rettidig leveranse.

Shortsalg gir som nevnt over en mulighet til å tjene på et prisfall ved at man selger til en høyere pris, og dekker seg inn ved å kjøpe og levere når prisen har falt. Samme effekt kan oppnås ved andre typer av korte posisjoner som inntas gjennom derivattransaksjoner, f.eks. hvor investor utsteder en kjøpsopsjon eller selger en terminkontrakt. Korte posisjoner kan også benyttes som prissikringsverktøy slik at investor blir mindre utsatt for kurssvingninger og kursfall i finansielle instrumenter hvor man allerede har en lang posisjon. Muligheten til å ta korte posisjoner kan forbedre tilførselen av likviditet, f.eks. ved at prisstillere kan imøtekomme kunders ønsker om å kjøpe et bestemt finansielt instrument som de ikke på tidspunktet salgsavtalen inngås har tilgjengelig. Korte posisjoner innebærer også mulighet for å utnytte feilprising i markedet.

Shortsalg og andre korte posisjoner spiller altså en viktig rolle i finansmarkedet, ettersom det som nevnt kan bidra til en effektiv prisdannelse og økt markedslikviditet. I visse situasjoner kan imidlertid shortsalg ha negative virkninger, f.eks. forsterke et kursfall i en aksje. Dette kan f.eks. skje dersom shortsalg benyttes i kombinasjon med spredning av villedende informasjon om en utsteder. Slik atferd utgjør markedsmissbruk. Det finnes en bekymring for at shortsalg også på andre måter og i forbindelse med betydelig finansiell uro kan forverre fallet i aksjekursene og skape systemrisiko. Det var denne type bekymringer som gjorde at flere medlemsstater i EU under finanskrisen i 2008 innførte tiltak som i varierende grad begrenset eller forbød shortsalg av visse eller alle verdipapirer. De aktuelle myndighetene la blant annet til grunn at shortsalg av finansaksjer, under de rådende markedsforhold, kunne forsterke kursnedgangen på slike instrumenter. Enkelte medlemsstater innførte også krav til melding av korte nettoposisjoner i aksjer av en viss størrelse. I løpet av våren 2010 uttrykte også flere medlemsstater bekymringer over at inngåelse av kredittbytteavtaler bidro til en nedgang i prisene på greske statsobligasjoner. Tiltakene for de ulike medlemsstatene ble truffet uavhengig av hverandre og med basis i gjeldende nasjonal lovgivning. Erfaringen man senere gjorde seg var at ukoordinerte tiltak var lite effektive og medførte uklare forhold for markedsaktørene. På denne bakgrunn besluttet Kommissjonen at en regulering av shortsalg og visse sider ved kredittbytteavtaler skulle inngå i deres arbeidsprogram for 2010.

Etter forespørsel fra Kommissjonen publiserte ESMA i mars 2009 en rapport om shortsalg. Medlemsstatenes tilsynsmyndigheter foreslo gjennom CESR (Committee of European Securities Regulators, senere ESMA) en innføring av en todelt modell for melding av korte nettoposisjoner i aksjer til de berørte tilsynsmyndighetene og offentliggjøring i markedet. Kommissjonen gjennomførte i perioden 14. juni – 10. juli 2010 en åpen høring om shortsalg, der deltakerne kunne komme med innspill.

Et forslag til forordning fra Kommissjonen ble presentert den 15. september 2010, og er senere behandlet og delvis blitt endret av Europaparlamentet og Rådet. Den endelige forordningen ble som nevnt innledningsvis vedtatt av Europaparlamentet og Rådet den 14. mars 2012. Parlamentet og Rådet uttaler i fortalen til forordningen at det er nødvendig å harmonisere reglene vedrørende shortsalg og visse sider ved kredittbytteavtaler i EU *"for at forebygge, at der oppstår hindringer for et velfungerende indre marked, da det ellers er sandsynlig, at medlemsstatene fortsatt vil træffe divergerende foranstaltninger"* (offisiell dansk oversettelse).

Shortsalgforordningens formål er økt innsyn i forbindelse med betydelige korte nettoposisjoner i visse finansielle instrumenter, ved at det innføres ensartede rapporteringsforpliktelser for en rekke finansielle instrument i hele EU. Videre er formålet å begrense potensielle oppgjørproblemer (reduere risikoen for oppgjørfeil), volatilitet og annen risiko forbundet med udekket shortsalg. Gjennom å gi de finansielle tilsynsmyndighetene ("competent authority") kompetanse til å forby eller begrense shortsalg eller korte nettoposisjoner i finansielle instrumenter, ved negative hendelser eller ved en utvikling som utgjør en alvorlig trussel mot den finansielle stabiliteten eller tilliten til markedet, skal forordningen kunne bidra til å redusere systemrisiko og opprettholde tilliten til markedet. I slike situasjoner skal Shortsalgforordningen også sikre samarbeid, dels

mellom nasjonale tilsynsmyndigheter og dels mellom nasjonale myndigheter og den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndigheten ESMA (European Securities and Markets Authority).

Shortsalgforordningen berører i utgangspunktet alle finansielle instrumenter, men inneholder særskilte regler for enkelte finansielle instrumenter. Forordningen inneholder bl.a. et generelt forbud mot udekket shortsalg av aksjer og statspapirer. Dette er begrunnet ut fra den oppgjørssrisiko og volatilitet udekkede shortsalg i slike instrumenter kan medføre. Videre søker forordningen å sikre gjennomsiktighet i markedet ved krav om at korte nettoposisjoner offentliggjøres, og introduserer krav om at investorer melder til tilsynsmyndighetene posisjoner som overstiger 0,2 % av verdien av et enkelt-selskaps aksjekapital. Overstiger shortposisjonen 0,5 % skal myndighetene offentliggjøre dette til markedet. For shortposisjoner i medlemsstatenes statspapirer, herunder shortposisjoner oppnådd gjennom kredittbytteavtaler, er det opplysningskrav kun til nasjonal tilsynsmyndighet. For norske statspapirer er denne grensen 0,1 % av utestedet verdi.

Forordningen forbyr også investorer å ha udekkede posisjoner i kredittbytteavtaler.

Videre gir forordningen nasjonale tilsynsmyndigheter kompetanse til i ekstraordinære markedssituasjoner å forby eller begrense visse former for shortsalg eller lignende transaksjoner som ellers er lovlig. I slike situasjoner har ESMA en koordinerende rolle. ESMA kan etter forordningen også iverksette egne midlertidige tiltak for å forby eller begrense shortsalg, under visse omstendigheter.

Etter forordningen er Kommisjonen pålagt å forelegge en rapport til Europaparlamentet og Rådet innen 30. juni 2013, hvor bl.a. hensiktsmessigheten og virkningene av en rekke av forordningens bestemmelser skal vurderes. Forordningen krever at Kommisjonen drøfter disse forhold med tilsynsmyndighetene og ESMA. ESMA skal derfor avgi en rapport/anbefaling til Kommisjonen innen 31. mai 2013. Utfallet av denne evalueringen er foreløpig usikker.

1.2.2 Tilhørende kommisjonsforordninger

Det er i en rekke av shortsalgforordningens bestemmelser (nivå 1) gitt hjemmel for Kommisjonen til å fastsette utfyllende rettsakter (nivå 2), på de vilkår som fremgår av de enkelte fullmaktsbestemmelsene.

Det er vedtatt fire utfyllende rettsakter til shortsalgforordningen, hvorav tre er av typen "regulatory technical standards" (Kommisjonsforordning nr. 826/2012, 918/2012 og 919/2012) og en "implementing technical standard" (Kommisjonsforordning nr. 827/2012). Samtlige er vedtatt i form av forordninger og er tilgjengelige på Kommisjonens hjemmeside². Som nevnt ovenfor antas også disse å være EØS-relevante og forventes tatt inn i EØS-avtalen. Innholdet i disse utfyllende rettsakter er til dels meget detaljerte. I

² http://ec.europa.eu/internal_market/securities/short_selling_en.htm

høringsnotatet vil Kommisjonens utfyllende bestemmelser kun omtales i mindre grad, og vil benevnes som "kommisjonsforordninger".

ESMA har også utarbeidet nærmere retningslinjer knyttet til unntakene i shortsalgforordningen for prisstillere og primærhandlere. Disse er ikke juridisk bindende.

1.3 EØS-forhandlinger

Som nevnt ovenfor legges det til grunn at regler om shortsalg omfattes av EØS-avtalens virkeområde. Etter shortsalgforordningen gis den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndigheten ESMA, under ekstraordinære omstendigheter, en viss myndighet til å fatte vedtak som er bindende for nasjonale tilsynsmyndigheter og innføre forbud mot eller stille vilkår for enkeltselskapers eller enkeltpersoners gjennomføring av shortsalg.

ESMA-forordningens bestemmelser om ESMA's overnasjonale myndighet reiser konstitusjonelle spørsmål. Det er ikke avklart når forordningen vil innlemmes i EØS-avtalen eller hvilken tilpasningstekst som vil være nødvendig.

Finanstilsynet legger til grunn at det må gjøres tilpasninger ved inkorporeringen av shortsalgforordningen på de områder hvor ESMA gis myndighet. Bestemmelser som gjelder tilsynsmessig samarbeid og rapporteringsrutiner anses derimot uproblematisk. Ettersom shortsalgforordningen ikke er inntatt i EØS-avtalen og det ikke foreligger en tilpasningstekst, har ikke Finanstilsynet berørt regler for gjennomføring av bestemmelser som gir ESMA bindende myndighet. Finanstilsynet legger til grunn at det i det videre lovarbeidet tas hensyn til norske tilpasninger på disse områdene.

2. GJELDENE RETT

Verdipapirhandelloven inneholder i dag et forbud mot udekket shortsalg av visse finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked, jf. vphl. § 3-14. Forbudet er rettet mot enhver, og gjelder for omsettelige verdipapirer (herunder aksjer, obligasjoner og gjeldsinstrumenter), verdipapirfondsandeler og pengemarkedsinstrumenter. Det finnes ingen generelle unntaksbestemmelser til dette forbudet. Selgeren må på avtaletidspunktet ha tilgang til instrumentene slik at rettidig levering er sikret på oppgjørstidspunktet.

Formålet med forbudet mot udekket shortsalg er blant annet å eliminere verdipapirforetakenes oppgjørslisiko ved formidling av salg der kunden ikke disponerer de finansielle instrumentene. Det vises til at verdipapirforetak er ansvarlig overfor oppdragsgivere og den de slutter avtale med for oppfyllelse av ordre, jfr. vphl. § 12-1. Et annet formål er å sikre at verdipapiroppjøret går som forutsatt.

Forbudet er inntatt i det generelle adferdskapitlet i vphl. kapittel 3. Det følger av vphl. § 3-1 at kapitlet gjelder for finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked, og bestemmelsen er basert på den territoriale avgrensningen i Markedsmisbruksdirektivet (MAD). Verdipapirhandelloven § 3-14 likebehandler således innlendinger og utlendinger, og gjelder uavhengig av hvor transaksjonene utføres fra og i prinsippet uavhengig av hvilken markeds plass handelen er utført på.

Forbudsbestemmelsen er begrenset til salg, og gjelder ikke for inngåelse av derivatkontrakter. Verdipapirforetakenes risiko ved handel med derivater er søkt fanget opp vphl. § 10-6. Her heter det at verdipapirforetak skal påse at det har betryggende sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser, ved formidling og handel i derivater. Av forarbeidene³ fremgår det at kravet til sikkerhet skal vurderes konkret, og at det bør kunne legges vekt på blant annet erfaringer fra tidligere kundeforhold.

Tilsvarende, for å gjenspeile forbudet, kan verdipapirforetak formidle og utføre salgsordre av finansielle instrumenter en kunde ikke eier, dersom kunden på avtaletidspunktet har sikret tilgang til de finansielle instrumentene, slik at foretaket er sikret rettidig levering på avtaletidspunktet (jf. vphl. § 10-4). Formålet bak bestemmelsen er den samme som for vphl. § 3-14.

Under markedsforhold hvor shortsalg kan ha virkninger som er egnet til å forstyrre den finansielle stabilitet og markedets integritet, kan Finanstilsynet midlertidig forby slike salg, jf. vphl. § 17-5. Dette innebærer at vedtak om nedleggelse av eventuelle midlertidig forbud mot shortsalg bare bør treffes ved helt spesielle markedsforhold for de aktuelle finansielle instrumentene. Typisk vil således en begrenset klasse av finansielle instrumenter bli gjenstand for midlertidig forbud, f.eks. egenkapitalinstrumenter utstedt av finansinstitusjoner notert på norsk regulert marked, samt instrumenter eller kontrakter som har slike egenkapitalinstrumenter som underliggende. Det skal i vurderingen også ses hen til hvilke

³ Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 117

uønskede virkninger et midlertidig forbud kan ha. Transaksjoner som ikke har virkninger som er egnet til å forstyrre den finansielle stabilitet eller markedets integritet, bør i hovedsak unntas (eksplisitt) fra forbud der slikt unntak for øvrig er hensiktsmessig, f.eks. vil det særlig kunne være aktuelt å unnta prisstillingsvirksomhet fra eventuelle forbud. Eventuelle vedtak om midlertidig forbud mot shortsalg kan ikke ha varighet lenger enn seks måneder av gangen.

Ved uaktsom eller forsettlig overtredelse av vphl. § 3-14 og § 17-5 kan det pålegges vinningsavståelse etter vphl. § 17-2, første ledd eller straffes med bøter eller fengsel i inntil 1 år etter vphl. § 17-3, annet ledd, nr.1. Uaktsom eller forsettlig overtredelse av vphl. § 10-4 og § 10-6 kan straffes med bøter eller fengsel i inntil 1 år, jf. vphl. § 17-3, annet ledd nr. 1.

Det følger av vphl. § 9-26 hvilke bestemmelser som skal gjelde for utenlandske verdipapirforetak som driver virksomhet i Norge. Bestemmelsen gjelder både grensekryssende virksomhet og virksomhet som drives gjennom filial. Det fremgår av i vphl. § 9-26 (1) at vphl. § 10-4 og vphl. kap.17 skal gjelde for virksomhet som drives i Norge av verdipapirforetak hjemmehørende i EØS og filialer av slike. Bestemmelsene i vphl. §10-4 og 17-5 får også anvendelse for utenlandske verdipapirforetak som ikke er hjemmehørende i EØS og som driver virksomhet i Norge, jf. vphl. § 9-26 (2). Etter vphl. § 9-27 kan departementet gjøre unntak fra anvendelsen av vphl. § 10-4 for virksomhet som drives i norske verdipapirforetaks filial i utlandet på visse vilkår.

3. SENTRALE BEGREPER

For den videre fremstilling er betydningen av følgende begreper sentral:

Shortsalg

Shortsalg innebærer at selger av et finansielt instrument ikke eier det finansielle instrumentet på det tidspunkt salgsavtalen inngås. Man skiller mellom *dekket* og *udekket* shortsalg. Med dekket shortsalg forstås salg av finansielle instrumenter som selger ikke eier, men har tilgang til, slik at rettidig levering er sikret på salgstidspunktet. Udekket shortsalg innebærer at selger ikke har tilgang til instrumentene på salgstidspunktet, men må før levering ha fremskaffet instrumentet slik at oppgjøret kan gjennomføres.

Av kommisjonsforordning 918/2012 fremgår det at reell eier er den person som påtar seg den økonomiske risikoen for å erverve et finansielt instrument. Videre er det presisert visse situasjoner som ikke skal regnes som shortsalg, nemlig salg av utlånte aksjer, salg av aksjer som er kjøpt men ikke overlevert på salgstidspunktet, samt salg av aksjer som en vil motta etter å ha benyttet seg av opsjoner eller lignende krav. Forutsetningen i alle tilfellene er imidlertid at aksjene blir levert i så god tid at oppgjøret kan finne sted på oppgjørsdagen.

Statspapir

Alle gjeldsinstrumenter som er utstedt av stater. For Norge omfatter dette for øyeblikket statsobligasjoner og statskasseveksler. Begge er notert på regulert markedsplass.

Kredittbytteavtale

En kredittbytteavtale kan betraktes som en form for forsikring mot mislighold av lånet. Mer spesifikt, en avtale mellom to parter hvor kjøperen betaler selgeren en premie periodevis, mot at selger kompenserer kjøperen for tap dersom lånet misligholdes. En *udekket* posisjon i en kredittbytteavtale innebærer at kjøperen ikke eier selve lånet som kredittbytteavtalen skal forsikre mot mislighold av. Kjøperen vil på den måten kunne oppnå en netto gevinst hvis lånet som kredittbytteavtalen er knyttet til blir misligholdt. I det følgende vil det generelle uttrykket "shortsalg" i enkelte sammenhenger også omfatte inngåelse av kredittbytteavtaler, til tross for at dette strengt tatt ikke er et shortsalg.

Shortposisjon

En shortposisjon (i det følgende også kalt "kort posisjon"), etter forordningen, oppstår i det man har utført et shortsalg. I tillegg kan det oppstå en shortposisjon i det man tar posisjoner i finansielle instrumenter som skaper en tilsvarende effekt, f.eks. opsjoner og CFD-kontrakter. For å eksemplifisere: låner man 100 aksjer i selskap A og selger disse, oppstår en shortposisjon. Hvis man kjøper salgsoptjoner på A vil man også, etter forordningen, lage en shortposisjon.

For shortsalg av aksjer, er posisjonens størrelse lik antall aksjer som er solgt. For shortposisjoner som oppstår som resultat av opsjonskjøp, er beregningene mer krevende. I slike tilfeller må man benytte en *deltajustert* beregning. Forenklet er deltajusteringen en metode for å konvertere en opsjonsposisjon til en tilsvarende aksjeposisjon. Korte posisjoner i aksjekurver og indeksfond og deres underliggende beholdning skal også inkluderes.

Prisstiller ("market maker")

Foretak eller person som løpende avgir forpliktende konkurransedyktige tilbud på både kjøps- og salgskurs i et finansielt instrument, hvoretter handel kan slutes med prisstilleren som motpart. På denne måten tilføres markedet likviditet på en regelmessig og løpende basis.

Primærhandler

En juridisk person som har avtale med en statlig utsteder om å handle i førstehånds og andrehåndsmarkedet av utstedte statspapirer. I Norge er det 4 banker som har status som primærhandlere. Primærhandlere rapporterer i Norge alle transaksjoner til Oslo Børs.

For øvrig vises det til forordningens artikkel 2 som gir definisjoner på en rekke begreper som benyttes i forordningen.

4. AKTIVITET KNYTTET TIL SHORTSALG OG BRUKEN AV KREDITTBYTEAVTALER I NORGE

Beskrivelsen av shortsalgmarkedet nedenfor, bygger på informasjon innhentet fra verdipapirforetak, Oslo Børs og norske finansinstitusjoner som er primærhandlere i norske statspapirer.

4.1 Shortsalg av aksjer

Shortsalg av aksjer notert på norsk markedsplass foregår som regel ved at verdipapirer lånes fra et verdipapirforetaks egenbeholdning, et fond eller en lånepool. Minst 2 verdipapirforetak tilbyr lånepooler i større skala i Norge, i tillegg har man også en lånepool i verdipapiroppkjøret (VPS ASA) som har som formål å øke oppgjørsgraden. Det er knyttet stor usikkerhet til omfanget av shortsalg i det norske markedet. Tilbakemeldingene fra de norske verdipapirforetakene er at det foregår relativt lite shortsalg, sammenlignet med andre land. Det finnes både norske og utenlandske verdipapirforetak som publiserer analyser, basert på tilgjengelig data bl.a. fra lånepooler, hvor det anslås hvor stor den utestående shortposisjonen i markedet er per aksje. Påliteligheten av disse rapportene er usikker.

Til sammenligning har svenske Finansinspeksjonen publisert 213 meldinger fra ikrafttredelse 1. november 2012 til og med 5. april 2013 (3,1 meldinger pr forretningsdag). I samme periode har danske Finanstilsynet publisert 82 meldinger (1,2 meldinger pr forretningsdag), og finske tilsynsmyndigheter 200 meldinger (2,9 meldinger pr forretningsdag). Disse tallene representerer kun meldinger som offentligjøres. I tillegg kommer shortsalgsmeldinger som utelukkende går til tilsynsmyndighetene.

4.2 Statspapirer og kredittbytteavtaler

4.2.1 Shortsalg av statspapirer

Norske statsobligasjoner og statskasseveksler er notert på Oslo Børs. Handler gjennomføres enten via ordrer i Oslo Børs' handelssystem, eller rapporteres inn manuelt fra primærhandlerne. De største aktørene innen shortsalg av norsk statspapirer er primærhandlerne selv. Ved behov låner de statspapirer av Norges Bank som de så selger videre til kunder. Denne shortposisjonen dekkes senere inn i markedet. Angående shortsalg utført av andre enn primærhandlere, var konsensus fra meglere som ble kontaktet at en shortposisjon på 0,1 % av utestående i norske statspapirer, som pr. dags dato tilsvarer ca. 500 millioner kroner, vil oppstå svært sjeldent. Dette er å regne som en relativt stor shortposisjon som få aktører vil ta. Aktørene i statspapirmarkedet består i all hovedsak av banker, fond, sentralbanker (valutareserver) og andre institusjonelle aktører.

4.2.2 Posisjoner i kredittbytteavtaler

Bloomberg, en global leverandør av markedtsdata, kvoterer pris på kredittbytteavtaler på norske statspapirer. Til tross for dette er tilbakemeldingen fra markedtsaktørene at dette markedet i praksis er ikke-eksisterende. Samtlige av primærhandlerne som Finanstilsynet

har vært i kontakt med har opplyst at de ikke inngår kredittbytteavtaler i norske statspapirer. Dette er heller ikke noe de kommer til å tilby pga. manglende marked og lønnsomhet.

Finanstilsynet har også blitt opplyst at markedet for kredittbytteavtaler på andre lands statsobligasjoner for tiden er svært lite. En av årsakene som angis er shortsalgforordningen, som med særskilte krav har gjort slik handel mer komplisert, samt skapt en generell uro for at disse avtalene ikke ville bli utløst.

4.3 Prisstilling i aksjer

I følge Oslo Børs er det 42 aksjer notert på markedsplassen som har en likviditetsgarantistordning. En likviditetsgarantiordning er en avtale mellom utsteder og et verdipapirforetak om at verdipapirforetaket skal stille toveispriser i utstederens aksje. Som regel inngås slike avtaler for at aksjen skal bli mer likvid, og dermed mer attraktiv for investorer. Likviditetsgarantistordningen er en standardisert avtale som registreres og følges opp av Oslo Børs. Per dags dato er det 8 meglerhus som har en slik avtale. I tillegg til de registrerte likviditetsgarantistene på Oslo Børs kan det være verdipapirforetak som utfører liknende prisstilling, uten noen form for avtaler. Finanstilsynet har per i dag ingen oversikt over prisstillere på markedsplassene.

5. SHORTSALGFORORDNINGEN OG BETYDNINGEN FOR NORSK RETT

I det følgende vil det gis en beskrivelse av shortsalgforordningens sentrale bestemmelser. Finanstilsynets vurderinger er tatt inn under de enkelte temaene.

5.1 Anvendelsesområde

5.1.1 Forordningen

Etter shortsalgforordningen artikkel 1 gjelder forordningen for finansielle instrumenter som er opptatt til notering på et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet (MTF) i EU, og for gjeldsinstrumenter utstedt av en medlemsstat eller av EU. Forordningen får også anvendelse når disse finansielle instrumentene handles utenfor slike omsetningssteder (dvs. OTC-handel (over-the-counter)). Enkelte av forordningens bestemmelser får anvendelse på derivater av nevnte finansielle instrumenter.

Selv om forordningen tilsynelatende har et bredt saklig virkeområde, er en rekke av de særskilte reglene forordningen oppstiller (som krav til melding og offentliggjøring og krav til dekning) kun gjort gjeldende for visse typer finansielle instrumenter (aksjer, statspapirer og kredittbytteavtaler).

Under ekstraordinære omstendigheter vil nasjonale tilsynsmyndigheter og ESMA ha rett til å treffe tiltak for alle typer finansielle instrumenter, se nærmere omtale nedenfor under punkt 5.7.

Forordningen gjelder ikke transaksjoner som gjennomføres som ledd i prisstillingsvirksomhet ("market making-aktiviteter"), se nærmere omtale under punkt 5.6. Markedsaktører som deltar i slik virksomhet vil likevel være forpliktet til på forespørsel å gi informasjon til tilsynsmyndigheten eller ESMA.

Forordningen gjelder uavhengig av hvor den enkelte juridiske eller fysiske person som foretar shortsalg befinner seg, herunder tredjestater (ekstraterritoriell virkning). Det er således ikke av betydning hvor en person er bosatt, hvor et foretak har sitt forretningskontor eller hvor transaksjonen gjennomføres. Forordningen gjelder likevel ikke shortsalg i aksjer der hovedomsetningsstedet for aksjen er i en tredjestat, se nærmere omtale under punkt 5.5.

5.1.2 Finanstilsynets vurderinger

De gjeldende norske reglene har i dag et videre anvendelsesområde enn forordningens, når det gjelder hvilke typer instrumenter som er omfattet av forbudet mot udekket shortsalg (se nærmere under punkt 5.2). På den annen side vil enkelte av forordningens bestemmelser få anvendelse på derivater (som relaterer seg til aksjer eller gjeldsinstrument), som er helt unntatt fra de gjeldende norske shortsalgeregler. Finanstilsynet foreslår dessuten at forordningens bestemmelser skal få anvendelse på egenkapitalbevis i Norge, se nærmere under punkt 5.2.

En gjennomføring av forordningen vil videre innebære en innskrenkning i kretsen av personer som omfattes av shortsalgforbudet. Selv om både private personer og juridiske personer er omfattet av kravene, gjør forordningen en rekke unntak for visse typer markedsaktører, slik som f.eks. prisstillere.

Forordningens stedlige virkeområde innebærer en utvidelse av de norske reglene, ved at den omfatter finansielle instrumenter som er opptatt til notering på et regulert marked eller MTF i hele EU/EØS, og ikke som dagens regler som gjelder bestemte finansielle instrumenter notert eller søkt opptatt til notering på norsk regulert marked.

5.2 Forbudet mot udekket shortsalg

5.2.1 Forordningen

I henhold til forordningens artikkel 12 og 13 er udekket shortsalg av noterte aksjer og statspapirer forbudt. Selgeren må ha sikret tilgang til instrumentene (krav til dekning) slik at levering kan finne sted på oppgjørsdagen.

For *aksjer* kan nødvendig dekning oppnås enten ved 1) innlån, 2) avtale om å låne aksjene eller annet tvangskraftig tvangsgrunnlag om overføring av eiendomsrett for et tilsvarende antall aksjer, eller 3) avtale med en tredjepart hvorefter tredjeparten har bekreftet at aksjen er tilgjengelig og at det er tatt slike forholdsregler overfor andre for å sikre at den som selger har en rimelig grunn til å tro at oppgjør skal kunne finne sted på avtalt tidspunkt.

I kommisjonsforordning nr. 827/2012⁴ er det fastsatt blant annet hvilke typer avtaler, ordninger og tiltak som gir tilstrekkelige garantier for at aksjer vil være tilgjengelig for oppgjør. Terminer og bytteavtaler, opsjoner, tilbakekjøpsavtaler, stående og rullerende avtaler samt tegningsretter nevnes som konkrete eksempler. Avtalen må sikre levering av riktig antall aksjer til riktig tid. Eksempelvis må en opsjon garantere fysisk leveranse (i motsetning til finansielt oppgjør), som sikrer at oppgjøret kan gjennomføres som normalt. For andre typer krav eller avtaler enn de som uttrykkelig nevnes som eksempler, kreves det at avtalen dekker minst det antall aksjer som shortsalget gjelder, at avtalen inngås senest samtidig med shortsalget, og at det er avtalt et leverings- eller forfallstidspunkt som sikrer at oppgjøret etter shortsalget kan finne sted på oppgjørsdagen. Kommisjonsforordningen understreker at avtalen må kunne dokumenteres.

For *statspapirer* gjelder tilsvarende regler om på hvilken måte dekning kan oppnås. For disse instrumentene er imidlertid dekningsregelen i alternativ 3(ovenfor) noe mindre restriktiv. Det er her tilstrekkelig at en tredjepart har bekreftet at statspapiret er lokalisert *eller* at man ellers har rimelig grunn til å tro at oppgjør kan finne sted på riktig dag. Kravene til dekning gjelder ikke dersom transaksjonen har som formål å beskytte en lang posisjon i et gjeldsinstrument hvor kursen er sterkt korrelert med kursen på det berørte statspapiret. Kommisjonen har lagt til grunn at korrelasjonskravet på 80 %, nevnt i kommisjonsforordning nr. 918/2012, også gjelder her⁵. Dersom statspapiret synker vesentlig

⁴ Kommisjonsforordning (EU) nr. 827/2012

⁵ [http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-12-523_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-523_en.htm?locale=en)

under dets gjennomsnittlige likviditet, kan tilsynsmyndigheten dessuten midlertidig suspendere kravene til dekning for en periode på inntil 6 måneder av gangen.

Videre er det definert i kommisjonsforordningen hvilke grupper av tredjeparter som det kan gjøres dekningsavtaler med. Dette er investeringselskaper, sentrale motparter (CCP), verdipapirsentraler (CSD), sentralbanker, myndigheter som forvalter statspapirer, samt personer i tredjeland som oppfyller bestemte vilkår.

Dekkede posisjoner i *kredittbytteavtaler* for statspapirer anses kun å foreligge dersom formålet med kredittbytteavtalen er å sikre enten mot risikoen for utsteders mislighold, eller mot risikoen for svekket verdi på statspapirer dersom investoren har eiendeler eller forpliktelser knyttet til disse, jf. artikkel 4 i forordningen. For øvrig vises det til kapittel V i kommisjonsforordning nr. 918/2012, vedrørende visse unntak fra artikkel 4, dokumentasjonskrav, risikoavdekkede aktiver og passiver mv.

5.2.2 Finanstilsynets vurderinger

Forbudet mot udekket shortsalg vil etter forordningen kun gjelde for aksjer og statspapirer. Gjeldende forbud i verdipapirhandelloven er knyttet til "finansielle instrumenter", med unntak av derivater. Før innføringen av disse reglene i 1997 var det forbud også mot dekket shortsalg. Behovet for et forbud mot udekket shortsalg i de enkelte finansielle instrumentene (aksjer, obligasjoner mv.) er ikke nærmere omtalt i lovens forarbeider. Som følge av at forordningen har et snevrere anvendelsesområde enn dagens norske regler, er det spørsmål om det er behov for å opprettholde et udekket shortsalgforbud for instrumenter som faller utenfor forordningens bestemmelser. Dette gjelder egenkapitalbevis, andre typer obligasjoner enn statspapirer og noterte verdipapirfondsandeler. Finanstilsynet har begrenset erfaring med omfanget av shortsalg i disse instrumentene, i motsetning til ved aksjer⁶. Vurderingene nedenfor er derfor basert på karakteren av instrumentene og opplysninger mottatt fra enkelte markedsaktører som har blitt kontaktet, samt det forhold at det har en egenverdi i å ha harmoniserte regler med det øvrige Europa. Finanstilsynet imøteser imidlertid høringsinstansenes innspill til dette.

Egenkapitalbevis⁷ er et særnorsk instrument, som er utviklet av sparebanknæringen. 27 sparebanker har utstedt egenkapitalbevis, hvorav 20 er børsnoterte. Egenkapitalbevis har klare likhetstrekk med aksjer. Forskjellene knytter seg først og fremst til eierrett til selskapsformuen og innflytelse i bankens organer. Likhetstrekene med aksjer gjør imidlertid at hensynene bak forordningen tilsier at reglene bør gis anvendelse også for disse instrumentene. Finanstilsynet foreslår derfor at det inntas i nye § 3-14 at forordningen får tilsvarende anvendelse for egenkapitalbevis.

Shortsalg i andre typer obligasjoner enn statspapirer (f.eks. selskapsobligasjoner og kommune- og fylkesobligasjoner) er trolig per i dag lite praktisk. Tilbakemeldingen fra enkelte aktører som har blitt kontaktet bekrefter dette. Det har blitt vist til at dette kan

⁶ Eks. Opticom, Panfish, Tanberg, RXT

⁷ Tidligere betegnet grunnfondsbevis

skyldes at likviditeten er mye dårligere enn i aksjemarkedet samt at volatiliteten generelt sett er lavere. Det har også blitt fremholdt at mellommennene, uavhengig av et forbud, vil kreve dekning idet de ikke ønsker å utsette seg for risikoen som kan oppstå. Videre er det etter hva Finanstilsynet har fått opplyst god oppgjørsgard på slike instrumenter i dag. Finanstilsynet har derfor ikke foreslått å videreføre kravene til dekning for slike instrumenter.

Shortsalg i noterte verdipapirfondsandeler, dvs. ETFer, er i teorien mulig, men det har ikke vært praksis for dette i Norge. Det er i dag et begrenset antall ETFer notert på norsk markedsplass. Disse er knyttet til aksjeindekser. En investor vil kunne posisjonere seg mot samme type risiko gjennom derivatmarkedet eller lange posisjoner i BEAR-fond, som vil være enklere og rimeligere alternativer. Finanstilsynet har derfor ikke foreslått å videreføre kravene til dekning for slike instrumenter.

Selv om forbudet mot udekket shortsalg innsnevres vil tilsynsmyndigheten ha mulighet til å forby shortsalg i alle finansielle instrumenter ved uheldige markedssituasjoner, jf. nærmere om dette under punkt 5.7. For ordens skyld nevnes også at de generelle adferdsreglene i verdipapirhandellovens kapitel 3 etter omstendighetene kan komme til anvendelse på transaksjoner i alle typer finansielle instrumenter, herunder forbudet mot urimelige forretningsmetoder.

Innlån av aksjer og statspapirer, som nevnt i forordningens artikler 12 og 13 nr. 1 bokstav a) vil etter Finanstilsynets oppfatning være et dekket shortsalg i henhold til gjeldende norsk rett, når det avgjørende kriteriet her er "en sikker tilgang til de finansielle instrumentene på avtaletidspunktet". Det samme gjelder alternativet i forordningens artikkel 12 nr. 1 bokstav b), nemlig en avtale om å låne aksjene/statspapirene eller annet tvangskraftig tvangsgrunnlag om overføring av eiendomsrett for et tilsvarende antall aksjer/statspapirer. Slike avtaler vil også være tillatt i Norge med dagens regler.

For *aksjer* innføres det i artikkel 12 nr.1 bokstav c) trolig noe lempeligere krav til sikker dekning enn det dagens norske regler oppstiller. Dette gjelder spesielt dekningskravene ved intradags shorthandel og shorthandel med likvide aksjer. Det overordnede mål med begge regelsettene er imidlertid sammenfallende, nemlig å sikre rettidig levering på oppgjørsdagen. De foranstaltninger som må tas for at udekket shorthandel skal være tillatt, er så omfattende at det etter Finanstilsynets oppfatning ligger nært opp til det som etter norsk rett ville blitt ansett som dekning. Finanstilsynet legger etter dette til grunn at eventuelle ulikheter her ikke er vesentlige.

For *statspapirer* er regelen i artikkel 13 nr. 1 bokstav c) noe mindre restriktiv enn den tilsvarende regelen for aksjer. Sammenlignet med de norske reglene utgjør dette den største endringen på dette punktet når forordningen gjøres til norsk lov. Også her er imidlertid de foranstaltningene som må treffes i henhold til kommisjonsforordningen så omfattende at en nærmer seg dekning etter norsk rett i dag. Finanstilsynets undersøkelser viser for øvrig at dette markedet er lite, og at aktørene i all hovedsak vil være unntatt begrensningene etter andre regler. Det vises i denne sammenhengen til det som er sagt under punkt 4.2 og 5.6.

De særlige regler for *kredittbytteavtaler* i artikkel 14 omtales ikke nærmere, jf. det som er sagt over under punkt 4.2.2.

Shortsalg på vegne av verdipapirfond er regulert i verdipapirfondloven § 6-10. Her heter det at forvaltningsselskapet ikke kan selge finansielle instrumenter fondet ikke eier, med mindre departementet gir nærmere regler om dette i forskrift. Verdipapirfondenes adgang til å selge short er regulert i UCITS-direktivet, og faller således utenfor shortsalgforordningen. Finanstilsynet foreslår ingen lov- eller forskriftsendringer knyttet til dette.

Sikring knyttet til derivatposisjoner faller utenfor shortsalgforordningens virkeområde. Det er derfor Finanstilsynets vurdering at bestemmelsen i vphl. § 10-6, om dekning ved verdipapirforetaks handel med derivater, kan videreføres.

På bakgrunn av ovenstående foreslår Finanstilsynet at de gjeldende bestemmelsene i verdipapirhandelloven §§ 3-14 og 10-4 oppheves i sin helhet. Forordningen foreslås gjennomført ved at det tas inn en inkorporasjonsbestemmelse i ny § 3-14.

5.3 Register over shortposisjoner

5.3.1 Forordningen

Det følger av forordningens fortale at økt innsyn i forbindelse med betydelige korte nettoposisjoner i visse finansielle instrumenter er viktig for både tilsynsmyndigheten og markedsdeltakerne. Det er derfor fastsatt bestemmelser i forordningens kapittel II om en innsynsordning, som skal gi fullstendige og nøyaktige opplysninger om investors korte nettoposisjoner i aksjer og statspapirer. Dette fordrer at investor som tar korte nettoposisjoner må holde oversikt og kunne dokumentere sine beregninger overfor tilsynsmyndigheten.

Rapporteringsplikten gjelder for korte nettoposisjoner. Shortsalgforordningen definerer en "nettoposisjon" som differansen mellom korte og lange posisjoner i et finansielt instrument, jf. artikkel 3. For å eksemplifisere beregningen: Investor selger short 50 aksjer i selskap A. Dette gir han en shortposisjon på 50 aksjer. Deretter kjøper han 30 aksjer i A hos et annet verdipapirforetak, slik at han har to separate bruttoposisjoner. Den korte nettoposisjonen blir i det tilfellet da: 50 aksjer – 30 aksjer = 20 aksjer. Beregning av posisjoner i statspapirer er i prinsippet likt, men med det unntaket at for beregning av korte nettoposisjoner kan lange posisjoner i forskjellige statspapirer med høy korrelasjon summeres, før det nettes mot den korte posisjonen. I tillegg skal salg av kredittbytteavtaler på statspapirer tas inn som en lang posisjon, og kjøp som kort posisjon.

En lang posisjon i aksjer eller statspapirer utgjør i første rekke aksjer eller statspapirer man eier. Dette omfatter også posisjoner hvor man uten å være eier, har en legal rett eller plikt til å få eiendomsretten overført til seg (eks. en ervervet kjøpsopsjon eller en utstedt salgsopsjon). Aksjeinnehav i form av en indeks, en kurv av verdipapirer, gjennom fondsandeler eller liknende skal tas med ved beregningen hvis virkningen er at investor får en økonomisk fordel dersom kursen på eller verdien av aksjen eller gjeldsinstrumentet stiger.

En kort posisjon oppstår i det man har utført et shortsalg. Ved beregningen av korte posisjoner skal eksponering gjennom et annet finansielt instrument tas med, hvis virkningene av eksponeringen er at personen får en økonomisk fordel dersom kursen/verdien på aksjen eller statspapiret faller (f.eks. bruk av opsjoner, terminkontrakter, indekstilknyttede instrumenter m.m.).

Den som innehar en kort nettoposisjon i aksjekapitalen i et selskap, skal rapportere posisjonen til aktuell tilsynsmyndighet, når innehavet tilsvarende en verdi på minst 0,2 prosent av aksjekapitalen, og deretter for hver etterfølgende 0,1 prosent. Korte nettoposisjoner over disse tersklene blir ansett som "betydelige" jf. forordningens artikkel 5. Når verdien overstiger 0,5 prosent av aksjekapitalen, og ved hver etterfølgende 0,1 prosent, skal posisjonen i tillegg offentliggjøres til markedet. Kommisjonen har anledning til å justere disse terskelverdiene gjennom delegerte rettsakter.

Korte nettoposisjoner i *statspapirer* skal også rapporteres til tilsynsmyndigheten. Slike meldinger skal ikke offentliggjøres, da dette kan ha negativ innvirkning på markedene for statspapirer dersom likviditeten allerede er redusert. Relevante terskelverdier for statspapirer skal fastsettes av Kommisjonen i delegerte rettsakter. Dette gjøres for hver enkelt offentlig utsteder, etter retningslinjene fastsatt i kommisjonsforordning nr. 918/2012. Rapporteringstersklene består av et startbeløp og deretter ytterligere trinn for hver enkelt statlige utsteder. ESMA skal offentliggjøre rapporteringstersklene for hver medlemsstat på sitt nettsted.

Nærmere regler om nettoposisjoner for fondsforvaltningsvirksomhet og i konsern, fremgår av kommisjonsforordning nr. 918/2012. Det er fondsforvaltningsselskapet som er ansvarlig for å oppfylle rapporteringsplikten for de shortposisjonene som eksisterer i fondene under forvaltning. Fond under forvaltning omfatter ikke fond hvor forvaltningen er utkontraktert til en tredjepart. Beregningen av nettoposisjonen gjøres ved å summere posisjoner i finansielle instrumenter i fond som har samme investeringsstrategi. En investeringsstrategi er definert i kommisjonsforordning nr. 918/2012 som et mål om å ha en lang eller en kort posisjon i et bestemt finansielt instrument. I praksis vil dette bety at lange og korte posisjoner på tvers av fond ikke kan nettes, men at korte posisjoner på tvers av fond skal summeres.

Rapporteringsplikten for selskaper i et konsern gjelder så vel på selskapsnivå som på konsernnivå. Hvis både et datterselskap og et morselskap samtidig passerer en rapporteringsgrense, skal bare morselskapet rapportere.

Meldingen til tilsynsmyndighetene skal inneholde informasjon om innehaverens identitet og størrelsen på posisjonen, samt utstederen som posisjonen omfatter og dato for når posisjonen oppstod. Beregningen skal skje ved midnatt den handelsdagen som posisjonen innehas, og den skal rapporteres senest klokken 15:30 påfølgende handelsdag. Informasjonen skal offentliggjøres på en måte som sikrer rask tilgang til informasjonen på en ikke-diskriminerende måte. Informasjonen skal legges ut på et sentralt nettsted som driftes eller overvåkes av tilsynsmyndigheten.

Det er lagt vekt på at det skal være praktisk mulig å gjenbruke dataene som leveres. Kommisjonen har derfor vedtatt tekniske standarder for å spesifisere hvilke opplysninger

meldingene skal inneholde, samt på hvilken måte informasjonen skal offentliggjøres; se kommisjonsforordning nr. 826/2012 og nr. 827/2012. I denne forbindelse er det også utformet maler for rapportering og myndighetenes offentliggjøring av korte nettoposisjoner, som følger som bilag til de nevnte kommisjonsforordningene.

Tilsynsmyndigheten skal hvert kvartal sende en sammenfattet oversikt over rapporteringer av korte nettoposisjoner i aksjer, statspapirer og kredittbytteavtaler til ESMA. ESMA kan be om ytterligere informasjon fra de nasjonale tilsynsmyndighetene.

5.3.2 Finanstilsynets vurderinger

Rapporteringsplikten bidrar til at tilsynsmyndighetene og markedet får kunnskap om korte nettoposisjoner, slik at myndighetene bedre har mulighet til å overvåke og iverksette tiltak, hvis markedsforholdene utvikler seg ugunstig eller det oppstår en uro i det finansielle markedet.

For å få en indikasjon på forventede shortposisjoner har vi sett på tall fra norske lånepooler. Tallene antyder at ca. 0,2 % av markedsverdien til aksjene i OBX-indeksen er utlånt til enhver tid, hvorav mesteparten sannsynligvis er solgt short. Dette tallet vil naturlig nok være fordelt på flere investorer. Basert på andre nasjoners erfaringer er det fond og institusjonelle kunder som vil utgjøre majoriteten av de meldepliktige. Det vises i denne forbindelse også til det som er sagt ovenfor under punkt 4.1 om omfanget av rapporteringen i Danmark og Sverige. Finanstilsynet legger til grunn at kretsen av rapporteringspliktige etter disse reglene vil være relativt snever, og at det neppe er mange som vil passere en kort nettoposisjon på 0,2 %.

Finanstilsynet vil være forpliktet til å håndtere mottak og offentliggjøring av den ovenfor nevnte informasjonen. Dette vil forutsette ressurser til utvikling av nye IT-løsninger og oppfølging av løpende rapportering. Rapporteringsløsningen må baseres på malen for rapportering som er utarbeidet av Kommisjonen⁸, og som også vil bli gjort tilgjengelig på Finanstilsynets nettside. Offentliggjøringen må skje i det formatet som er fastlagt av Kommisjonen i bilag I til kommisjonsforordning nr. 827/2012.

Registeret vil være meldepliktig til Datatilsynet i henhold til personopplysningsloven § 31, da det er snakk om ikke-sensitive personopplysninger som blir behandlet med elektroniske hjelpemiddel.

5.4 Dekningskjøp ved manglende levering

5.4.1 Forordningen

Etter forordningens artikkel 15 skal sentrale motparter (CCPer) som tilbyr clearing av aksjer sørge for at det finnes rutiner for dekningskjøp som oppfyller visse krav. Dersom selger av

⁸ Bilag II til Kommisjonsforordning (EU) 826/2012

aksjer ikke har levert disse senest fire handelsdager etter oppgjørsdagen, skal CCPen automatisk iverksette dekningskjøp for å få aksjene dekket inn for levering til kjøper.

Dersom aksjene ikke kan dekkes inn, skal CCPen dekke kjøperens tap. Finanstilsynet gjør oppmerksom på at det kan komme endringer på dette punkt i forbindelse med arbeidet med forordning om regulering av verdipapirregistre og tiltak med sikte på å forbedre verdipapiroppkjørene ("CSD-forordning"). CCPen skal også sørge for at misligholdende selger skal erstatte alle beløp som blir utbetalt i forbindelse med dekningskjøpet eller som kompensasjon til kjøperen, samt at han skal være pliktig til å betale dagbøter for hver dag oppgjøret uteblir. Bøtene skal være av en slik størrelse at de virker avskrekkende på fysiske eller juridiske personer som ikke foretar oppgjør.

5.4.2 Finanstilsynets vurderinger

Dekningstransaksjoner er ikke regulert i verdipapirhandelloven. Det er imidlertid bransjepraksis å regulere deknningstransaksjoner i alminnelige forretningsvilkår for handel med finansielle instrumenter mellom verdipapirforetaket og kunden. Dette er et utslag av at verdipapirforetakene, som nevnt i kapittel 2, vil være ansvarlige for oppfyllelse av ordre, jf. vphl. § 12-1.

Oslo Clearing har regler om dekningskjøp i det gjeldende regelverket med sine medlemmer.⁹ Finanstilsynet forstår det slik at dekningskjøp må foretas senest på dag fire etter uteblitt levering. Dette er for øvrig i samsvar med den foreslåtte reguleringen i utkastet til CSD-forordning. Her heter det i artikkel 7 nr. 3 at

"Deltagere i et verdipapirafviklingsystem, som ikke leverer de i artikkel 5, stk. 1, omhandlede finansielle instrumenter til den modtagende deltager på den planlagte afviklingsdato, gøres til genstand for et dækningskjøb, som indebærer, at instrumenterne kjøbes på markedet senest fire dage efter den planlagte afviklingsdato og leveres til den pågældende modtagende deltager, og for andre foranstaltninger i overensstemmelse med stk. 4."

Det følger allerede av alminnelig kontraktsrett at en selger som misligholder levering av solgte finansielle instrumenter kan bli holdt ansvarlig for det tap kjøperen måtte lide som følge av misligholdet. Forordningen pålegger imidlertid ingen plikter direkte på investorene, men på de sentrale motparter som tilbyr oppgjørstjenester. Det vil være opp til CCPenes medlemmer å innrette seg etter de reglene som forordningen pålegger CCPen å ha.

Finanstilsynet legger således til grunn at forordningens bestemmelser ikke medfører behov for å gjøre endringer i norsk regelverk.

⁹ Finnes på <http://www.osloclearing.no/Regel-og-avtaleverk>

5.5 Unntak for aksjer med primærhandelssted i tredjeland

5.5.1 Forordningen

Bestemmelsene i forordningens artikkel 5 (rapportering), 6 (offentliggjøring), 12 (forbudet mot udekket shorthandel) og 15 (dekningskjøp) kommer ikke til anvendelse på aksjene i selskap som er notert i et handelssystem i EU/EØS dersom det *primære* handelssystem for aksjehandelen befinner seg i et tredjeland. Dette følger av forordningens artikkel 16.

Tredjeland skal i denne sammenhengen forstås som ethvert land utenfor EU/EØS-området. Tilsynsmyndigheten for markedsplassen i det EU/EØS-landet hvor aksjene er notert, skal underrette ESMA om hvilke aksjer som anses for å ha primærhandelssted i tredjeland. Det primære handelssystem er der hvor aksjen er mest omsatt, jfr. artikkel 6 i kommisjonsforordning nr. 827/2012. ESMA skal offentliggjøre en liste over slike aksjer med en gyldighet på to år.

5.5.2 Finanstilsynets vurderinger

Unntaket er nytt i forhold til dagens regelverk. Finanstilsynet antar at enkelte aksjer notert i Norge vil falle utenfor reguleringen med dette unntaket. Finanstilsynet foreslår ikke å opprettholde noen særskilt regulering for disse.

5.6 Unntak for prisstillingsvirksomhet

5.6.1 Forordningen

Prisstillere ("market-makers") kan etter forordningen søke om fritak fra kravene om rapportering, forbudet mot udekket shortsalg av aksjer og statspapirer, samt udekkede posisjoner i kredittbryteavtaler for statspapirer. Bakgrunnen for dette unntaket er behovet for å opprettholde prisstillernes evne til å skape likviditet.

Det er et vilkår at prisstilleren er medlem på markedsplassen hvor prisstiller-aktiviteten finner sted, samt at de aktuelle aksjene er notert der. For nærmere omtale, se ESMA's retningslinjer¹⁰. En viktig presisering foretatt av ESMA i de nevnte retningslinjene er at unntaket gjelder per instrument.

Prisstillere må gi tilsynsmyndigheten skriftlig melding om at de vil benytte seg av unntaket minst 30 kalenderdager før unntaket første gang skal anvendes. I løpet av disse 30 kalenderdagene har tilsynsmyndigheten anledning til å forby bruken av unntaket, dersom den anser at vilkårene ikke er oppfylt. Et forbud kan også nedlegges i etterkant, dersom det skjer endringer som gjør at vilkårene ikke lengre er oppfylt.

5.6.2 Finanstilsynets vurderinger

Forordningens begrep "market-maker" er det samme som "prisstiller" i verdipapirhandellovens § 2-4 annet ledd.

¹⁰ <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-158.pdf>

Gjeldende norske regler har ikke et tilsvarende unntak fra forbudet mot udekket shorthandel. På spørsmål til enkelte verdipapirforetak om hvilken interesse det vil ha for norske prisstillere å søke slikt fritak etter artikkel 17, var tilbakemeldingen at det må forventes at prisstillere vil benytte seg av forordningens mulighet for unntak. Finanstilsynet forventer at prisstillere ikke vil ta betydelige korte posisjoner, bortsett fra i meget korte perioder. Det at forordningen ikke åpner for nasjonal regulering på dette punktet, anses derfor ikke som noe problem. Finanstilsynet, som tilsynsmyndighet, vil håndtere godkjenning og eventuelt tilbakekall av bruken av unntaket.

5.7 Særlige tiltak ved ekstraordinære omstendigheter

5.7.1 Forordningen

Når negative hendelser eller en negativ utvikling utgjør en alvorlig trussel mot den finansielle stabiliteten eller tilliten til markedet, kan tilsynsmyndighetene senke grensene for rapportering og offentliggjøring av shortposisjoner i finansielle instrumenter som omfattes av forordningen etter artikkel 18. Myndighetene kan også forby eller fastsette vilkår for shortsalg i alle finansielle instrumenter etter artikkel 20 og 21. Videre gis tilsynsmyndighetene rett til å kreve melding om endringer i avgifter ved utlån av finansielle instrumenter etter artikkel 19. I henhold til artikkel 24 skal slike tiltak gjelde i en periode på høyst 3 måneder.

Etter artikkel 26 må nasjonale myndigheter underrette andre europeiske myndigheter og ESMA 24 timer før tiltaket iverksettes. Det følger av artikkel 25 at tiltakene skal offentliggjøres på tilsynsmyndighetens webside.

Ved et betydelig kursfall på et finansielt instrument i løpet av en enkelt handelsdag kan tilsynsmyndighet innføre tiltak mot shortsalg eller andre tiltak for å begrense transaksjoner i det finansielle instrumentet for å hindre et ukontrollert fall i kursen. Begrensningene skal som hovedregel gjelde i én dag. Tilsynsmyndigheten skal melde om slike tiltak til ESMA senest 2 timer etter handelsdagens slutt. Dersom det ved utgangen av handelsdagen viser seg at kursen faller ytterligere og minst 50 % av hva som anses som et betydelig kursfall, kan tilsynsmyndigheten forlenge tiltaket med inntil to handelsdager.

For likvide aksjer, som definert i MiFID (Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC), utgjør "et betydelig kursfall" minst 10 prosent. Etter kommisjonsforordning nr. 918/2012 vil det samme gjelde for illikvide aksjer, som inngår i en nasjonal indeks (OBX for Norge) og hvor det er noterte derivatkontrakter knyttet til aksjen. For andre illikvide aksjer med en kurs høyere enn 0,50 € må kursfallet være minst 20 % og for øvrige illikvide aksjer minst 40 %. For statsobligasjoner er kravet en 7 % økning i hele avkastningskurven ("yield curve"). For selskapsobligasjoner er kravet 10 % økning i hele avkastningskurven. For pengemarkedsinstrumenter er kravet et kursfall på minst 1,5 % og på en ETF ("Exchange Traded Funds") et kursfall på minst 10 %. For derivatkontrakter styres vurderingen av betydelig kursfall av det underliggende instrumentets kursfall. kommisjonsforordning nr. 919/2012 inneholder bestemmelser om hvilken metode som skal benyttes ved beregningene.

ESMA kan pålegge nasjonale myndigheter å innføre tiltak som nevnt over hvis ESMA anser det nødvendig utfra hensynet til finansiell stabilitet og velfungerende markeder.

Etter kommisjonsforordning nr. 918/2012 skal det ved vurderingen av tiltak tas hensyn til bl.a. alvorlige økonomiske, pengemessige eller budsjettmessige problemer som fører til finansiell ustabilitet for et medlemsland, eller en finansiell institusjon som er sentral i det globale finansielle system. Det samme gjelder omfattende skade på infrastrukturforetak, avregning- og oppgjørssystemer m.fl.

5.7.2 Finanstilsynets vurderinger

En gjennomføring av forordningens bestemmelser om nasjonale tilsynsmyndigheters inngrepsmyndighet ved ekstraordinære omstendigheter medfører et behov for å oppheve gjeldende verdipapirhandellov § 17-5, da bestemmelsene er overlappende.

At tiltak etter forordningen bare kan vedtas for 3 måneder av gangen vil være en endring av gjeldende rett, som i dag gir Finanstilsynet kompetanse til å fatte vedtak for 6 måneder av gangen.

Finanstilsynet legger opp til å rapportere eventuelle tiltak til ESMA og nasjonale tilsynsmyndigheter i Europa i samsvar med forordningen. Spørsmålet om ESMA kan pålegge Finanstilsynet eller "det norske markedet" forbud mot shortsalg m.v. forutsettes løst i forbindelse med innlemmelsen av ESMA-forordningen i EØS-avtalen, jfr. omtale under punkt 1.3.

5.8 Samarbeid mellom tilsynsmyndigheter

5.8.1 Informasjonsutveksling

5.8.1.1 Forordningen

Det er flere bestemmelser i forordningen som regulerer informasjonsutveksling mellom tilsynsmyndighetene i forskjellige EU/EØS-land og ESMA. I artikkel 34-36 og artikkel 38-40 stilles det generelle krav til informasjonsutveksling og samarbeid mellom myndigheter, både innenfor og utenfor EU.

Etter artikkel 35 skal tilsynsmyndighetene samarbeide når det er nødvendig eller hensiktsmessig for å utføre oppgaver i henhold til forordningen. De nasjonale tilsynsmyndighetene skal så raskt som mulig gi hverandre de opplysninger som er nødvendige for at disse skal kunne utføre sine forpliktelser etter forordningen. Etter artikkel 36 skal tilsynsmyndighetene samarbeide med ESMA i samsvar med ESMA-forordningen (forordning nr. 1095/2010).

Opplysninger som omfattes av nasjonale tilsynsmyndigheters taushetsplikt kan gis ut dersom det foreligger et uttrykkelig samtykke til dette eller når dette er nødvendig i forbindelse med en rettergang.

I artikkel 38 fastsettes det at tilsynsmyndigheter skal, når det er mulig, inngå samarbeidsavtaler med tilsynsmyndigheter i tredjeland om utveksling av informasjon (under forutsetning at opplysningene som gis omfattes av garantier for taushetsplikt i tråd med forordningens taushetspliktsbestemmelse som nevnt over), om håndheving av forpliktelser som oppstår i tredjeland (i henhold til forordningen) og om at myndigheter i tredjeland skal treffe lignende tiltak som de som vedtas av berørte tilsynsmyndighet under ekstraordinære omstendigheter. ESMA skal samordne utarbeidingen av slike samarbeidsavtaler, og samordne informasjonsutvekslingen.

I artikkel 39 fastsettes at direktiv 95/46/EC (personverndirektivet) eller forordning (EF) nr. 45/2001 skal gjelde ved utveksling av personopplysninger mellom ulike tilsynsmyndigheter. Slike data skal maksimalt oppbevares i 5 år.

5.8.1.2 Finanstilsynets vurdering

Utteksling av informasjon er sentralt i tilsynsarbeidet. Bestemmelsene i forordningens artikkel 35 til 39 retter seg i første rekke mot medlemslandene og pålegger ikke borgere direkte plikter.

ESMA er å anses som en tilsynsmyndighet det kan utveksles opplysninger med på lik linje med nasjonale tilsynsmyndigheter. Taushetsplikten i finanstilsynsloven § 7 ikke er til hinder for slik informasjonsutveksling.

Finanstilsynet legger til grunn at den informasjonsutveksling som forordningen forutsetter kan skje innenfor gjeldende norske regler og direkte med støtte i forordningen.

Ifølge forordningens fortale er det nødvendig at tilsynsmyndighetene og tilsynsmyndighetene i tredjeland i visse situasjoner samarbeider som følge av at enkelte av forordningens bestemmelser får anvendelse på fysiske/juridiske personer og handlinger i tredjeland. Det legges til grunn at det ikke er noe i gjeldende norsk regelverk som er til hinder for at Finanstilsynet inngår avtaler med tredjeland om informasjonsutbytte, innenfor forordningens rammer for slike.

5.8.2 Samarbeid om tilsynsaktiviteter

5.8.2.1 Forordningen

I forordningens artikkel 37 reguleres samarbeidet om tilsynsaktiviteter mellom de ulike tilsynsmyndighetene. En tilsynsmyndighet som anmoder om bistand fra en annen tilsynsmyndighet, skal underrette ESMA om anmodningen. ESMA kan samordne slike undersøkelser, og skal gjøre det på anmodning. En myndighet som mottar en slik anmodning kan selv foreta kontrollen/tilsynet, la den myndighet som fremmet anmodningen enten delta eller selv forestå kontrollen/tilsynet, utpeke revisor eller annen sakkyndig til å foreta kontrollen/tilsynet eller dele visse oppgaver med andre tilsynsmyndigheter. ESMA kan videre anmode tilsynsmyndighetene om å utføre bestemte tilsynsoppgaver og kontroller når dette er hensiktsmessig for å kunne utøve myndighet etter forordningen.

5.8.2.2 Finanstilsynets vurdering

Finanstilsynet legger til grunn at finansstilsynsloven og verdipapirhandelloven ikke er til hinder for at Finanstilsynet deltar i et tilsynssamarbeid som forutsatt i forordningen.

Det følger av finansstilsynsloven § 1 nr. 14 at tilsyn etter loven skal føres med verdipapirforetak og andre foretak som driver virksomhet i forbindelse med verdipapirhandel, samt overholdelsen av bestemmelser om verdipapirhandel gitt i eller i medhold av lov. Det fremgår videre av finansstilsynsloven §§1 og 3 at Finanstilsynet kan utføre de undersøkelser av tilsynsinstitusjonenes stilling og virksomhet som Finanstilsynet finner nødvendig. Tilsynet kan med hjemmel i finansstilsynsloven utføres gjennom dokumentbasert og stedlig tilsyn. Videre kan Finanstilsynet som ledd i sitt tilsynsarbeid kreve bevisopptak ved domstolene etter domstoloven § 44.

Når det gjelder institusjoner eller personer som *ikke er under tilsyn*, er Finanstilsynet gitt en inspeksjonsadgang overfor slike i antatte markedsmisbrukstilfeller, jf. bestemmelsen om bevissikring i vphl. § 15-5 (1), se omtale nedenfor under pkt. 5.9.2.2. Bevissikring i medhold av vphl. §15-5 (1) kan iverksettes for å oppfylle Norges avtaleforpliktelse overfor en annen stat (ingen EØS-begrensning), se for øvrig omtale i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) punkt 17.2.2.

5.9 Tilsyn og sanksjoner

5.9.1 Vedkommende myndighet

5.9.1.1 Forordningen

Etter shortsalgforordningen artikkel 32 skal medlemslandene utpeke én eller flere offentlige organ som skal utføre de oppgaver som følger av forordningen. Vedkommende myndighet skal gis nødvendig tilsyns- og undersøkelsesmyndighet for å kontrollere at investorer oppfyller forpliktelsene etter forordningen.

Den nasjonale tilsynsmyndigheten vil ha ansvar for mottak og behandling av rapporteringer om korte posisjoner, unntak for marketmakere, publisering av korte posisjoner m.m. Nasjonal tilsynsmyndighet i utstedsers "hjemland" skal ha tilsyn med overholdelsen av forordningens bestemmelser for statspapirer og kredittbytteavtaler. Tilsynet med overholdelsen av shortsalgreglene for aksjer føres av myndigheten i det land hvor aksjen først ble notert. Er aksjen notert på samme tidspunkt i flere land, er det tilsynsmyndigheten i det landet med høyst omsetning som skal ha tilsyn.

5.9.1.2 Finanstilsynets vurdering

Finanstilsynet fører tilsyn med overholdelse av verdipapirhandellovens bestemmelser, herunder gjeldende regler om shortsalg. Ved gjennomføringen av forordningen i norsk rett, vil tilsynet omfatte overholdelse av forordningens bestemmelser.

5.9.2 Tilsynsmyndighetens kompetanse

5.9.2.1 Forordningen

Regler om tilsynsmyndighetens kompetanse fremgår av forordningens artikkel 33. Utgangspunktet er at tilsynsmyndigheten skal ha den myndighet som er nødvendig for å utføre de oppgaver som følger av forordningen. Tilsynsmyndigheten skal kunne utøve myndigheten direkte eller i samarbeid med andre myndighetsorganer. Det fremgår videre at tilsynsorganets kompetanse kan være betinget av en rettslig avgjørelse.

Etter artikkel 33 nr. 2 skal tilsynsmyndighetene ha minimum følgende beføyelser: tilgang til ethvert dokument i enhver form samt motta eller selv ta kopi av dokumentet; kunne kreve opplysninger fra enhver fysisk eller juridisk person og om nødvendig innkalle og avhøre personer; gjennomføre stedlig tilsyn; kunne kreve utlevert eksisterende trafikkdata knyttet til telefon- og datakommunikasjon; kunne kreve opphør av praksis/virksomhet som utøves i strid med forordningens regler; og kunne kreve frysing eller beslag av eiendeler/aktiva.

I forbindelse med inngåelse av kredittbytteavtaler, skal tilsynsmyndigheten etter artikkel 33 nr. 3 kunne kreve at en person fremlegger en redegjørelse for formålet med transaksjonen og for om formålet er å sikre mot en risiko eller annet, og opplysninger som bekrefter den underliggende risikoen dersom transaksjonens formål er sikring.

5.9.2.2 Finanstilsynets vurdering

Etter vphl. § 15-3 (1) har enhver person som utgangspunkt opplysningsplikt overfor Finanstilsynet ved mistanke om overtredelse av kapittel 3, der shortsalgforordningen foreslås gjennomført. Enhver kan pålegges å gi de opplysninger Finanstilsynet krever, herunder fremlegge dokumenter, kopi av teknisk lagret informasjon og utskrift fra lagringsmedium.

Det fremgår videre av vphl. § 15-3 (2) 1 punktum at det gjøres unntak fra opplysningsplikten for opplysninger som vedkommende (den som blir avkrevd opplysninger) ville vært forhindret fra å gi i straffesak (selvinkrimineringsvernet, jf. EMK art. 6 nr. 1, hvor kjernen er at ingen må tvinges til å bidra til egen domfellelse gjennom vitnemål eller erkjennelse av skyld). Plikten til å gi opplysninger står med andre ord tilbake for såkalt kvalifisert lovbestemt taushetsplikt. I vphl. § 15-3 (2) 2 punktum gjøres det imidlertid unntak fra unntaket. Opplysningsplikten gjelder bl.a. uten hinder av lovbestemt taushetsplikt som ellers påhviler ligningsmyndigheter o.l. og taushetsplikt som nevnt i lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 for så vidt gjelder opplysninger om trafikkdata.

I medhold av vphl. § 15-3 (3) kan Finanstilsynet kreve at opplysninger gis skriftlig eller muntlig innen en fastsatt frist, og opplysningene kan nedtegnes eller lagres som lydopptak. Finanstilsynet kan således pålegge personer å avgi forklaring/innkalle til avhør.

Etter vphl. § 15-5 (1) har Finanstilsynet rett til å forestå inspeksjoner for å søke etter bevis (adgang til bevissikring) når det er rimelig grunn til å anta at bestemmelsene i kapittel 3 (generelle atferdsbestemmelser) er overtrådt. Bestemmelsen gjennomfører deler av Markedsmisbruksdirektivet art. 12, som innebærer krav om adgang til tilsyn og

etterforskning i tilknytning til enhver person som omfattes av markedsmissbruksreglene. Kompetansen omfatter søking og sikring av bevis "on-site" (forretningslokaler, bolig etc.). Bevissikring må fremsettes for retten for avgjørelse.

Finanstilsynet har gjennom vphl. § 15-7 (6) kompetanse til å gi enhver pålegg om å bringe en handling til opphør, dersom Finanstilsynet har grunn til å anta at vedkommende handler i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør. Denne kompetansen kommer i tillegg til det som følger av andre bestemmelser, f.eks. finansstilsynsloven § 4.

Finanstilsynet legger til grunn at shortsalgforordningens bestemmelser er dekket i gjeldende regelverk. Det legges videre til grunn at de alminnelige reglene om arrest i tvisteloven kapittel 33, og reglene om beslag etter straffeprosessloven kapittel 16, vil være tilstrekkelige til å oppfylle forordningens krav på disse områdene.

5.9.3 Sanksjoner

5.9.3.1 Forordningen

I følge shortsalgforordningen artikkel 41 skal medlemslandene fastsette hvilke sanksjoner og forvaltningsmessige tiltak som skal kunne iverksettes ved brudd på forordningens bestemmelser, og disse skal sikre at reglene håndheves. Medlemsstatene skal sørge for at tiltakene er effektive, stå i forhold til overtredelsen samt virke avskrekkende.

ESMA skal kunne vedta nærmere retningslinjer for å sikre en ensartet tilnærming til sanksjoner og forvaltningsmessige tiltak som innføres av medlemsstatene i tråd med forordning nr. 1095/2010.

Medlemsstatene skal underrette Kommisjonen og ESMA om bestemmelser om sanksjoner og forvaltningsmessige tiltak. I følge artikkel 41 (4) skal ESMA offentliggjøre og oppdatere en liste over sanksjoner og forvaltningsmessige tiltak som er gjeldende i hver medlemsstat.

Medlemsstatene skal årlig fremlegge for ESMA sammenfattende opplysninger om de sanksjoner og forvaltningsmessige tiltak som er pålagt. Dersom tilsynsmyndigheten offentliggjør tiltak som er iverksatt/pålagt ved brudd på forordningens bestemmelser, skal den samtidig underrette ESMA om dette.

5.9.3.2 Finanstilsynets vurdering

Strafferettslige bestemmelser faller utenfor EØS-avtalen.

Artikkel 41 i shortsalgforordningen innebærer imidlertid at det bør fastsettes sanksjoner og forvaltningsmessige tiltak for å sikre overholdelse av forordningens bestemmelser. Shortsalgforordningen begrenser ikke medlemsstatenes adgang til å fastsette strafferettslige sanksjoner, slik at det vil være opp til den enkelte medlemsstat hvorvidt sanksjonene skal inkludere strafferettslige sanksjoner.

Ved overtredelse av gjeldende norske shortsalgregler kan Finanstilsynet pålegge retting (kreve opphør av praksis/virksomhet), fatte vedtak om vinningsavståelse (vphl. § 17-2) eller straffe med bøter eller fengsel i inntil 1 år (vphl. § 17-3).

Finanstilsynet mener at gode grunner taler for å gi Finanstilsynet hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr ved mindre alvorlige overtredelser/brudd på bestemmelser i shortsalgforordningen kapittel II/art 5-9 (rapportering). Kravene i forordningens artikkel 5 til 9 rettes mot enhver, og det antas at en rekke overtredelser av disse bestemmelser vil komme til å skyldes rene forglemmelser og/eller manglende kjennskap til regelverket. Slike overtredelser vil være kritikkverdige og bør møtes med en reaksjon, men alvorligheten i lovbruddet er likevel ikke slik at det fremstår som riktig eller hensiktsmessig med en strafferettslig forfølgning. For slike mindre alvorlige overtredelser vil overtredelsesgebyr være en effektiv, egnet og forholdsmessig sanksjon. Dette vil også "harmonisere" med det forhold at Finanstilsynet i dag har kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr ved flaggepliktig og meldepliktig verdipapirhandel. Det vises forøvrig til departementets vurderinger i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) punkt 12.6.6 (overtredelsesgebyr for brudd på flaggeplikt) og i Prop. 84 L (2009-2010) punkt 4.5.4 (overtredelsesgebyr for brudd på meldeplikt). Finanstilsynet foreslår på denne bakgrunn at hjemmelen i vphl. § 17-4 (1) til å ilegge overtredelsesgebyr utvides til å gjelde brudd på shortsalgforordningens kapittel II. Det foreslås samtidig en hjemmel for bøtestraff ved grove eller gjentatte brudd på disse reglene i § 17-3 (3), jfr. dagens system for flaggereglene.

Etter verdipapirhandelloven § 17-3 kan forsettlig eller uaktsom overtredelse av shortsalgforbudet straffes med bøter eller fengsel i inntil 1 år. Loven gir således hjemmel for å reagere med vinningsavståelse, straff eller bøter ved overtredelse av forbudet mot shortsalg. Finanstilsynet foreslår å videreføre dagens system, ved at henvisningen til § 3-14 erstattes med en henvisning til kapittel III i shortsalgforordningen.

Ifølge forordningens artikkel 41 skal underretning til ESMA skje innen 1. juli 2012 for EUs medlemsstater. Finanstilsynet legger til grunn at også opplysninger om norske sanksjonsbestemmelser kan oversendes ESMA etter at forordningen er gjennomført i norsk rett.

6. VURDERING AV DE ØKONOMISKE OG ADMINISTRATIVE KONSEKVENSER

6.1 Generelt

Shortsalgforordningen innebærer ulike konsekvenser for handelen med finansielle instrumenter. Hensikten bak reguleringen av shortsalg er å opprettholde mål om finansiell stabilitet, herunder redusere systemrisiko og hindre fragmentering i markedet. Kommisjonen har også foretatt en konsekvensanalyse¹¹ i forbindelse med forslag om en felles europeisk regulering av shortsalg i 2010. De estimerte fordelene ved en felleseuropeisk regulering var økt transparens, mindre risiko for regulatorisk arbitrasje, redusert oppgjørsrisiko/leveringsrisiko og redusert risiko for plutselige (negative) prissvingninger som følge av shortsalg i volatile markeder. De estimerte ulempene som særlig ble trukket frem var kostnadene i forbindelse med økt etterlevelse (compliance) og administrative kostnader for markedsaktørene. I forhold til de kommisjonsdelegerte forordninger har ESMA¹² også utarbeidet en konsekvensanalyse publisert av Kommisjonen.

Finanstilsynet har ikke gått noe nærmere inn på disse estimerte fordelene og ulempene ved shortsalgforordningen og tilhørende rettsakter, men vil i det følgende se nærmere på hvilke økonomiske og administrative konsekvenser implementeringen av shortsalgforordningen og tilhørende kommisjonsforordninger får for markedsaktørene i det norske markedet og for Finanstilsynet i forhold til de konkrete forslag som fremsettes.

6.2 Konsekvenser for markedsaktørene

Shortsalgforordningen vil, som nevnt i foregående kapitler, innebære restriksjoner på udekket shortsalg og enkelte nye forpliktelser for de markedsaktørene som blir omfattet av reguleringen.

Markedsaktørene er allerede i dag underlagt forbud mot shortsalg i visse finansielle instrumenter, som langt på vei samsvarer med forordningens bestemmelser. Nytt er imidlertid at investorer som foretar shortsalg i visse finansielle instrumenter vil ha en rapporteringsplikt overfor tilsynsmyndighetene og offentligheten. Denne vil innebære noe økte kostnader for markedsaktørene. På den annen side er det antatt at økt innsyn av korte nettoposisjoner vil kunne være en fordel ved at eventuell informasjonsasymmetri reduseres og bidrar til at alle markedsdeltakerne er tilstrekkelig informert om i hvilket omfang shortsalg påvirker kurser.

6.3 Konsekvenser for myndighetene

Gjennomføring av shortsalgforordningen vil innebære nye oppgaver for Finanstilsynet.

¹¹ Commission Staff Working Document; Impact Assessment, Accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps (SEC [2010]1056): http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_impact_assessment_en.pdf

¹² http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20120705-ia_en.pdf

Innføring av et shortsalgregister, som delvis skal være offentlig, vil innebære nye administrative oppgaver. Det må utvikles og driftes systemer for rapportering fra investorer. Hvor store ressurser det vil være behov for er vanskelig å forutsi ettersom det bl.a. vil avhenge av informasjonsmengden Finanstilsynet vil motta som følge av bestemmelser om rapporteringsplikt.

Ordningen med unntak for prisstillere vil også innebære nye oppgaver for Finanstilsynet. Finanstilsynet skal behandle søknad om bruk av unntak for prisstillere innen 30 dager. Som tidligere nevnt kan man anta at aktuelle markedsaktører vil ønske å benytte seg av dette unntaket, da det åpner for betydelige lempinger av rapporteringsplikten. Antallet søknader kan ikke med sikkerhet forutsies, men Finanstilsynet minner om at det i dag er 42 aksjer notert på Oslo Børs som har en prisstillingsordning. Det må derfor særlig antas at det vil være behov for økt ressursbruk de første månedene etter reglens ikrafttredelse.

Finanstilsynet skal videre annet hvert år vurdere hvorvidt aktuelle aksjer har primærhandelssted i Norge eller i tredjeland. Omfanget av dette arbeidet er i dag ikke kjent.

Det følger også av shortsalgforordningen at tilsynsmyndigheten hvert kvartal skal sende en sammenfattet oversikt over rapporteringer av korte nettoposisjoner i aksjer, statspapirer og kredittbytteavtaler til ESMA. Videre skal Finanstilsynet løpende informere ESMA om pristillere som har fått dispensasjon, samt rapportere om betydelig prisfall i finansielle instrumenter. Selv om omfanget av og fremgangsmåte for Finanstilsynets rapporteringsforpliktelser til ESMA ikke er avgjort, vil det måtte påregnes noe ressursbruk til dette.

I tillegg må det påregnes noe ressurser knyttet til oppfølging av brudd på shortsalgbestemmelsene. Unnlatelser av å rapportere vil ikke være lett å avdekke. Også overtredelser av forbudet mot udekket shortsalg vil kunne være krevende å avdekke. Finanstilsynet vil ikke under normale markedsforhold aktivt undersøke om samtlige transaksjoner skulle vært meldt eller om udekket shortsalg har forekommet. Slike saker vil typisk kunne avdekkes i forbindelse med spesielle begivenheter eller undersøkelser av andre sakskompleks. Under "ekstraordinære" forhold vil imidlertid intensiteten i overvåkingen kunne bli skjerpet.

7. UTKAST TIL LOVENDRINGER

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

§3-14 oppheves

Ny § 3-14 skal lyde:

- (1) EØS-avtalen vedlegg nr. xx nr.xx (forordning (EU) nr. 236/2012) om shortsalg og visse sider ved kredittbytteavtaler gjelder som lov med de tilpasninger som følger av vedlegg xx, protokoll xx til avtalen og avtalen for øvrig.
- (2) Departementet kan fastsette nærmere regler om:
 - a. rapportering- og offentliggjøringskrav,
 - b. hvilke finansielle instrumenter som er omfattet av forordningen,
 - c. krav til dekning,
 - d. definisjoner,
 - e. betydelig fall i verdien for finansielle instrumenter
- (3) Denne bestemmelsens regler om aksjer gjelder tilsvarende for egenkapitalbevis.

§10-4 – oppheves

Nytt § 17-2 (1) skal lyde:

Dersom det er oppnådd vinning ved en uaktsom eller forsettlig overtredelse av §§ 3-3 første ledd, 3-4, 3-6, 3-7, 3-8, 3-9, 3-10, 8-2 til 8-6, 9-5, 10-2, 10-3, 10-8 første ledd, 10-11, **eller kapittel III i forordning (EU) 236/2012 gitt med hjemmel i § 3-14**, 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 lovovertrederen. Kan størrelsen av vinningen ikke godtgjøres, fastsettes beløpet skjønnsmessig.

Nytt § 17-3 (2)-(3) skal lyde:

- (2) Med bøter eller fengsel inntil 1 år, straffes den som forsettlig eller uaktsomt:
 1. overtrer §§ 3-4, 3-5, 3-7, 3-11, 7-2, 7-3, 7-7, 7-10, 8-1 til 8-7, 9-1, 9-6, 9-11 første ledd nr. 7, 10-2 til 10-9, 10-17, 10-18, 13-1 første ledd, 13-5, 15-2, 15-3, **eller**

kapittel III i forordning (EU) 236/2012 gitt med hjemmel i § 3-14, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene,

2. overtrer § 3-6 dersom det foreligger innsideinformasjon i foretaket,
3. gir villedende eller uriktige opplysninger i prospekt, annonser mv. som nevnt i § 7-13 og § 7-15,
4. overtrer plikten i § 9-11 tredje og fjerde ledd til å oppbevare finansielle instrumenter og midler som tilhører investoren atskilt fra foretakets,
5. unnlater å etterkomme krav etter § 15-5 eller pålegg etter § 15-7, eller
6. grovt eller gjentatte ganger overtrer § 3-9, § 3-10, § 4-1, § 5-2, § 5-3 eller § 10-11, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene.

(3) Med bøter straffes den som grovt eller gjentatte ganger forsettlig eller uaktsomt overtrer § 4-2, § 4-3 første eller annet ledd, **eller kapittel II i forordning (EU) 236/2012 gitt med hjemmel i § 3-14**, jf. forskrifter gitt i medhold av disse, eller den som forsettlig eller uaktsomt overtrer § 4-3 tredje eller fjerde ledd, jf. forskrifter gitt i medhold av disse.

Nytt § 17-4 (1) skal lyde:

(1) Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av § 4-1, § 4-2, § 4-3 første eller annet ledd, **kapittel II i forordning (EU) 236/2012 gitt med hjemmel i § 3-14**, eller forskrift gitt i medhold av disse bestemmelsene, kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr. Medvirkning kan sanksjoneres på samme måte. Det samme gjelder forsøkshandlinger, jf. straffeloven §§ 49 og 50.

§ 17-5 - oppheves