DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Prop. 77 L

(2017–2018)

Proposisjon til Stortinget (forslag til lovvedtak)

Endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsloven mv. (MiFID II og MiFIR)

Innhold

1	**Proposisjonens hoved-innhold**	7
1.1	Innledning	7
1.2	Hovedtrekk i lovforslaget	8
2	**Bakgrunnen for lovforslaget**	11
2.1	Endringer i EØS-reglene for verdipapirmarkedet	11
2.2	Nærmere om gjeldende regler som gjennomfører MiFID II og MiFIR	12
2.3	Nærmere om struktur i lovforslaget	12
2.4	Gjennomføring av utfyllende rettsakter	12
2.5	Verdipapirlovutvalgets mandat og sammensetning	12
2.6	Høring	15
3	**Lov- og forskriftsstruktur og lovens formål**	16
3.1	Nærmere om struktur og generelle prinsipper	16
3.2	Forskriftshjemler	17
3.3	Lovens formål	18
4	**Sentrale definisjoner**	20
4.1	Innledning, særskilt om varederivater og klimakvoter	20
4.2	Finansielle instrumenter	21
4.2.1	Gjeldende rett	21
4.2.2	EØS-rett	21
4.2.3	Utvalgets vurderinger	21
4.2.4	Høringsmerknader	23
4.2.5	Departementets vurderinger	23
4.3	Investeringstjenester	25
4.3.1	Gjeldende rett	25
4.3.2	EØS-rett	25
4.3.3	Utvalgets vurderinger	25
4.3.4	Høringsmerknader	26
4.3.5	Departementets vurderinger	26
4.4	Tilknyttede tjenester	26
4.4.1	Gjeldende rett	26
4.4.2	EØS-rett	26
4.4.3	Utvalgets vurderinger	26
4.4.4	Høringsmerknader	27
4.4.5	Departementets vurderinger	27
5	**Verdipapirforetak**	28
5.1	Anvendelsesområde for regelverket om verdipapirforetak	28
5.1.1	Innledning	28
5.1.2	Krav om tillatelse	28
5.1.3	Virksomhet unntatt fra krav om konsesjon	29
5.1.4	Nasjonalt valg om unntak fra krav om konsesjon	34
5.1.5	Tilbakekall	36
5.1.6	Særskilt om kredittinstitusjoner	37
5.1.7	Særskilt om strukturerte innskudd	39
5.2	Vilkår for tillatelse	40
5.2.1	Selskapsform	40
5.2.2	Eierforhold	40
5.2.3	Ledelse	42
5.2.4	Organisering	44
5.2.5	Særlig om produkthåndtering	45
5.2.6	Særlig om lydopptak og elektronisk kommunikasjon	47
5.2.7	Særlig om ansattes egenhandel	50
5.3	Virksomhetskrav for verdipapirforetak	54
5.3.1	God forretningsskikk, generelt krav	54
5.3.2	Informasjon til kunden	56
5.3.3	Uavhengig investeringsrådgivning	58
5.3.4	Interessekonflikter og særlig om avlønning av ansatte	58
5.3.5	Egnethetstest, hensiktsmessighetstest og rapportering til kunder	60
5.3.6	Krav til beste resultat	62
5.3.7	Tilknyttede agenter og tjenesteyting via annet verdipapirforetak	63
5.3.8	Vederlag fra andre enn kunden	65
5.3.9	Betaling for analyse	71
5.3.10	Adgang til å drive annen næringsvirksomhet	74
5.3.11	Kompetansekrav for ansatte	76
5.3.12	Fast forretningssted	76
5.3.13	Kundeklassifisering og tjenesteyting overfor kvalifisert motpart	77
5.3.14	Lån av finansielle instrumenter	78
5.3.15	Verdipapirforetaks handel med derivater	79
6	**Algoritmehandel, direkte elektronisk tilgang og clearingtjenester**	80
6.1	Gjeldende rett	80
6.2	EØS-rett	80

6.3 Utvalgets vurderinger 81
6.4 Høringsmerknader 81
6.5 Departementets vurdering 81

7 Infrastruktur og transparens mv. 83
7.1 Innledning 83
7.2 Sentrale infrastrukturbegreper 84
7.2.1 Gjeldende rett 84
7.2.2 EØS-rett 84
7.2.3 Utvalgets vurderinger 85
7.2.4 Høringsmerknader 85
7.2.5 Departementets vurdering 85
7.3 Regulert marked 86
7.3.1 Gjeldende rett 86
7.3.2 EØS-rett 86
7.3.3 Utvalgets vurderinger 87
7.3.4 Høringsmerknader 90
7.3.5 Departementets vurdering 90
7.4 Særlig om regulert markeds notering av egne aksjer 91
7.4.1 Gjeldende rett 91
7.4.2 EØS-rett 91
7.4.3 Utvalgets vurdering 91
7.4.4 Høringsmerknader 91
7.4.5 Departementets vurdering 91
7.5 Multilateral handelsfasilitet (MHF) og organisert handelsfasilitet (OHF) 92
7.5.1 Gjeldende rett 92
7.5.2 EØS-rett 92
7.5.3 Utvalgets vurderinger 93
7.5.4 Høringsmerknader 94
7.5.5 Departementets vurdering 94
7.6 Systematisk internaliserer (SI) 94
7.6.1 Gjeldende rett 94
7.6.2 EØS-rett 94
7.6.3 Utvalgets vurderinger 94
7.6.4 Høringsmerknader 94
7.6.5 Departementets vurdering 95
7.7 Vekstmarkeder for små og mellomstore bedrifter 95
7.7.1 Gjeldende rett 95
7.7.2 EØS-rett 95
7.7.3 Utvalgets vurderinger 95
7.7.4 Høringsmerknader 95
7.7.5 Departementets vurdering 95
7.8 Datarapporteringsforetak 95
7.8.1 Gjeldende rett 95
7.8.2 EØS-regler 96
7.8.3 Utvalgets vurderinger 96
7.8.4 Høringsmerknader 96
7.8.5 Departementets vurderinger 96
7.9 Verdipapirmarkeds-forordningen (MiFIR) 96
7.9.1 Gjeldende rett 96
7.9.2 EØS-rett 96
7.9.3 Utvalgets vurderinger 100
7.9.4 Høringsmerknader 100
7.9.5 Departementets vurdering 100
7.10 Særlig om produktintervensjon ... 100
7.10.1 Gjeldende rett 100
7.10.2 EØS-rett 101
7.10.3 Utvalgets vurderinger 101
7.10.4 Høringsmerknader 101
7.10.5 Departementets vurdering 101
7.11 Særlig om tilgang til handelsplasser og sentrale motparter mv. 101
7.11.1 Gjeldende rett 101
7.11.2 EØS-rett 101
7.11.3 Utvalgets vurderinger 102
7.11.4 Høringsmerknader 102
7.11.5 Departementets vurderinger 103

8 Posisjonsregimet for varederivater 104
8.1 Innledning 104
8.1.1 Posisjonsgrenser – fastsettelse og anvendelse 104
8.1.2 Rapportering av derivat-posisjoner 105
8.1.3 Handelsplassers kontroll av posisjonshåndteringen 105
8.1.4 Håndheving og kontroll av posisjonsgrenser for tilsynsmyndigheter 106

9 Grensekryssende virksomhet for verdipapirforetak 108
9.1 Grensekryssende virksomhet og filialetablering innenfor EØS ... 108
9.1.1 Innledning 108
9.1.2 Gjeldende rett 108
9.1.3 EØS-rett 108
9.1.4 Utvalgets vurderinger 109
9.1.5 Departementets vurdering 110
9.2 Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området (tredjestatsforetak) 111
9.2.1 Gjeldende rett 111
9.2.2 EØS-rett 111
9.2.3 Utvalgets vurderinger 112
9.2.4 Høringsinstansenes merknader ... 112
9.2.5 Departementets vurdering 113

10 Varsling, tilsyn og sanksjoner 114
10.1 Varsling 114
10.1.1 Gjeldende rett 114

10.1.2 EØS-rett 114
10.1.3 Utvalgets vurderinger 114
10.1.4 Høringsmerknader 115
10.1.5 Departementets vurderinger 115
10.2 Tilsyn og sanksjoner 115
10.2.1 Gjeldende rett 115
10.2.2 Utvalgets vurderinger 115
10.2.3 Høringsmerknader 115
10.2.4 Departementets vurderinger 115

11 Økonomiske og administrative konsekvenser 117
11.1 Utgangspunkt 117
11.2 Konkret om gjennomføring i norsk rett; nasjonale valg og strukturendringer 117

12 Merknader til de enkelte bestemmelser 119
12.1 Til endringene i lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) 119
12.2 Til endringene i lov om finansforetak og finanskonsern (finansforetaksloven) 139
12.3 Til oppheving av lov om regulerte marked (børsloven) 139

Forslag til lov om endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsloven mv. 141

DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Prop. 77 L

(2017–2018)

Proposisjon til Stortinget (forslag til lovvedtak)

Endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsloven mv. (MiFID II og MiFIR)

Tilråding fra Finansdepartementet 10. april 2018, godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Solberg)

1 Proposisjonens hovedinnhold

1.1 Innledning

Finansdepartementet fremmer i denne proposisjonen forslag til endringer i lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og forslag om å oppheve lov om regulerte markeder (børsloven).

Formålet med lovproposisjonen er en overordnet gjennomgang av det norske verdipapir- og børsregelverket med utgangspunkt i Verdipapirlovutvalgets andre utredning NOU 2017: 1 *Markeder for finansielle instrumenter*, som var på høring mellom 14. februar og 15. mai 2017.

I 2014 ble det vedtatt nytt verdipapirmarkedsregelverk i EU i form av et direktiv (europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU, omtalt som «MiFID II» eller «verdipapirmarkedsdirektivet») og en forordning (europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/2014, omtalt som «MiFIR» eller «verdipapirmarkedsforordningen»). Direktivet og forordningen fikk anvendelse i EU fra 3. januar 2018, men er foreløpig ikke innlemmet i EØS-avtalen.

Regler som samsvarer med endringer etter direktivet og forordningen, ble vedtatt i norsk rett ved forskrift 4. desember 2017 nr. 1913 (MiFID II-forskriften) og forskrift 4. desember 2017 nr. 1914 (MiFIR-forskriften). MiFID II-forskriften bygger på lovutkastet i NOU 2017: 1, men uten at det er tatt stilling til utvalgets utredning og forslag om nasjonale valg ved gjennomføringen. MiFIR-forskriften er en speiling av reglene som følger av MiFIR. Når MiFIR innlemmes i EØS-avtalen, skal MiFIR i EØS-tilpasset form gjennomføres i norsk rett ved inkorporasjon i tråd med den alminnelige EØS-retten.

Selv om det allerede er på plass regler i nasjonal rett som samsvarer med MiFID II og MiFIR, er det behov for en overordnet gjennomgang av regelverket med formål å forbedre strukturen og gjøre de nye reglene lettere tilgjengelig. Det er herunder ønskelig å flytte hoveddelene av bestemmelsene i henholdsvis MiFID II-forskriften og MiFIR-forskriften over i lovs form. Videre er det behov for oppfølging av utvalgets forslag om nasjonale valg i NOU 2017: 1, samt vurdering av forslaget til revisjon eller oppheving av enkelte gjeldende regler.

MiFID II og MiFIR gir nye regler om handel i finansielle instrumenter, herunder regulering av verdipapirforetak og handelsplasser. MiFID II og MiFIR viderefører og utvider de hensynene som lå til grunn for MiFID I. I gjeldende norsk lovgivning er reglene om handelsplasser delt mellom verdipapirhandelloven og børsloven. Som følge av den tette sammenhengen mellom disse reglene og økt harmonisering av EØS-reglene, foreslår departementet i sin helhet å gjennomføre bestemmelsene i MiFID II og MiFIR i verdipapirhandelloven med forskrifter. Lov om regulerte markeder (børsloven) foreslås dermed opphevet.

1.2 Hovedtrekk i lovforslaget

I *kapittel 1* redegjøres det for *proposisjonens hovedinnhold. I kapittel 2 om bakgrunn* gjennomgås bakgrunnen for lovforslaget, herunder endringene i EØS-regelverket og prosessen for gjennomføring i nasjonal rett.

I *kapittel 3 om lov- og forskriftsstruktur og lovens formål* redegjøres det for strukturen i MiFID II, MiFIR og de utfyllende kommisjonsrettsaktene. Videre gjennomgås de generelle prinsippene som ligger til grunn for valget mellom gjennomføring i lov eller forskrift. Gjennomføringen av MiFID II/MiFIR og utfyllende kommisjonsrettsakter forutsetter også forskriftshjemler i verdipapirhandelloven, og bakgrunn og behov for slike hjemler er nærmere omtalt.

Det foreslås videre å endre formålsbestemmelsen i verdipapirhandelloven, slik at det eksplisitt fremgår at investorbeskyttelse er et formål med loven.

I *kapittel 4 om sentrale definisjoner* vises det til at finansielle instrumenter og investeringstjenester utgjør sentrale koblingsbegrep i verdipapirhandelloven og EØS-regelverket, og at MiFID II innebærer visse endringer i disse definisjonene. Blant annet vil utslippskvoter være å anse som finansielle instrumenter etter MiFID II, og det gjøres endringer i definisjonen av varederivater. I lovforslaget er det foreslått bestemmelser for å reflektere slike endringer. Det foreslås imidlertid også enkelte endringer der MiFID II viderefører rettstilstanden fra MiFID I, for å gjøre definisjonsbestemmelsene i verdipapirhandelloven mer direktivnære.

I *kapittel 5 om verdipapirforetak* redegjøres det for reglene om verdipapirforetak og endringer av virkeområdet for MiFID II på særlige områder.

MiFID II innfører eksempelvis nye regler om algoritmehandel som også skal gjelde for virksomhet som ellers er omfattet av enkelte av unntakene fra krav om tillatelse. Det er også gitt nye regler om at nærmere angitte bestemmelser i direktivet får utvidet anvendelse når verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner selger eller gir råd om strukturerte innskudd.

MiFID II innskrenker enkelte unntaksbestemmelser, herunder krav til tillatelse ved egenhandel og virksomhet i tilknytning til varederivater, og det gis nye regler om unntak for virksomhet i tiknytning til klimakvoter. Endringene i virkeområdet i MiFID II foreslås gjennomført i verdipapirhandellovens kapittel om søknad og vilkår for tillatelse for verdipapirforetak.

I tillegg foreslås det at kredittinstitusjoner skal kunne yte investeringstjenester og utøve investeringsvirksomhet i kraft av sin konsesjon som kredittinstitusjon, selv om det på dette området ikke er endringer fra MiFID I.

Videre gjør MiFID II endringer i kravene til vilkår for tillatelse, og til verdipapirforetakenes virksomhetsutøvelse. Endringene tar sikte på å styrke beskyttelsen av investorer gjennom blant annet nye krav til foretakenes produkthåndtering og produktkunnskap, innføring av uavhengig rådgivning som ny kategori, styrkede krav til prosessen for egnethetsvurdering og særskilte krav til produktpakker.

MiFID II fastsetter videre strengere regler om vederlag fra andre enn kunden, hvilken informasjon investorer har krav på, avlønning av og kunnskap hos ansatte, og økte krav til utførelse av ordre. I MiFID II innføres også mer detaljerte bestemmelser om eierkontroll, styresammensetning og egnethet til ledende ansatte i verdipapirforetak, og til håndtering av interessekonflikter.

Disse endringene i MiFID II foreslås gjennomført i verdipapirhandellovens kapitler om vilkår for tillatelse og verdipapirforetakenes virksomhet. I tillegg foreslås det å oppheve eller endre nasjonale særregler om unntak fra krav til konsesjon, samt regler om ansattes egenhandel og adgang til å drive annen næringsvirksomhet mv. Det drøftes også om det i norsk rett bør innføres særkrav om vederlag fra andre enn kunden utover bestemmelsene i MiFID II. De gjeldende norske reglene om lydopptak foreslås videreført.

Generelt foreslås det også enkelte endringer av gjeldende bestemmelser om vilkår for tillatelse og virksomhetskrav for å gjøre dem mer i samsvar med direktivets struktur og ordlyd, også der det ikke er endringer fra MiFID I til MiFID II.

I *kapittel 6 om algoritmehandel, direkte elektronisk tilgang til handelsplass og clearingtjenester* redegjøres det for ny regulering etter MiFID II av

algoritmehandel og direkte elektronisk tilgang til handelsplass. Det foreslås nye regler i verdipapirhandelloven for henholdsvis verdipapirforetak og handelsplasser om slik virksomhet.

I *kapittel 7 om infrastruktur og transparens* er det redegjort for reguleringen i MiFID II av organiserte handelsplattformer og for reglene i MiFIR om transparens.

Gjennom MiFIR innføres økte krav til offentliggjøring av informasjon om innlagte ordre (pretrade transparens) og informasjon om handler som er gjennomført (post-trade transparens). Videre innfører MiFIR såkalt handelsplikt, som innebærer at det er plikt til å handle nærmere angitte aksjer og derivater på handelsplattformer. De økte transparenskravene skal sammen med handelsplikten sikre at større del av handelen i finansielle instrumenter gjøres på handelsplattformer som er åpne og transparente. Bestemmelsene i MiFIR vil gjelde som norsk lov ved inkorporasjon av forordningen i EØS-tilpasset form i verdipapirhandelloven, og det er foreslått at MiFIR gjennomføres i et eget kapittel i verdipapirhandelloven.

Det er også innført utvidede krav til drift av, og tilsyn med, handelsplattformene etter MiFID II. MiFID II deler systemer for den organiserte handelen inn i handelsplasser og systematiske internaliserere (SI). SI er verdipapirforetak som på en organisert, regelmessig og systematisk måte, og i betydelig omfang, handler for egen regning ved utførelse av kundeordre. Som handelsplasser anses regulerte markeder, multilateral handelsfasilitet (MHF), samt organisert handelsfasilitet (OHF) som er en ny type regulert handelsplass under MiFID II. Det foreslås blant annet regler i verdipapirhandelloven om endrede krav til SIer og de ulike handelsplassene i samsvar med endringene i MiFID II, samt nye regler om tillatelse, vilkår og virksomhetskrav for OHFer,

God kvalitet på tilgangen til handelsinformasjon (post-trade informasjon) er vesentlig for å kunne danne seg et riktig bilde av handelen i finansielle instrumenter, som igjen er viktig for prisingen og tilliten til markedet. I MiFID II ble det derfor innført regulering av datarapporteringstjenester i form av krav om tillatelse for leverandørene av slike tjenester, og nærmere krav til tjenestene som leveres. Det foreslås nye regler i verdipapirhandelloven om krav til tillatelse og virksomhetskrav for datarapporteringsforetakene.

I *kapittel 8 om posisjonsregime* omtales innføringen av regler i MiFID II med grenser for hvor store posisjoner som kan holdes i varederivater. Som del av de nye posisjonsreglene innføres også krav til rapportering, oppfølging og overvåkning av posisjonene. Posisjonsregimet retter seg både mot handelsplasser, verdipapirforetak og markedsaktører som handler i varederivater. Kravene om rapportering av posisjoner omfatter også utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende. Nasjonale tilsynsmyndigheter skal etter MiFID II ha relevante tilsynsvirkemidler og sanksjonskompetanse. I tillegg har Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet (ESMA) etter MiFIR hjemler til å håndheve posisjonsregimet i nærmere angitte tilfeller. For EFTA-statene vil MiFIR virke i EØS-tilpasset form slik at det er EFTAs overvåkingsorgan som skal ha den tilsvarende myndigheten overfor EFTA-statene.

I *kapittel 9 om grensekryssende virksomhet* omtales regler om henholdsvis grensekryssende virksomhet til og fra andre EØS-land, og fra foretak med hovedsete utenfor EØS.

I MiFID II videreføres i hovedsak reglene i MiFID I om grensekryssende virksomhet til og fra andre EØS-land direkte fra forretningssted eller filialetablering, med enkelte ytterligere bestemmelser og presiseringer. Departementet foreslår å gjennomføre endringene etter MiFID II i verdipapirhandelloven. I tillegg foreslås det endringer i ordlyd og oppbygging av gjeldende bestemmelser for å gjøre dem mer tilgengelige og i samsvar med strukturen i direktivet.

Bestemmelsene om grensekryssende virksomhet fra foretak med hovedsete utenfor EØS (tredjestatsforetak) er vesentlig endret fra MiFID I. Både MiFIR og MiFID II har regler om adgangen for tredjestatsforetak til å yte investeringstjenester og utøve investeringsvirksomhet i EØS. Disse bestemmelsene er nye sammenliknet med MiFID I. Etter MiFIR kan tredjestatsforetak, etter forutgående ESMA-registering, yte investeringstjenester og utøve investeringsvirksomhet overfor profesjonelle aktører i EØS. MiFID II åpner for at den enkelte EØS-stat *kan* kreve at tredjestatsforetaket etablerer filial for å kunne yte tjenester overfor ikke-profesjonelle kunder i EØS-staten, og har bestemmelser om hvilke regler som skal settes for slik filialetablering. Departementet foreslår å gjennomføre disse endringene i verdipapirhandelloven.

I *kapittel 10 om tilsyn og sanksjoner* foreslås det renummerering av kapittel og henvisninger og mindre endringer i gjeldende bestemmelser om tilsyn og sanksjoner, som følge av nye bestemmelser og øvrig endring av verdipapirhandelloven. De materielle endringene i tilsyns- og sanksjonsbestemmelser som er foreslått i NOU 2017: 1,

behandles hovedsakelig i en senere proposisjon. Tilsvarende gjelder redegjørelsen og vurderingen av bestemmelser om erstatning.

I *kapittel 11 om økonomiske og administrative* konsekvenser redegjøres det for konsekvensene av forslagene i denne proposisjonen. Som følge av at regler tilsvarende MiFIR og endringer etter MiFID II allerede er gjennomført i henholdsvis MiFID II-forskriften og MiFIR-forskriften, er det begrensede økonomiske og administrative konsekvenser av de strukturendringen som nå foreslås. Det er i liten utstrekning foreslått særnorske regler som går lengre enn kravene etter MiFID II. Disse er særskilt begrunnet fortløpende i proposisjonen.

2 Bakgrunnen for lovforslaget

2.1 Endringer i EØS-reglene for verdipapirmarkedet

EUs direktiv om markeder for finansielle instrumenter (2004/39/EF – MiFID I) trådte i kraft i 2007 og er endret en rekke ganger i etterkant. Et av formålene med MiFID I var å styrke verdipapirmarkedenes effektivitet ved å redusere barrierer for grensekryssende virksomhet, og øke konkurransen mellom markedsplasser. Finanskrisen i 2008 avdekket behov for endringer, blant annet behov for økt transparens i aksjemarkedene etter fragmentering av handelen mellom konkurrerende markedsplasser, og behov for økt transparens i derivatmarkedene for å forhindre at risiko bygger seg opp usett. Videre ble det avdekket behov for styrking av investorbeskyttelsen, blant annet ved investeringsrådgivning og ved salg av strukturerte produkter.

MiFID II og MiFIR er et resultat av Kommisjonens gjennomgang av MiFID I med sikte på å styrke reguleringen av markedet for finansielle instrumenter, og rettsaktene oppstiller en rekke nye krav til aktører som leverer investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet knyttet til finansielle instrumenter i EØS-området. MiFID II og MiFIR ble vedtatt i 2014 og erstatter i sin helhet MiFID I. Det nye regelverket fikk anvendelse i EU fra 3. januar 2018. Formålet med det nye direktivet og forordningen er å øke tilliten til og effektiviteten i finansmarkedene, med lavere risiko for markedsforstyrrelser og redusert systemrisiko. Dette skal oppnås gjennom tiltak for å øke transparensen i markedet, styrke investorbeskyttelsen, regulere hittil uregulerte markeder og foretak, bedre foretakenes risikostyring og sikre tilsynsmyndighetenes mulighet til effektiv oppfølging.

Det er tett indre sammenheng mellom MiFID II og MiFIR, og en betydelig grad av krysshenvisning mellom de to rettsaktene.

Ved regelverket innføres en rekke endringer i reglene som gjelder for handel i finansielle instrumenter, herunder i reguleringen av verdipapirforetak og handelsplasser. Med handelsplasser menes regulert marked, multilaterale handelsfasiliteter og organiserte handelsfasiliteter.

Endringene fra MiFID I til MiFID II/MiFIR er omtalt under de enkelte kapitler i proposisjonen.

Det er gitt flere utfyllende EU-kommisjonsrettsakter til MiFID II og MiFIR. Per januar 2018 er det vedtatt om lag 50 kommisjonsforordninger og ett kommisjonsdirektiv. Som følge av at hoveddirektivet (MiFID II) og hovedforordningen (MiFIR) ikke er innlemmet i EØS-avtalen ennå, er heller ikke de utfyllende rettsaktene tatt inn. Det nye regelverket må imidlertid leses som en samlet pakke, hvor de utfyllende kommisjonsrettsaktene er viktige for å gi konkret innhold til rettigheter og plikter som følger av hovedrettsaktene.

Henvisning til henholdsvis MiFID II, MiFIR og de utfyllende kommisjonsrettsakter, samt omtale av «EØS-rett» under de enkelte kapitler, er i denne proposisjonen å forstå som henvisning til de fremtidige korresponderende EØS-reglene.

Det henvises flere steder i proposisjonen til ESMA (Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet) og EBA (Den europeiske banktilsynsmyndighet). ESMA og EBA har flere forskjellige funksjoner i de nye regelverkene. Blant annet er det lagt opp til at ESMA skal gi retningslinjer («guidelines») om forståelsen og praktiseringen av regelverket. I tillegg kommer ESMA og EBA med andre uformelle uttalelser i form av såkalte «Q&As» (Questions & Answers). Retningslinjer og andre uttalelser fra ESMA og EBA kan være relevante for fortolkningen av det norske regelverket, selv om de ikke er direkte bindende. ESMA og EBA er i tillegg gitt bindende myndighet til å gripe inn i markedet i gitte situasjoner. I EØS/EFTA-pilaren fylles denne funksjonen av EFTAs overvåkingsorgan etter nærmere angivelse i EØS-komitebeslutningen som innlemmer den aktuelle rettsakten i EØS-avtalen.

Det foreligger foreløpig ikke en EØS-komitebeslutning for MiFID II/MiFIR fordi rettsaktene ikke ennå er innlemmet i EØS-avtalen. ESMAs og EFTAs overvåkingsorgans rolle vil likevel beskrives fortløpende i proposisjonen der det er relevant, med utgangspunkt i de overordnede prinsippene for hvordan de europeiske tilsynsmyndighetene skal virke i EØS-avtalen.

Prinsippene for de europeiske tilsynsmyndighetenes rolle innenfor EØS er nærmere beskrevet i Prop. 100 S (2015–2016) om innlemmelse i EØS-avtalen av rettsaktene som etablerer EUs finanstilsynssystem. Det vil også bli fremmet en egen samtykkeproposisjon i forbindelse med innlemmelsen av MiFID/MiFIR i EØS-avtalen, som nærmere vil beskrive operasjonaliseringen av de overordnede prinsippene innenfor MiFID II og MiFIR.

2.2 Nærmere om gjeldende regler som gjennomfører MiFID II og MiFIR

MiFID I er gjennomført i gjeldende verdipapirhandellov, børslov og verdipapirforskrift.

Regler som tilsvarer endringer fra MiFID I til MiFID II, er med hjemmel i gjeldende verdipapirhandellov og børslov mm. fastsatt i norsk rett ved forskrift 4. desember 2017 nr. 1913 om verdipapirforetak, regulerte markeder, datarapporteringstjenester og handel i varederivater og utslippskvoter (MiFID II-forskriften). Regler som tilsvarer MiFIR, er fastsatt i forskrift av 4. desember 2017 nr. 1914 (MiFIR-forskriften). Forskriftene trådte i kraft 1. januar 2018.

MiFID II-forskriften og MiFIR-forskriften har som formål å legge til rette for at aktører i det norske verdipapirmarkedet har tilsvarende rammevilkår som foretak i andre deler av EØS. Disse forskriftene gjennomfører MiFID II og MiFIR sammen med gjeldende bestemmelser i verdipapirhandelloven og børsloven. Beskrivelsene av gjeldende rett i proposisjonen vil derfor dels bestå av beskrivelser av børsloven og verdipapirhandelloven, og dels av MiFID II- og MiFIR-forskriften.

Finansdepartementet foreslår nå endringer som blant annet skal forbedre strukturen i det norske verdipapir- og børsregelverket, og gjøre de nye reglene lettere tilgjengelig. Forslaget bygger på NOU 2017: 1. Videre er det oppfølging av utvalgets forslag om nasjonale valg, samt forslag om oppheving av børsloven, og til revisjon eller oppheving av enkelte øvrige gjeldende regler i verdipapirhandelloven mv.

MiFID II- og MiFIR-forskriftene vil erstattes av lovendringene som foreslås i proposisjonen her.

2.3 Nærmere om struktur i lovforslaget

MiFID II og MiFIR er antatt kommende EØS-rettslige forpliktelser. Forordningen skal gjennomføres som sådan, og direktivet er i stor grad et fullharmoniseringsdirektiv. På områder hvor direktivet åpner for nasjonale valg, er det drøftet om det er hensiktsmessig med nasjonal lovgivning utover minimumskravene i MiFID II og MiFIR.

I gjennomføringen av regelverket nasjonalt har departementet lagt vekt på å bevare det innbyrdes samspillet mellom MiFID II og MiFIR, og til utfyllende kommisjonsrettsakter. Etter Finansdepartementets vurdering er dette et viktig hensyn for blant annet å forenkle foretakenes operasjonelle anvendelse og etterlevelse av regelverket. Departementet har også sett hen til at MiFID II og MiFIR har nær sammenheng med øvrig regelverk på verdipapirområdet, bl.a. forordning om OTC-derivater, sentrale motparter og transaksjonsregistre (EMIR) og markedsmisbruksforordningen. Se nærmere om lov- og forskriftsstruktur i kapittel 3.

2.4 Gjennomføring av utfyllende rettsakter

Nasjonale regler som samsvarer med regler i de tilhørende kommisjonsrettsaktene til MiFID II og MiFIR, ble fastsatt i forskrift 20. desember 2017 nr. 2300 om utfyllende regler til MiFID II- og MiFIR-forskriftene som trådte i kraft 1. januar 2018.

I NOU 2018: 1 *Gjennomføring av utfyllende rettsakter til MiFID II og MiFIR* foreslår Verdipapirlovutvalget gjennomføring av slike kommisjonsrettsakter i norsk rett etter at de tilhørende kommisjonsrettaktene er innlemmet i EØS-avtalen. I tråd med de alminnelige kravene i EØS-retten, er kommisjonsforordningene foreslått gjennomført ved inkorporasjon. I tillegg foreslås det i utredningen forenklinger og strukturendringer. Som følge av at børsloven er foreslått opphevet, er også børsforskriften foreslått opphevet. Departementet vil følge opp NOU 2018: 1 i et eget arbeid etter at proposisjonen her er behandlet. Det henvises sporadisk til utfyllende kommisjonsrettsakter i denne proposisjonen, men for en helhetlig gjennomgang vises det til NOU 2018: 1.

I lovforslaget er det tatt med forskriftshjemler for å kunne gjennomføre de utfyllende reglene når disse er på plass i EØS-retten.

2.5 Verdipapirlovutvalgets mandat og sammensetning

Den 22. mai 2015 oppnevnte Regjeringen et lovutvalg for å komme med forslag til gjennomføring av

EUs reviderte regelverk på verdipapirområdet i norsk rett.

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

Avdelingsdirektør Ingebjørg Harto trådte ut av utvalget den 1. februar 2016. Hun ble erstattet med advokatfullmektig Fredrik Mohn Lian (Oslo). Lian ble erstattet av advokat Halvor Even Sigurdsen (Oslo) 2. oktober 2017. For utredningen som behandles i denne proposisjonen, har sekretariatet bestått av tilsynsrådgiver Kristin Lund, advokatfullmektig Birte Berg og tilsynsrådgiver Gry Evensen Skallerud (som i tillegg er medlem i utvalget).

Lovutvalget fikk følgende mandat:

«I

1.Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) er erstattet av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU (MiFID II) og Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/2014 (MiFIR). Direktiv 2003/6/EF om markedsmisbruk (MAD) er erstattet av Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 (MAR). MiFID II skal være gjennomført i nasjonal lovgivning i EU innen 3. juli 2016, og skal sammen med MiFIR ha virkning i EU fra 3. januar 2017. MAR skal i EU ha virkning fra 3. juli 2016.

2.Direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikter (rapporteringsdirektivet) endres av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU. Endringsdirektivet trådte i kraft i EU 26. november 2013 og skal være gjennomført i EU-landene innen 26. november 2015.

3.Ovennevnte EU-regelverk forventes tatt inn i EØS-avtalen i løpet av 2015/2016.

4.Utvalget skal utrede og utarbeide utkast til nødvendige endringer i lov og forskrift som kan gjennomføre kommende EØS-regler svarende til Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU (MiFID II), Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/2014 (MiFIR), Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 (MAR), samt Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU om endringer i rapporteringsdirektivet.

5.Det er forventet at Kommisjonen vil fastsette utfyllende rettsakter til MiFID II/MiFIR, MAR og/eller rapporteringsdirektivet som også vil være EØS-relevante. I den grad slike utfyllende rettsakter er vedtatt i EU innen utløpet av utvalgets mandatperiode, skal utvalget i sitt forslag også utrede og utarbeide utkast til regler som kan gjennomføre EØS-regler som svarer til slike utfyllende rettsakter, og skal uansett foreslå nødvendige forskriftshjemler for gjennomføring av slike regler.

6.Utvalget skal, blant annet på bakgrunn av kommende EØS-regler, samt Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/57/EU om straff for overtredelse av forbudet mot innsidehandel og markedsmanipulasjon mv. (som ikke er EØS-relevant og derfor ikke vil bli tatt inn i EØS-avtalen), foreta en helhetlig gjennomgang av børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser om straff og administrative sanksjoner, og utrede behovet for eventuelle lovendringer.

7.EØS-regler tilsvarende endringsdirektiv 2007/44/EF er for så vidt gjelder verdipapirforetak ikke gjennomført i norsk rett. I den utstrekning reglene i direktiv 2007/44/EF knyttet til verdipapirforetak er videreført i MiFID II, skal utvalget utarbeide forslag til regler om gjennomføring av de relevante bestemmelsene i direktiv 2007/44/EF.

8.I den utstrekning de kommende EØS-reglene gir rom for det, skal utvalget utrede om det er hensiktsmessig med ytterligere nasjonal regulering for å sikre forbrukerbeskyttelse for kunder av verdipapirforetak.

II

9.Gjennomføring av EØS-regler som nevnt antas å ville kreve endringer i oppsettet av den norske verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften, blant annet fordi EØS-regler som svarer til forordninger må gjennomføres i norsk rett ved henvisningsbestemmelse (inkorporasjon). Utvalget skal derfor vurdere om strukturen i verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter er hensiktsmessig i lys av de kommende EØS-reglene. Herunder skal utvalget vurdere plasseringen av regler i henholdsvis lov og forskrift. Formålet må være å beholde en mest mulig brukervennlig lov- og forskriftsstruktur, innenfor de rammer som føl-

ger av at forordninger må inkorporeres som sådan. Samtidig må utvalget være oppmerksom på kravene til legalitet og klarhet som nødvendige for å kunne ilegge straff, administrative sanksjoner og reaksjoner ved brudd på handlingsplikter.

III

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

IV

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

V

12.Utvalget skal følge retningslinjene i utredningsinstruksen, herunder utrede økonomiske og administrative konsekvenser av de forslag som fremmes. Det skal utarbeides lov- og forskriftsutkast som reflekterer utvalgets vurderinger. Utvalgets forslag til nye lovregler skal utarbeides i tråd med retningslinjene i heftet Lovteknikk. Utredningen skal trykkes i NOU-serien (Norges offentlige utredninger).

13.Dersom det anses hensiktsmessig, kan utvalget nedsette egne underutvalg til å utrede bestemte deler av mandatet. Utvalget avgjør selv om og på hvilken måte eventuelle underutvalg skal rapportere til utvalget og forankre sine vurderinger og konklusjoner der. Utvalget kan etter nærmere avtale med Finansdepartementet utnevne eksterne medlemmer og sekretærer til slike underutvalg. Utvalget kan også etter nærmere avtale med Finansdepartementet innhente eksterne betenkninger om nærmere angitte spørsmål.

Utvalget kan dele arbeidet i tre utredninger.

Utredning av mandatets del I, punkt 2, jf. punkt 4 om rapporteringsdirektivet skal avgis til Finansdepartementet innen 11. desember 2015.

Utredning av øvrige punkter i del I og II i mandatet skal avgis til Finansdepartementet innen 24. juni 2016.

Utredning av mandatets del III og IV skal avgis til Finansdepartementet innen 23. juni 2017.»

Mandatet ble 31. mai 2017 utvidet med følgende punkt:

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

I tillegg til I NOU 2017: 1 *Markeder for finansielle instrumenter* som denne proposisjonen bygger på, har utvalget så langt levert ytterligere tre utredninger:

I NOU 2016: 2 *Endringer i verdipapirhandelloven – flagging og periodisk rapportering* foreslår utvalget regler som gjennomfører endringene i rapporteringsdirektivet i norsk rett.

I NOU 2017: 14 *Nye regler om markedsmisbruk – sanksjoner og straff* foreslår utvalget regler som gjennomfører markedsmisbruksforordningen (MAR) i norsk rett. Utvalget foretar også en samlet gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff.

I NOU 2018: 1 *Gjennomføring av utfyllende rettsakter til MiFID II og MiFIR* foreslår utvalget

gjennomføring av utfyllende rettsakter i norsk rett etter at disse er tatt inn i EØS-avtalen. Som en del av dette arbeidet foreslås det også forenklinger og strukturendringer, blant annet oppheving av børsforskriften.

2.6 Høring

Den 14. februar 2017 sendte Finansdepartementet NOU 2017: 1 på høring til følgende instanser:

Alle departementene

Datatilsynet
Finanstilsynet
Forbrukerombudet
Konkurransetilsynet
Norges Bank
Regelrådet
Skattedirektoratet
Statistisk sentralbyrå
ØKOKRIM

Aksjonærforeningen i Norge
Den Norske Advokatforening
Den norske Revisorforening
Energi Norge
Finans Norge
Finansforbundet
Finansieringsselskapenes Forening
Folketrygdfondet
Forbrukerrådet
Handelshøyskolen BI
Hovedorganisasjonen Virke
Landsorganisasjonen i Norge
Nasdaq Oslo ASA
Nasdaq Clearing Oslo NUF
Nordic Trustee ASA
Nordic Association of Electricity Traders
Den norske Revisorforening
Norges Handelshøyskole
Norsk Kapitalforvalterforening
Norsk Venturekapitalforening
Norske Finansanalytikeres Forening
Næringslivets Hovedorganisasjon
Oslo Børs ASA
Pensjonskasseforeningen
SIX x-clear Norway
Sparebankforeningen i Norge
Universitetet i Bergen Det juridiske fakultet
Universitetet i Oslo Det juridiske fakultet
Universitetet i Tromsø Det juridiske fakultet
Verdipapirfondenes forening
Verdipapirforetakenes Forbund
Verdipapirsentralen ASA

Høringsfristen var 15. mai 2017.

Følgende høringsinstanser har gitt merknader til høringsforslaget:
Advokatforeningen
Datatilsynet
Energi Norge
Finans Norge
Finanstilsynet
Folketrygdfondet
Forbrukerombudet
Forbrukerrådet
Justis- og beredskapsdepartementet
Norske Finansanalytikeres Forening
Olje- og energidepartementet
Oslo Børs ASA
Regelrådet
Skattedirektoratet
Statistisk sentralbyrå
Verdipapirfondenes forening
Verdipapirforetakenes Forbund
ØKOKRIM

Følgende høringsinstanser hadde ikke merknader til høringen:

Arbeids- og sosialdepartementet
Forsvarsdepartementet
Helse- og omsorgsdepartementet
Kunnskapsdepartementet
Utenriksdepartementet

3 Lov- og forskriftsstruktur og lovens formål

3.1 Nærmere om struktur og generelle prinsipper

Et felleseuropeisk regelverk på finansområdet innebærer at foretakene kan drive virksomhet i hele EØS på bakgrunn av konsesjon gitt i hjemstaten. I arbeidet med harmonisering av regelverket for de europeiske finansmarkedene, har utviklingen gått fra å gi rammedirektiver med minimumsregler, til fullharmoniserte direktiver og forordninger med svært detaljerte regler og lite rom for nasjonale valg. I NOU 2017: 1 kapittel 1.3.1 er det gitt en ytterligere beskrivelse av den europeiske regelverksutviklingen.

Verdipapirlovutvalget peker på at et omfattende EØS-regelverk på verdipapirområdet med fullharmoniserte direktiver og forordninger stiller nye krav til gjennomføring nasjonalt. Utvalget har redegjort for sitt prinsipielle utgangspunkt i forslaget om gjennomføring av MiFID II og MiFIR i NOU 2017: 1 kapittel 1.3.2.

Utvalget har som del av dette vurdert og omtalt ulike tilnærminger til utforming og oppbygning av lov- og forskriftstekster i NOU 2017: 1 kapittel 1.3.2.2. Utvalget bemerker at erfaringen har vist at lov- og forskriftstekster som er overordnet og forenklet, ikke nødvendigvis bidrar til en klarere rettstilstand, men at en slik tilnærming kan skape uklarhet om hvilke regler som gjenspeiler det internasjonale regelverket som markedsdeltakerne forventer å finne igjen i norsk lovverk. Dette kan ifølge utvalget bidra til unødig forvirring på et område hvor mange aktører beveger seg i flere europeiske markeder og forventer å finne et enhetlig regelverk. At regelverket i Europa går mot en stor grad av fullharmonisering, taler etter utvalgets syn for at den norske lovteksten i større grad bør nærme seg direktivteksten. Videre uttaler utvalget at et viktig argument for en slik tilnærming, er at EU-regelverket som skal innarbeides, gis i en blanding av direktiver og forordninger som står i nært forhold til hverandre, og at det vil gi bedre sammenheng mellom de ulike delene av lov- og forskriftsverket dersom lovens ordlyd legges nærmere opp mot ordlyden i direktivene. Utvalget viser videre til at tolkningsuttalelser og anbefalinger fra blant annet ESMA om bestemmelser i direktiver og forordninger, vil ha betydning for tolkningen også av de norske rettsaktene som gjennomfører regelverket.

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

Utvalget påpeker videre at regelverk på alle nivåer gir en rekke regler som kun retter seg mot ulike nasjonale myndigheter, og at slike påbud frem til nå i all hovedsak ikke har vært gjennomført i lovverket. I NOU 2017: 1 kapittel 1.3.2.3 redegjør utvalget for forslaget om å opprettholde denne praksisen.

I NOU 2017: 1 kapittel 1.3.2.4 foreslår utvalget å inkorporere børsloven i verdipapirhandelloven, og mener herunder at det vil gi bedre sammenheng i regelverket om alle reglene som gjennomfører MiFID II med tilhørende forordninger, gjennomføres på ett sted.

Ingen høringsinstanser har hatt innvendinger til utvalgets redegjørelse og forslag til struktur. Felles for de høringsinstansene som har uttalt seg, *Finans Norge, Folketrygdfondet, Oslo Børs, Norske Finansanalytikeres Forening, og Verdipapirforetakenes Forbund*, er at de påpeker at en direktivnær oppbygning av lovteksten vil gjøre det lettere for aktørene å se sammenhengen mellom bestemmelser som gjennomføres i verdipapirhandelloven direkte, forordningstekster som gjennomføres ved inkorporasjon, og relevante tolkningsuttalelser fra ESMA og andre felles-europeiske myndigheter.

Departementet har i vurderingen av lovstruktur har lagt vekt på at MiFID II og MiFIR

er regelverk av en svært operasjonell karakter, hvor hensynet til markedsoperatørenes evne til å anvende regelverket er viktig. Departementet bemerker også at integrasjonen av de europeiske finansmarkedene med et mer fullharmonisert regelverk, bestående av EØS-regler som dels gjennomfører europaparlaments- og rådsdirektiver («hoveddirektiver»), dels europaparlaments- og rådsforordninger («hovedforordninger»), og dels utfyllende kommisjonsrettsakter («nivå 2»), kan innebære særlige krav til lovstrukturen. Departementet viser herunder til at det per i dag er vedtatt 51 kommisjonsrettsakter til utfylling av MiFID II og MiFIR, hvorav alle med unntak av ett kommisjonsdirektiv, er forordninger som skal gjennomføres som sådan ved inkorporasjon. I tillegg foreligger det retningslinjer utarbeidet av ESMA, samt ulike tolkningsuttalelser fra ESMA i form av såkalte «Q&A».

Departementet er enig med utvalget i at verdipapirhandelloven bør legges nærmere direktivet i utforming og struktur, med mindre det eksplisitt tas avvikende nasjonale valg, og mener herunder at en mer enhetlig oppbygning vil kunne bedre oversikten over regelverket og relevante rettskilder. Slik departementet ser det vil loven ved en slik tilnærming harmonere med de forordninger som utfyller og presiserer reglene, og som forutsettes gjennomført i verdipapirforskriften. Loven vil videre være mer gjenkjennelig for rettsanvendere fra andre EØS-land, og for nasjonale rettsanvendere som i stor utstrekning forholder seg til EØS-regelverket. I tillegg vil retningslinjer, tolkningsuttalelser og anbefalinger fra blant annet ESMA knyttet til direktiver og forordninger, i praksis ha sentral betydning for den konkrete rettanvendelsen, også av de norske reglene som gjennomfører EØS-rettsaktene.

En oppbygging som nevnt innebærer slik departementet ser det at bestemmelser i MiFID II som utgangspunkt bør gjennomføres i verdipapirhandelloven, og kommisjonsrettaktene gjennomføres i verdipapirforskriften, med mindre det foreligger særlige forhold. MiFIR foreslås i sin helhet gjennomført i verdipapirhandelloven ved inkorporasjon i eget kapittel.

Departementet foreslår som følge av ovennevnte forhold, språklige og tekniske endringer i loven også på områder der MiFID II viderefører regler fra MiFID I, blant annet ved at enkelte regler overføres fra forskrift til lov, og ved en mer direktivnær oppbygning av lovteksten i struktur og innhold.

Bestemmelser etter MiFID II som medfører plikter eller rettigheter kun for offentlige myndigheter, foreslås ikke gjennomført i loven eller forskrifter her, med mindre det foreligger særlige forhold som tilsier slik gjennomføring.

3.2 Forskriftshjemler

I MiFID II og MiFIR gis det utstrakt hjemmel til Kommisjonen til å gi utfyllende rettsakter. Disse delegasjonshjemlene er et anliggende for EU-retten, men den enkelte tilknyttede rettsakt som vedtas av Kommisjonen, må innlemmes i EØS-avtalen og gjennomføres nasjonalt. Normalt gjennomføres tilknyttede rettsakter (nivå 2) ved inkorporasjon i forskrift. Utforming av nødvendige forskriftshjemler for å gjennomføre disse rettsaktene i nasjonal lovgivning er et anliggende for den enkelte EØS-stat. I gjeldende verdipapirhandellov er det en rekke forskriftshjemler.

Departementet mener det er hensiktsmessig å videreføre denne forskriftsteknikken, og at det gis hjemmel i den enkelte bestemmelse til å gi utfyllende forskrift slik utvalget har foreslått. Departementet bemerker herunder at Kommisjonen har vedtatt en rekke rettsakter til utfylling av MiFID II og MiFIR, som omtalt over i kapittel 2. Departementet bemerker at det også for øvrig kan være behov for utfyllende regler eller gjennomføring av ytterligere utfyllende EØS-rettsakter eller annen presisering i forskrift.

Høringsinstansene har ikke hatt merknader til forslagene om hjemmel i den enkelte lovbestemmelse til å gi utfyllende forskrift, og forslaget om slike hjemler kommenteres ikke ytterligere i denne proposisjonen. Høringsinstansene har imidlertid merknader til enkelte av forslagene om særskilte forskriftshjemler, og disse gjengis under behandlingen av den aktuelle bestemmelsen.

Departementet mener videre det er behov for en forskriftshjemmel som dekker virkeområdet i loven mer generelt. Denne hjemmelen er utformet til beskyttelse av finansiell stabilitet og velfungerende markeder, og skal bare benyttes i særlige tilfeller der det er behov for å beskytte disse formålene, og der dette ikke kan oppnås gjennom andre bestemmelser i loven. Erfaring viser at det kan oppstå uforutsette situasjoner som kan true finansiell stabilitet og velfungerende markeder, og som kan ha store økonomiske konsekvenser dersom de ikke kan håndteres effektivt i tråd med de grunnleggende hensynene som ligger til grunn for verdipapirhandelloven og MiFID II og MiFIR. Endringene i verdipapirhandelloven som foreslås nå, innebærer at loven utformes med høyere grad av detalj enn gjeldende verdipapirhandellov.

Denne lovstrukturen bidrar til å gjennomføre MiFID II på en hensiktsmessig måte for myndigheter og marked, men innebærer også at det blir færre generelle bestemmelser basert på overordnede prinsipper enn i dagens verdipapirhandellov. Dette øker behovet for en forskriftshjemmel som dekker hele lovens virkeområde, og som kan benyttes i særlige tilfeller innenfor formålet av loven.

Departementet foreslår på denne bakgrunn en bestemmelse om at det i forskrift kan gis nærmere bestemmelser om verdipapirforetak, markedsoperatør, regulert marked, datarapporteringsforetak og markedsaktører for øvrig, i særlige tilfeller dersom dette er nødvendig av hensyn til sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, beskyttelse av forbrukere eller Norges utenrikspolitiske interesser. Se forslag til verdipapirhandelloven § 1-3.

I tråd med praksis for gjennomføring av råds- og parlamentsforordninger har departementet også foreslått en forskriftshjemmel i gjennomføringsbestemmelsen til MiFIR. Formålet er å kunne gjennomføre enkelte mindre endringer i forordningen i forskrifts form. Departementet viser til at råds- og parlamentsforordninger normalt gjennomføres ved inkorporasjon i lovs form, selv om de også ofte inneholder bestemmelser som etter sitt innhold kunne vært gjennomført i forskrifts form. Dette har sammenheng med at EØS-regler som svarer til forordninger, skal gjennomføres i norsk rett som sådan ved inkorporasjon, jf. EØS-avtalen artikkel 7. Det vil si at de gjennomføres ved rene henvisningsbestemmelser og ikke kan splittes opp, endres eller gjentas i de norske rettsreglene. I utgangspunktet vil derfor enhver senere endring av en forordning som er gjennomført ved henvisning i lov, uavhengig av endringens karakter, måtte gjennomføres i lovs form. I EU gjelder endringene i forordningene direkte, uten nasjonal gjennomføring. Ved mindre senere endringer i forordningen, som etter sin natur normalt ville vært gjennomført ved forskrift i norsk rett, kan det derfor være behov for en forskriftshjemmel som tillater at mindre endringer kan gjennomføres nasjonalt i forskrifts form.

Det har derfor ved tidligere gjennomføring av forordninger i lovs form på finansområdet vært inntatt en særskilt hjemmel til å kunne gjøre endringer i forordningen ved forskrift på nærmere angitte vilkår, jf. bl.a. omtale i Prop. 166 L (2015–2016) kapittel 3. Departementet foreslår, i samsvar med utvalgets utkast, at slik hjemmel også inntas ved gjennomføringen av MiFIR, jf. forslag til verdipapirhandelloven § 8-1 tredje ledd. Departementet legger til grunn at denne hjemmelen kan benyttes for endringer i MiFIR i de tilfeller der endringene er av en slik karakter at de normalt ville vært gjennomført i forskrift, etter en konkret skjønnsmessig vurdering. På denne måten kan det legges til rette for en hensiktsmessig, rettidig gjennomføring av mindre endringsforordninger, selv om hovedforordningen er inkorporert i lovs form.

3.3 Lovens formål

Ifølge verdipapirhandelloven § 1-1 er lovens formål å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter. Verdipapirhandellovens formålsbestemmelse har ikke noe direkte motstykke i EØS-reglene.

Utvalget foreslår å videreføre dagens formålsbestemmelse, jf. utkast til verdipapirhandelloven § 1-1. Forslaget er ikke gjenstand for ytterligere drøftelse.

Justis- og beredskapsdepartementet foreslår i sin høringsmerknad at formålsbestemmelsen endres. I høringsmerknaden heter det:

> «Vi vil bemerke at MiFID II har et bredere formål. I tillegg til å skulle legge til rette for et velfungerende marked for handel i finansielle instrumenter er det et selvstendig formål med direktivet å sikre investorbeskyttelse. Dette fremgår blant annet av fortalen avsnitt 3, som slår fast at det er *«nødvendigt at fastsætte bestemmelser, der sikrer den grad af harmonisering, der er nødvendig for at give investorer en udstrakt beskyttelse og gøre det muligt for investeringsselskaber at levere tjenesteydelser i hele Unionen, som et indre marked, på grundlag af tilsyn i hjemlandet»*. Også i fortalen avsnitt 4 fremgår det at et formål med revisjonen av MiFID I er å *«beskytte investorene bedre»*. Tilsvarende fremgår av avsnitt 42 og av overskriften til del 2 av direktivet, som er «*Bestemmelser til sikring av investorbeskyttelse*». Etter vårt syn bør formålsbestemmelsen i verdipapirhandelloven reflektere begge formålene med det direktivet loven skal gjennomføre.»
>
> Ingen andre høringsinstanser har hatt merknader til formålsbestemmelsen.

Departementet bemerker at formålsbestemmelsen i verdipapirhandelloven lenge har vært videreført uendret, selv om lovverket for øvrig har vært gjennom store endringer. Bestemmelsen er for så vidt fortsatt dekkende, idet sik-

ker, ordnet og effektiv handel er grunnleggende forutsetninger for et velfungerende verdipapirmarked og god investorbeskyttelse. Departementet er imidlertid enig med Justis- og beredskapsdepartementet i at bestemmelsen bør endres, slik at det fremgår i klartekst at investorbeskyttelse er et formål med loven. Departementet viser herunder til at et vesentlig siktemål med MiFID II er å styrke investorbeskyttelsen. Det vises til forslag til verdipapirhandelloven § 1-1.

4 Sentrale definisjoner

4.1 Innledning, særskilt om varederivater og klimakvoter

Finansielle instrumenter og *investeringstjenester* utgjør sentrale koblingsbegrep i verdipapirhandelloven og EØS-regelverket. Kravet til tillatelse som verdipapirforetak er knyttet til definisjonen av investeringstjenester, og virkeområdet for definisjonen av investeringstjeneste er knyttet til definisjonen av finansielle instrumenter.

Klassifisering av finansielle instrumenter i undergrupper, eksempelvis om instrumentet er et omsettelig verdipapir, kan videre være av betydning for hvilke regler etter verdipapirhandelloven som kommer til anvendelse, herunder krav til prospekt, notering på regulert marked, flaggeplikt mv.

Etter MiFIR vil videre klassifiseringen av finansielle instrumenter avgjøre det materielle innholdet av rapporteringsplikter for henholdsvis ordreinformasjon og handelsinformasjon.

Derivater er en type finansielle instrumenter med ulike former for underliggende aktivum. Verdien på derivatet vil normalt ha nær sammenheng med prisen på underliggende aktivum, og derivater omtales derfor som avledede instrumenter. Verdipapirhandelloven angir hva som er å anse som derivater, og derved finansielle instrumenter etter loven. Aktivumet derivatet er avledet av, omtales som derivatets «underliggende aktivum» eller bare «underliggende». Sistnevnte uttrykk benyttes i forslaget til lovtekst og i proposisjonen.

Varederivater er en egen undergruppe derivater med varer som underliggende, og er underlagt enkelte særreguleringer. Definisjonen av hva som er et varederivat er derfor av avgjørende betydning for å vite hvilket regelsett et gitt finansielt instrument følger. Et av formålene med MiFID II har vært å få bedre kontroll med varederivatmarkedet ved at deltakerne i dette markedet skal være omfattet av egnet regulering og tilsyn. MiFID II berører i hovedsak tre hovedtemaer som gjelder handel i varederivater: i) endringer i definisjonen av varederivater til å omfatte flere typer instrumenter, jf. kapittel 4.2 ii) endringer i unntakene fra kravet om tillatelse til å yte investeringstjenester, jf. kapittel 5.1.3, og iii) innføring av posisjonsgrenser, jf. kapittel 8.

I NOU 2017: 1 kapittel 4.1 er markedet for varederivater nærmere omtalt.

Definisjonen av varederivater har også en grenseflate mot forordning om integritet og gjennomsiktighet i energimarkedet (REMIT). Energiprodukter som er finansielle instrumenter, er unntatt fra virkeområdet i REMIT og følger i stedet markedsmisbruksforordningens regler om innsidehandel og markedsmanipulasjon. De nærmere karakteristikaene ved engroshandlede energiprodukter er avgjørende for om de dekkes av REMIT eller MiFID II/MiFIR og markedsmisbruksforordningen.

Utslippskvoter var i seg selv ikke et finansielt instrument etter gjeldene rett før MiFID II og MiFIR, men kunne være underliggende i et derivat. For å bidra til å styrke integriteten og et velfungerende marked for klimakvoter, herunder innføre overvåkning av handelsaktiviteten, klassifiseres disse instrumentene som finansielle instrumenter etter MiFID II. Handel med utslippskvoter vil derved være underlagt kravene til tillatelse dersom det ytes investeringstjenester i tilknytning til slik handel. Det gjelder imidlertid enkelte unntak fra kravet om konsesjon for denne typen virksomhet, jf. nedenfor under kapittel 5.1.3.

I NOU 2017: 1 kapittel 4.1 er markedet for utslippskvoter nærmere omtalt.

Definisjonen av finansielle instrumenter og ulike undergrupper av disse, har også viktige grenseflater mot andre EØS-regelverk, bl.a. forordning om OTC-derivater, sentrale motparter og transaksjonsregistre (EMIR), markedsmisbruksordningen, forordning om verdipapiroppgjør og verdipapirregistre (CSDR), shortsalgforordningen, og referanseindeksforordningen.

Også enkelte nasjonale lover som ikke gjennomfører EØS-regler, benytter begreper fra verdipapirhandelloven og øvrige lover på finansområdet. Eksempler på dette er skattelovgivningen, men slik at den skatterettslige anvendelsen av begrepene kan avvike og står på selvstendig grunnlag.

4.2 Finansielle instrumenter

4.2.1 Gjeldende rett

Definisjon av *finansielle instrumenter* som i innhold svarer til oppregningen i MiFID I vedlegg I avsnitt C følger av gjeldende verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd, men med en noe annen struktur. I lovbestemmelsen defineres finansielle instrumenter som henholdsvis*: omsettelige verdipapirer*, *verdipapirfondsandeler*, *pengemarkedsinstrumenter* og *derivater*.

Det er knyttet nærmere definisjoner til samtlige av disse kategoriene finansielle instrumenter. Definisjonene fremgår av gjeldende verdipapirhandellov § 2-2 annet til femte ledd.

Varederivater er en undergruppe av derivater. Varederivater omfatter ifølge gjeldende verdipapirforskrift § 2-1 blant annet avledede kontrakter med varer som underliggende som enten skal gjøres opp finansielt eller som kan gjøres opp finansielt dersom en av partene ønsker det. Kontrakter som kan gjøres opp fysisk, omfattes dersom de omsettes på regulert marked eller MHF.

Andre derivater som nevnt i gjeldende verdipapirhandellov § 2-2 nr. 5 er nærmere definert i verdipapirforskriften § 2-1 tredje ledd. Dette er derivater med blant annet utslippskvoter og fraktrater som underliggende.

Det er ytterligere redegjort for ovennevnte regler i NOU 2017: 1 kapittel 2.4.2. og 4.2.2.

I MiFID II-forskriften er det gjennomført endringer i MiFID II som omtalt nedenfor under EØS-rett og utvalgets vurderinger.

4.2.2 EØS-rett

Det gjøres ingen endringer i MiFID II vedlegg I avsnitt C for så vidt gjelder omsettelige verdipapirer, pengemarkedsinstrumenter og andeler i innretninger for kollektiv investering.

Videre er definisjonen av *omsettelige verdipapirer* i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 44 og *pengemarkedsinstrumenter* i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 17 en videreføring av MiFID I.

I likhet med MiFID I gir ikke MiFID II noen nærmere definisjon av *andeler i innretning for kollektiv investering*.

Hvilke instrumenter som er å anse som *derivater* og *varederivater* fremkommer i MiFID II gjennom henvisning til henholdsvis MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt 29 og 30. Etter definisjonen i MiFIR er finansielle instrumenter som nevnt i vedlegg 1 til MiFID II avsnitt C nr. 4-10 å anse som *derivater*, og finansielle instrumenter som nevnt i vedlegget avsnitt C nr. 5, 6, 7 og 10 er å anse som *varederivater*. Dette innebærer at varederivatbegrepet endres sammenliknet med gjeldende rett. Enkelte av endringene er naturlige følger av andre endringer i regelverket. Endringen i avsnitt C nr. 7 og C nr. 10 om sletting av plikt til clearing og marginkrav, kommer eksempelvis som følge av at dette nå er regulert i EMIR. Videre er det gjort unntak for energiprodukter som handles engros (eng. wholesale energy products) i avsnitt C nr. 6, da disse er omfattet av REMIT. Derivatene som er omfattet av avsnitt C nr. 10 (tidligere omtalt som «exotics»), har ikke vært ansett som varederivater under MiFID I, men er nå inntatt i varederivatdefinisjonen i MiFIR. I tillegg er verdipapiriserte derivater med varer eller andre underliggende som nevnt i avsnitt C nr. 10, å anse som varederivater etter MiFIR.

Utslippskvoter som er omfattet av kvotedirektivet (direktiv 2003/87/EU), skal etter MiFID II anses som finansielle instrumenter, og er tatt inn i Vedlegg I avsnitt C nr. 11. Dette er en endring fra MiFID I.

MiFID II gir også enkelte nye definisjoner av nærmere bestemte instrumenter. Herunder gir MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 45 en ny definisjon av *depotbevis*. Depotbevis er et av eksemplene på finansielle instrumenter som er å regne som omsettelige verdipapirer.

Børshandlede fond defineres i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 46.

Definisjonen av *sertifikater* (eng. certificates) er også ny i MiFID II, og finnes i artikkel 4 nr. 1 punkt 47, som viser til MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt 27.

Videre er *strukturerte finansielle produkter* definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 48, som viser til MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt 28.

Det er ytterligere redegjort for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 2.4.3 og 4.2.3, herunder utfyllende omtale av hva som er å anse som varederivater etter MiFID II.

4.2.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at det for omsettelige verdipapirer, pengemarkedsinstrumenter og andeler i innretning for kollektive investeringer ikke gjøres endringer MiFID II vedlegg I avsnitt C. Utvalget foreslår imidlertid enkelte endringer i språk og oppbygning i de norske bestemmelsene, blant annet slik at den norske loven følger systematikken i MiFID II.

Utvalget foreslår for det første å endre § 2-2 første ledd nr. 2 slik at den ikke lenger omtaler

verdipapirfondsandeler, men *andeler i innretning for kollektiv investering*, se utkastet § 2-2 første ledd nr. 3. Utvalget viser til at definisjonen av *verdipapirfondsandeler* ikke har noe motstykke, verken i MiFID I eller MiFID II, og at direktivene ikke benytter begrepet *verdipapirfondsandeler* i sin oppregning av de finansielle instrumentene, men *andeler i innretning for kollektiv investering*. Utvalget bemerker at det heller ikke er en uttrykkelig definisjon av *andeler i innretning for kollektive investeringer* i MiFID I eller i MiFID II. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å oppheve definisjonen i verdipapirhandelloven § 2-2 tredje ledd, samt å endre første ledd nr. 2 fra «verdipapirfondsandeler» til «andeler i innretning for kollektive investeringer».

For så vidt gjelder den nærmere definisjonen av *omsettelige verdipapirer,* foreslår utvalget endringer som innebærer at den norske bestemmelsen legges nærmere MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 44 i struktur og innhold. Dette er etter utvalgets syn nødvendig, blant annet fordi MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt 29 og 30 henviser til MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 44 bokstav c) i sin definisjon av derivater og varederivater.

Utvalget viser videre til at depotbevis er inkludert i definisjonen av omsettelige verdipapirer. Utvalget foreslår å ta inn en definisjon av *depotbevis* som svarer MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 45 i bestemmelsen om definisjoner knyttet til finansielle instrumenter.

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

Utvalget viser til at MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt 29 definerer *derivater,* og at definisjonen av *varederivater* fremkommer av MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt 30. Utvalget redegjør utfyllende for hva som etter denne definisjonen er å anse som varederivater, jf. NOU 2017: 1 kapittel 4.2.4. Ettersom definisjonen av derivater vil fremgå av lovbestemmelsene som står i MiFIR, er ytterligere lovbestemmelser ifølge utvalget ikke nødvendig. For å lette fremstillingen foreslår utvalget likevel å ta inn en henvisning til relevant bestemmelse i MiFIR i utkastet til lovteksten, slik MiFID II også gjør.

Utvalget bemerker videre at annenhåndsmarkedet for spotkontrakter for utslippskvoter har vært preget av en praksis som kan underminere tilliten til klimakvotemarkedet, og at for å bidra til å styrke integriteten og et velfungerende marked for slike instrumenter, herunder innføre overvåkning av handelsaktiviteten, klassifiseres disse instrumentene som finansielle instrumenter etter MiFID II. Utvalget beskriver at dette blant annet betyr at handel med utslippskvoter fremover vil være underlagt kravene til tillatelse dersom det ytes investeringstjenester i tilknytning til slik handel. Slik handel vil også underlegges rapporteringskrav, herunder rapporteringskrav under posisjonsregimet og være omfattet av markedsmisbruksforordningen. Utvalget viser til at det gjelder enkelte unntak fra kravet om konsesjon for denne typen virksomhet, og viser til omtalen i NOU 2017: 1 kapittel 4.3.

Utvalget bemerker videre at utslippskvoter tidligere har vært underliggende til derivater etter MiFID I, men at med MiFID II er derivater med utslippskvoter som underliggende ikke å anse som varederivater. Utvalget bemerker at dette medfører at disse instrumentene ikke er omfattet av det nye regimet for posisjonsgrenser i MiFID II artikkel 57, men vil være omfattet av kravene til rapportering av posisjoner etter artikkel 58.

Utvalget gjør også en vurdering av om *andeler i ansvarlige selskaper* bør innlemmes i definisjonen av finansielle instrumenter etter nasjonale regler. Utvalget viser til at det flere ganger har vært vurdert om andeler i ansvarlige selskaper er å betrakte som omsettelige verdipapirer etter MiFID, sist i Prop. 107 L (2011–2012) der det bemerkes at spørsmålet synes å være forskjellig behandlet i ulike EØS-stater. Frankrike og Spania har lagt til grunn at slike andeler er å betrakte som omsettelige verdipapirer, mens Tyskland og Sverige har lagt til grunn at slike andeler faller utenfor definisjonen av omsettelige verdipapir, slik oppfatningen også har vært i norsk rett. Utvalget fremholder på denne bakgrunn at spørsmålet var uklart under MiFID I og fortsatt er uavklart etter gjennomføring av MiFID II. Utvalget mener det ikke bør foretas en presisering i definisjonen i nasjonal rett og viser til at *finansielle instrumenter* er et sentralt koblingsbegrep i nær sagt alle direktiver og forordninger på finansområdet, og at det derfor vil være uheldig å innføre nasjonale regler som innebærer en definisjon som avviker fra EØS-regelverket. Etter utvalgets syn er det heller ikke behov for å foreta noen slik endring, fordi det allerede er gjennomført tilfredsstillende nasjonal regulering. Utvalget viser herunder til at etter

dagens regler kan tjenester tilsvarende verdipapirhandellovens investeringstjenester som ytes i forbindelse med andeler i ansvarlige selskaper, bare ytes (på forretningsmessig basis) av foretak som har tillatelse til å yte slike tjenester etter verdipapirhandelloven.

Ytterligere redegjørelse for utvalgets vurderinger følger av NOU 2017: 1 kapittel 2.4.4. og 4.2.4.

4.2.4 Høringsmerknader

Flere høringsinstanser har generelt uttrykt seg positivt til at utvalget legger opp til en mer direktivnær oppbygning av loven, blant annet *Norske Finansanalytikeres Forening, Folketrygdfondet, Oslo Børs, Verdipapirfondenes forening, Verdipapirforetakenes Forbund* og *Advokatforeningen*.

To høringsinstanser har uttalt seg om utvalgets forslag om å erstatte begrepet «verdipapirfondsandeler» med begrepet «andeler i innretning for kollektive investeringer».

Skattedirektoratet viser i sin høringsmerknad til at utvalget foreslår å oppheve verdipapirhandelloven § 2-2 tredje ledd om verdipapirfondsandeler og endre første ledd nr. 2 til «andeler i innretning for kollektive investeringer». Skattedirektoratet bemerker at skatteloven § 10-20 annet ledd bestemmer at «verdipapirfond» er fritatt for skatteplikt på gevinst og ikke har fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer i selskaper hjemmehørende i land utenfor EØS, og at verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 1 viser til definisjonen av finansielle instrumenter i verdipapirhandelloven. Skattedirektoratet gir uttrykk for at de tolker utvalgets vurdering slik at den foreslåtte endringen ikke skal utvide verdipapirfonds investeringsunivers til også å omfatte selskaper med ubegrenset ansvar og tilsvarende utenlandske selskaper, og bemerker at en slik utvidelse vil kunne føre til at fond/selskaper med en helt annen investerings- og risikoprofil enn norskregistrerte verdipapirfond, blir å anse som et verdipapirfond og vil komme inn under bestemmelsen i skatteloven § 10-20 annet ledd.

Advokatforeningen bemerker i sin høringsmerknad at begrepet «andeler i kollektive investeringer» vil erstatte gjeldende definisjon av «verdipapirfondsandeler». Advokatforeningen er enig i dette, og legger i den forbindelse til grunn at begrepet «andeler i kollektive investeringer» i tillegg til ordinære verdipapirfond også omfatter eierandeler i alternative investeringsfond som definert i lov om alternative investeringsfond.

Advokatforeningen har i tillegg uttrykt usikkerhet om utvalgets behandling av andeler i ansvarlig selskap bygger på en korrekt tolkning av MiFID II dersom de aktuelle andelene etter sin art kan omsettes i kapitalmarkedet. De viser til at «omsettelige verdipapirer» er et totalharmonisert begrep som skal tolkes autonomt i hele EØS uavhengig av norsk rettstradisjon.

Energi Norge reiser i sitt høringssvar spørsmål ved om elsertifikater regulert under elsertifikatloven, faller inn under definisjonen av finansielle instrumenter i MiFID II.

4.2.5 Departementets vurderinger

Departementet er enig i utvalgets utgangspunkt om at de norske bestemmelsene om finansielle instrumenter bør legges nærme MiFID II i struktur og innhold. Departementet bemerker at begrepet «finansielle instrumenter» er et av de sentrale koblingsbegrepene i MiFID II og MiFIR, og at sammenhengen mellom ulike definisjoner i henholdsvis MiFID II og MiFIR tilsier at det er hensiktsmessig med en direktivnær gjennomføring.

Departementets forslag til definisjon av *finansielle instrumenter* i verdipapirhandelloven § 2-2 og *definisjoner knyttet til finansielle instrumenter* i § 2-4 samsvarer materielt med utvalgets utkast, med unntak av endringene beskrevet nedenfor.

Om andeler i innretning for kollektiv investering

Departementet viser til at utvalget blant annet foreslår å endre gjeldende verdipapirhandellov § 2-2 første ledd nr. 2 fra *verdipapirfondsandeler* til *andeler i innretning for kollektive investeringer*, og å oppheve definisjonen av verdipapirfondsandeler i tredje ledd. Departementet er enig i at det er hensiktsmessig å benytte begrepet «andeler i innretning for kollektiv investering» i lovteksten.

Departementet bemerker at verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter ble utarbeidet i tid før, og ble ikke endret av, innføringen av regelverket for alternative investeringsfond. De fondsstrukturer man i første rekke siktet til da bestemmelsen ble vedtatt, var norske verdipapirfond og utenlandske fondskonstruksjoner som er organisert på en annen måte enn norske verdipapirfond, men som kan sidestilles med verdipapirfondsandeler etter en konkret vurdering. Med «andeler i innretning for kollektiv investering» er å forstå alle typer andeler i alternative investeringsfond, som definert i lov om alternative investeringsfond eller tilsvarende EØS-lovgivning, i tillegg til andeler i UCITS-fond, uten nærmere vurdering av hvordan disse er organisert. Se for-

slag til verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd nr. 2.

Departementet viser videre til Skattedirektoratets høringsmerknad om forholdet mellom den foreslåtte endringen av definisjonen av finansielle instrumenter og verdipapirfonds investeringsunivers. Departementet bemerker at forslaget til endring av § 2-2 første ledd som angitt over, ikke vil innebære en endring av hva som er å anse som et verdipapirfond regulert etter verdipapirfondloven. Det vil herunder ikke medføre endring i hvilke instrumenter slike fond kan plassere midler i, og hva som er å anse som omsettelige verdipapirer etter verdipapirfondloven kapittel 6 og derved en del av investeringsuniverset og karakteristika ved verdipapirfond regulert etter verdipapirfondloven.

Når det gjelder spørsmålet om *andeler i ansvarlige selskaper* er å betrakte som *omsettelige verdipapirer* etter verdipapirhandelloven, er departementet enig med utvalget i at slike instrumenter ikke skal omfattes av lovbestemmelsen i verdipapirhandelloven om omsettelige verdipapirer, og at reguleringen i verdipapirhandelloven § 9-1 tredje og fjerde ledd av tjenester som ytes i tilknytning til andeler i ansvarlige selskaper, videreføres uten materielle endringer.

Om varederivater

Energi Norge har reist spørsmål ved om varederivater og råvarederivater er synonyme begreper, og hvordan disse begrepene er benyttet i NOU 2017: 1, og bemerker herunder at NOUen ikke er klar på dette punktet.

Departementet viser til at «commodity» er definert i kommisjonsforordning (EU) 2017/565 artikkel 2 nr. 6 som «any goods of a fungible nature that are capable of being delivered, including metals and their ores and alloys, agricultural products, and energy such as electricity». Slik departementet forstår denne definisjonen, vil også bearbeidede varer kunne omfattes. Det er departementets forståelse at begrepet *commodity* tilsvarer det norske ordet *vare*, og er et videre begrep enn *råvare*. «Commodity derivatives» er definert i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt 30. Av definisjonen fremkommer det at «Commodity derivatives» er derivatene angitt i MiFID II vedlegg I avsnitt C nr. 5, 6, 7 og 10, samt verdipapiriserte derivater som definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 44 c), relatert til varer eller et underliggende som nevnt i avsnitt C nr. 10. Dette viser slik departementet ser det at varederivater ikke nødvendigvis må ha en vare som underliggende, men også kan ha annet som underliggende så lenge det underliggende er angitt i avsnitt C nr. 10, som for eksempel frakt.

Når det gjelder hvordan *commodity derivatives* skal omtales på norsk, vil det etter departementets vurdering være rett å benytte begrepet *varederivat* og ikke *råvarederivat*. I utvalgets forslag til lovtekst er begge begreper benyttet, og departementet foreslår på denne bakgrunn at *råvare* endres til *vare* i forslaget til § 2-9 første ledd nr. 3 og § 9-3 nr. 7 bokstav a.

Om elsertifikater

Departementet viser til Energi Norges høringsmerknad der de ber om avklaring på om elsertifikater regulert etter elsertifikatloven, er å anse som finansielle instrumenter etter MiFID II. Departementet viser til at elsertifikater etter elsertifikatloven § 3 er definert som «et bevis utstedt av staten for at det er produsert en megawattime fornybar elektrisk energi i henhold til denne lov». Det er departementets vurdering at elsertifikater i seg selv ikke er finansielle instrumenter, slik det også fremkommer i forarbeidene til elsertifikatloven (Prop. 101 L (2010–2011) s. 45). Departementet kan ikke se at MiFID II innebærer noen endring på dette punktet. Derivatkontrakter med elsertifikater som underliggende, kan imidlertid etter departementets vurdering etter omstendighetene anses som *finansielle instrumenter*, og det må vurderes konkret om disse derivatene faller inn under definisjonen av finansielle instrumenter etter forslaget til verdipapirhandelloven § 2-2.

Om «certificates»

Departementet viser til at utvalget i utkast til verdipapirhandelloven § 2-4 femte ledd har foreslått å bruke *etterprioriterte obligasjoner* om det engelske begrepet *certificates* som definert i MiFID II artikkel 1 nr. 4 punkt 47 jf. MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt 27. Definisjonen av *certificates* i MiFIR er som følger: «those securities which are negotiable on the capital market and which in case of a repayment of investment by the issuer are ranked above shares but below unsecured bond instruments and other similar instruments».

Departementet bemerker at *certificates* først og fremst er regulert i MiFIR som en del av kravene til rapportering av ordreinformasjon (pretrade) samt handelsinformasjon (post-trade) for aksjer og andre instrumenter som har liknende egenskaper som aksjer, og er omtalt i MiFIR under deltittelen *equity-instruments*. Også i MiFID

II artikkel 49 om krav til minste tillatte kursendring (tick size) er *certificates* i denne kategorien. Ifølge *ESMAs Final Report Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/ MiFIR* (av 28. september 2015 s. 28), har «ESMA received limited feedback on certificates, probably related to the fact that those financial instruments are available in very few jurisdictions». ESMA viser til at eksempler på *certificates* er *Spanish Participationes Preferentes, German Genusscheine*, og antakeligvis også *Rabobank-certificates*.

Departementet forstår det slik at *certificates* vil være å anse som en form for prioriterte egenkapitalinstrumenter mer enn etterprioriterte obligasjoner, og legger herunder til grunn at norske fondsobligasjoner ikke vil være å anse som *certificates*. Departementet mener på denne bakgrunn at bruken av begrepet *etterprioriterte obligasjoner* i lovteksten ikke er hensiktsmessig. Når det gjelder alternativ begrepsbruk viser departementet til at obligasjoner med løpetid under ett år i det nordiske markedet ofte blir omtalt som sertifikater, og bruken av begrepet *sertifikater* for å vise til *certificates* som definert i MiFIR, vil derfor potensielt kunne forveksles med slike instrumenter. På den annen side benytter øvrige nordiske språkversjoner av MiFIR *certifikater,* og alternativ begrepsbruk er lite egnet. Videre er *certificates* et definert begrep i MiFIR. Departementet foreslår på denne bakgrunn at begrepet *sertifikater* benyttes om *certificates* som definert i MiFIR, jf. forslag til definisjon i verdipapirhandellov § 2-4 femte ledd og andre relevante bestemmelser i verdipapirhandelloven, herunder MiFIR som inkorporert i forslaget § 8-1.

4.3 Investeringstjenester

4.3.1 Gjeldende rett

Aktivitetene som faller inn under definisjonen av *investeringstjenester* og som dermed er konsesjonspliktige etter loven, følger av gjeldende verdipapirhandellov § 2-1.

I MiFID II-forskriften er det gjennomført endringer i MiFID II som omtalt nedenfor under EØS-rett og utvalgets vurderinger.

4.3.2 EØS-rett

Det gjøres ingen endringer i definisjonen av investeringstjenester i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 2, men listen over investeringstjenester i vedlegg I, avsnitt A utvides med den nye tjenesten *drift av organisert handelsfasilitet* (OHF). Direktivets definisjon av verdipapirforetak videreføres uten endringer i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 1.

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

4.3.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd endres slik at også den norske lovteksten bruker *investeringstjenester og investeringsvirksomhet* i tråd med endringene som ble foretatt allerede i MiFID I. Utvalget viser til at begrepet *investeringstjenester* ikke lenger vil være dekkende for den aktiviteten som omfattes av loven, fordi endringene som skjer i *unntaksbestemmelsene i MiFID II* medfører et utvidet anvendelsesområde for regelverket. En nærmere redegjørelse for utvalgets forslag er gitt i NOU 2017: 1 kapittel 2.2.1.3.

For så vidt gjelder *de enkelte investeringstjenestene* viser utvalget til at det ikke gjøres endringer i investeringstjenestene i MiFID II vedlegg I avsnitt A. MiFID II artikkel 4 inneholder imidlertid nærmere definisjoner av flere av tjenestene. Utvalget viser til at disse endres på enkelte punkter. I tillegg foreslår utvalget enkelte endringer i språk og oppbygging selv om det ikke er gjort endringer fra MiFID I, slik at lovbestemmelsene bygges opp etter samme systematikk som MiFID II. Slik utvalget ser det vil denne tilnærmingen lette tolkningen av regelverket, herunder fordi sammenhengen mellom bestemmelsene som gjennomfører direktivet og eventuelle presiseringer i etterfølgende rettsakter fra Kommisjonen og retningslinjer eller annen veiledning fra ESMA, blir tydeligere.

Utvalget viser til at MiFID II vedlegg I avsnitt A nr. 9 innfører den nye tjenesten *drift av organisert handelsfasilitet (OHF)*, og at MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 23 gir en definisjon av begrepet. Utvalget foreslår å innlemme den nye tjenesten i et nytt nr. 9 i utkast til § 2-1 første ledd som angir

investeringstjenestene, samt å innta definisjonen av *organisert handelsfasilitet* i § 2-8 sammen med definisjonene av verdipapirforetak og handelsplasser.

En nærmere redegjørelse for utvalgets forslag er gitt i NOU 2017: 1 kapittel 2.2.2.3.

4.3.4 Høringsmerknader

Flere høringsinstanser har generelt uttalt seg positivt til utvalgets forslag om å bygge opp den norske loven på en mer direktivnær måte. Ingen høringsinstanser har fremmet alternative syn eller kritiske merknader til utvalgets forslag. *Advokatforeningen* uttaler blant annet at:

> «Advokatforeningen støtter lovutvalgets tilnærming. Lovforslaget vil blant annet innebære en nyttig klargjøring av at egenhandel etter omstendighetene kan utgjøre en konsesjonspliktig investeringsaktivitet, uavhengig av om egenhandelen skjer på vegne av en kunde eller ikke».

4.3.5 Departementets vurderinger

Departementet er enig med utvalget i at det er behov for å endre den grunnleggende beskrivelsen av de konsesjonspliktige tjenestene fra «investeringstjenester» til «investeringstjenester og investeringsvirksomhet» jf. definisjonsbestemmelsen i forslag til verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd. Departementet bemerker at «investeringstjenester» ikke lenger vil være en dekkende beskrivelse av aktivitetene som faller inn under regelverket. Tilsvarende endring foreslås i definisjonen av verdipapirforetak, se forslaget § 2-7 første ledd.

Når det gjelder de enkelte investeringstjenester og investeringsvirksomhet, bemerker departementet at MiFID II viderefører oppregningen av eksisterende investeringstjenester i vedlegg I avsnitt A uten endringer. I tillegg kommer den nye investeringstjenesten drift av organisert handelsfasilitet (OHF). Flere av investeringstjenestene er definert i MiFID II artikkel 4. De fleste definisjonene er videreført uendret, men på enkelte punkter er det gitt presiserende tillegg og gjort visse språklige endringer. Disse er reflektert i utvalgets forslag, og departementet er enig i de endringsforslag som foreligger. Departementet er videre enig med utvalget i at definisjoner knyttet til investeringstjenester og investeringsvirksomhet som videreføres fra MiFID I, men som til nå ikke har vært innarbeidet i den norske loven, tas inn i loven. Dette gjelder blant annet definisjonen av «omsetning av finansielle instrumenter for egen regning». Departementet mener også det er riktig å dele opp dagens investeringstjeneste i gjeldende verdipapirhandelloven § 2-1 nr. 6 på samme måte som i direktivet. Departementet foreslår imidlertid justering i ordlyden for tjeneste nr. 7 slik at «der foretaket ikke avgir fulltegningsgaranti» erstattes med «uten fulltegningsgaranti» som ligger nærmere opp til direktivets ordlyd.

Departementet viser til forslag til verdipapirhandelloven § 2-1 samt de tilhørende definisjonsbestemmelser i § 2-3 som med mindre språklige endringer samsvarer med utvalgets utkast.

4.4 Tilknyttede tjenester

4.4.1 Gjeldende rett

Definisjonen av *tilknyttede tjenester* følger av gjeldende verdipapirhandellov § 2-1 annet ledd.

I MiFID II-forskriften er det gjennomført endringer i MiFID II som omtalt nedenfor under EØS-rett og utvalgets vurderinger.

4.4.2 EØS-rett

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

4.4.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår å lage en egen bestemmelse om tilknyttede tjenester, jf. utkastet § 2-6. Selv om MiFID II ikke medfører materielle endringer i de tilknyttede tjenestene, foreslår utvalget enkelte justeringer i forhold til dagens ordlyd. I tråd med presiseringen i MiFID II foreslår utvalget at *tilknyttet tjeneste nr. 1* endres slik at det klart fremgår at verdipapirforetak ikke kan drive virksomhet som hører inn under verdipapirregistrenes virksomhet. Utvalget foreslår samtidig språklige endringer som innebærer at bestemmelsen leg-

ges nærmere direktivets ordlyd, jf. utkastet § 2-6 nr. 1.

For så vidt gjelder *tilknyttet tjeneste nr. 2* bemerker utvalget at den norske gjennomføringen avviker fra MiFID I, og utvalget foreslår å oppheve den nasjonale bestemmelsen om kredittgivning i § 9-6 og angi den tilknyttede tjenesten slik det er gjort i direktivet.

En nærmere redegjørelse for utvalgets forslag er gitt i NOU 2017: 1 kapittel 2.3.3.

4.4.4 Høringsmerknader

Flere høringsinstanser har uttrykt seg positivt til å legge den norske lovteksten nærmere ordlyden i direktivet. *Advokatforeningen* har uttrykt støtte til utvalgets forslag om ikke å videreføre den nasjonale bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 9-6 om tillatelse til å yte kreditt, samtidig som bestemmelsen som angir den tilknyttede tjenesten om yting av kreditt i utkastet § 2-6 nr. 2 utformes i samsvar med MiFID II vedlegg I avsnitt B. For øvrig har ingen av høringsinstansene hatt merknader til utvalgets forslag til regler om tilknyttede tjenester.

4.4.5 Departementets vurderinger

Departementet er enig i utvalgtes vurderinger og forslag til gjennomføring av MiFID II-reglene om tilknyttede tjenester, og viser til forslag til verdipapirhandelloven § 2-6 som samsvarer med utvalgets utkast.

5 Verdipapirforetak

5.1 Anvendelsesområde for regelverket om verdipapirforetak

5.1.1 Innledning

Foretak som yter en eller flere investeringstjenester overfor tredjemann eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis, er å anse som verdipapirforetak. Slik virksomhet krever i utgangspunktet tillatelse etter verdipapirhandelloven, jf. omtale nedenfor i kapittel 5.1.2.

Verdipapirforetakene er underlagt vilkår og virksomhetskrav etter verdipapirhandelloven, herunder organisasjonsregler og adferdsregler. Dette regelverket er hovedsakelig basert på MiFID-reglene, og det gjøres endringer i regelverket fra MiFID I til MiFID II, jf. nærmere omtale nedenfor i kapittel 5.2 og 5.3. Gjeldende regelverk har også enkelte nasjonale krav som vurderes videreført eller opphevet, jf. omtale i nevnte kapitler.

Unntak fra virkeområdet i MiFID-reglene er utformet som unntak fra krav om tillatelse etter verdipapirhandelloven. Det gjøres sentrale endringer i unntaksbestemmelsene fra MiFID I til MiFID II, jf. omtale nedenfor i kapittel 5.1.3.

EØS-statene kan også på nærmere angitte vilkår velge å innføre nasjonale unntak utover unntaksreglene i MiFID II. Også i adgangen til å ha nasjonale unntak er det endringer fra MiFID I til MiFID II, jf. omtale nedenfor i kapittel 5.1.4.

I MiFID II er det nye regler om at enkelte bestemmelser for verdipapirforetak gjelder selv om virksomheten for øvrig er omfattet av nærmere angitte unntak fra krav om tillatelse. Dette gjelder blant annet reglene om algoritmehandel, jf. omtale i kapittel 6.

Ifølge MiFID I som videreført i MiFID II, kan kredittinstitusjoner yte investeringstjenester overfor tredjemann eller drive investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis på grunnlag av konsesjon som kredittinstitusjon. Dette regimet foreslås gjennomført i verdipapirhandelloven. Slike foretak vil da kun delvis være underlagt regelverket for verdipapirforetak i tillegg til reguleringen som kredittinstitusjon. Anvendelsen av verdipapirhandelloven i disse tilfellene er beskrevet nedenfor i kapittel 5.1.6.

I MiFID II innføres krav til at enkelte deler av regelverket også skal få anvendelse når verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner selger eller gir råd om strukturerte innskudd. Strukturerte innskudd er ikke finansielle instrumenter, men har mange av de samme egenskapene som enkelte finansielle instrumenter har, jf. nærmere omtale nedenfor under kapittel 5.1.7.

MiFID II innfører krav til posisjonsregimet for varederivater som beskrevet nedenfor i kapittel 8. Dette regelverket omfatter også krav til verdipapirforetak. Posisjonsregimet har eget virkeområde og omfatter til dels også markedsaktørene og handelsplasser mv. i tillegg til verdipapirforetakene.

5.1.2 Krav om tillatelse

5.1.2.1 Gjeldende rett

Verdipapirforetak er definert som «foretak som yter en eller flere investeringstjenester som definert i § 2-1 på forretningsmessig basis» etter gjeldende verdipapirhandelloven § 2-3 første ledd.

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd at «investeringstjenester som ytes på forretningsmessig basis, bare kan ytes av foretak som har tillatelse til dette fra departementet».

5.1.2.2 EØS-rett

Verdipapirforetak (eng. investment firm) er i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 1 definert som «any legal person whose regular occupation or business is the provision of one or more investment services to third parties and/or the performance of one or more investment activities on a professional basis». Dette er en videreføring av MiFID I.

Tilsvarende som under MiFID I følger det av MiFID II artikkel 5 at EØS-stater skal kreve at å yte investeringstjenester og å drive investeringsvirksomhet innenfor ordinær næring eller virksomhet, skal være underlagt forhåndstillatelse.

5.1.2.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår å videreføre bestemmelsen i gjeldende verdipapirhandellov § 9-1 første ledd om tillatelse til å yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester i utkast til ny § 9-1 første ledd, med enkelte endringer. Blant annet foreslås det at kredittinstitusjoner skal kunne yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet i kraft av konsesjon etter finansforetaksloven, jf. nærmere omtale nedenfor under kapittel 5.1.6.

Selv om det ikke er endringer fra MiFID I til MiFID II foreslår utvalget å endre ordlyden i verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd om tillatelse, samt definisjonen av «verdipapirforetak» jf. utkast til § 2-8 første ledd, slik at kravet til tillatelse også omfatter *investeringsvirksomhet* på forretningsmessig basis. Utvalget viser til at begrepet *investeringstjenester* ikke lenger vil være dekkende for den aktiviteten som omfattes av loven, fordi endringene som skjer i unntaksbestemmelsene i MiFID II medfører et utvidet anvendelsesområde for regelverket. Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 2.

Utvalget foreslår også å lovfeste at Finanstilsynet har kompetanse til å gi tillatelse til å drive virksomhet som verdipapirforetak etter utkastet til ny § 9-1 første ledd. Tidligere var kompetansen lagt til departementet som hadde delegert denne videre til Finanstilsynet.

Utvalget mener det er hensiktsmessig å oppheve bestemmelsen i gjeldende verdipapirhandellov § 9-7 om føring av konsesjonsregister selv om det ikke er endringer fra MiFID I til MiFID II på dette punktet, fordi plikten kun er pålagt myndighetene.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 5.1.1.3.

5.1.2.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

5.1.2.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger og forslag til verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd om krav til tillatelse, herunder at bestemmelsen eksplisitt omfatter krav til tillatelse for å drive «investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis». Tilsvarende foreslår departementet at definisjonen av verdipapirforetak endres, slik at det fremgår at verdipapirforetak er foretak som yter en eller flere investeringstjenester overfor tredjepersoner *eller driver investeringsvirksomhet* på forretningsmessig basis. Presiseringen av at investeringstjenestene ytes *overfor tredjepersoner*, er også ny. Se forslag til verdipapirhandelloven § 2-7 første ledd.

Departementet er videre enig i at kredittinstitusjoner skal kunne yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet i kraft av konsesjon etter finansforetaksloven, jf. nærmere omtale nedenfor i kapittel 5.1.6.

5.1.3 Virksomhet unntatt fra krav om konsesjon

5.1.3.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 9-2 gir regler om unntak fra kravet om tillatelse. Første ledd unntar *nærmere angitte foretak* fra lovens virkeområde.

Verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 1 til 5 gir unntak for foretak som utøver investeringstjenester og investeringsvirksomhet i *nærmere bestemte situasjoner* som ellers ville vært omfattet av regelverket.

I verdipapirhandelloven § 9-2 annet ledd nr. 6 til 9 gis det flere unntak knyttet til handel i *varederivater* eller andre derivater på nærmere angitte vilkår.

Se omtale av bestemmelsene i NOU 2017: 1 kapittel 2.6.1 og 4.3.

I MiFID II-forskriften er det bestemmelser om unntak fra krav om tillatelse i samsvar med endringene i MiFID II.

5.1.3.2 EØS-rett

Kravene til tillatelse etter MiFID II omfatter, i likhet med MiFID I, som et utgangspunkt verdipapirforetak som yter investeringstjenester overfor tredjepersoner og driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis.

MiFID II artikkel 2 inneholder unntaksbestemmelser som medfører at nærmere bestemte former for virksomhet og visse foretak likevel ikke omfattes av direktivets virkeområde. Mange av unntakene som fremgår av artikkel 2, er en videreføring av MiFID I. I noen unntak gjøres det imidlertid vesentlige endringer. Dette gjelder først og fremst unntakene knyttet til handel for egen regning og til derivathandel.

Artikkel 2 gir unntak fra MiFID II for nærmere angitte *institusjoner* og for foretak som *utøver investeringstjenester og investeringsvirksomhet i nærmere bestemte situasjoner* som ellers ville vært omfattet av regelverket. For så vidt gjelder *institusjoner omfattet av unntaket*, gjøres kun enkelte mindre

endringer. For det første endres artikkel 2 nr. 1 bokstav h) slik at unntaket omfatter institusjoner som er opprettet av to eller flere medlemsland for å gi finansiell bistand til medlemmer som opplever alvorlige finansielle problemer. For det andre inkluderes foretak som har konsesjon som verdipapirregistre i listen over institusjoner som unntas fra direktivet i en ny bokstav o). Bakgrunnen for utvidelsen av unntaket er at det er innført nytt, felleseuropeisk regelverk på området (forordningen om verdipapirregistre, (EU) nr. 909/2014 (CSDR))

Bestemmelsene i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav b), c), f), g) og k) om enkelte *aktiviteter eller handlinger* som ellers ville vært omfattet av direktivet, videreføres uendret fra MiFID I.

I MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d) gjøres det endringer i unntak knyttet til *handel for egen regning*. For den som driver handel for egen regning i andre finansielle instrumenter enn varederivater, utslippskvoter og derivater på slike, innebærer endringene at egenhandel blir konsesjonspliktig virksomhet i flere situasjoner enn under MiFID I. Utvidelsen innebærer som utgangspunkt at alle *som driver egenhandel som en investeringstjeneste overfor tredjepersoner eller investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis* faller inn under konsesjonskravet etter MiFID II hvis de er prisstiller, medlem på et regulert marked, deltaker på en MHF, har direkte elektronisk tilgang til en handelsplattform, bruker høyfrekvente algoritmer som handelsteknikk eller handler for egen regning ved utførelse av kundeordre, uavhengig av om de yter andre investeringstjenester. Dette utgangspunktet ble modifisert i endringsdirektiv 2016/1034 til MiFID II ved at ikke-finansielle foretak som er medlem på regulert marked, deltaker på MHF eller har direkte elektronisk tilgang, likevel ikke faller innunder konsesjonskravet på nærmere angitte vilkår dersom handelen er relatert til forretningsvirksomheten eller likviditetsfinansieringen til foretakene.

Bestemmelsene om unntak fra konsesjonsplikt for foretak som *driver egenhandel og yter andre investeringstjenester knyttet til varederivater* er snevret inn i MiFID II og er inntatt i direktivets artikkel 2 nr. 1 bokstav j). Unntaksbestemmelsen omfatter også virksomhet knyttet til utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende ettersom MiFID II definerer utslippskvoter som et finansielt instrument.

Det er to typer aktiviteter som unntas fra konsesjonsplikt etter bestemmelsen i bokstav j). Alternativ (i) er unntak for handel for egen regning med varederivater, utslippskvoter og derivater på slike så lenge egenhandelen ikke skjer i forbindelse med utførelse av kundeordre. Alternativ (ii) er unntak når det ytes andre investeringstjenester enn egenhandel i tilknytning til varederivater, utslippskvoter og derivater på slike hvis tjenesten ytes til kunder eller leverandører av hovedvirksomheten.

Forutsetningen for at unntaket skal gjelde er at omfanget av egenhandelen og ytelsen av andre investeringstjenester til kunder i hovedvirksomheten i konsernet, både samlet og hver for seg, er en *tilknyttet virksomhet* (eng. ancillary activity) til hovedvirksomheten. Det er gitt detaljerte krav i kommisjonsforordning (EU) 2017/592 om beregninger for å avgjøre hva som anses som tilknyttet virksomhet.

Det er videre et vilkår at hovedvirksomheten ikke er investeringstjenestevirksomhet, bankvirksomhet eller prisstillervirksomhet i forbindelse med varederivater. I tillegg er det en forutsetning at det ikke benyttes algoritmebasert høyfrekvenshandel. Det må årlig meldes til tilsynsmyndigheten dersom unntaket benyttes.

Etter MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav e) skal *operatører av innretninger med forpliktelser til å følge kvotedirektivet* (direktiv 2003/87/EF) og som handler med utslippskvoter, være unntatt fra kravet om konsesjon forutsatt at de ikke utfører kundeordre, ikke yter andre investeringstjenester eller annen investeringsvirksomhet enn å handle for egen regning, og ikke benytter algoritmebasert høyfrekvenshandel.

Det er videre fastsatt unntak fra konsesjonsplikten når foretaket driver investeringsvirksomhet eller yter investeringstjenester knyttet til *varederivater som gjøres i forbindelse med utførelse av oppgaver som operatør av transmisjonssystem* (TSO) for kraft og gass i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav n).

Ifølge MiFID II artikkel 1 nr. 5 skal artikkel 17 nr. 1 til 6 med regler om algoritmehandel, direkte elektronisk tilgang og alminnelig clearingmedlem, gjelde for medlemmer på regulert marked og MHF som er unntatt fra kravet om tillatelse etter artikkel 2 nr. 1 bokstav a), e), i) og j). Dette er et nytt krav i MiFID II sammenliknet med MiFID I.

5.1.3.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår å videreføre systematikken i verdipapirhandelloven § 9-2 første og annet ledd i ny § 9-3 første og annet ledd. Bestemmelsen gjennomfører unntakene i MiFID II artikkel 2 nr. 1.

Utvalget viser til at første ledd inneholder unntak for *nærmere angitte institusjoner og foretak,* og i bestemmelsens annet ledd foreslår utvalget unn-

tak som omfatter visse *aktiviteter eller handlinger* som ellers ville vært omfattet av regelverket.

Utvalget bemerker at utkastet til bestemmelsens annet ledd nr. 1 til 5 omfatter tilfeller der investeringstjenester ytes ved enkelte anledninger som ledd i annen lovregulert eller selvregulert yrkesvirksomhet. Utvalget viser til at unntakene gjennomfører MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav b), c), f), g) og k) som videreføres uendret fra MiFID I.

Utvalget foreslår også å gjennomføre unntaket for egenhandel i verdipapirhandelloven § 9-3 annet ledd nr. 6, og begrunner dette på følgende måte i NOU 2017: 1 kapittel 2.6.3.2:

> «Unntaket i MiFID I artikkel 2 nr. 1 bokstav d) for foretak som ikke driver annen virksomhet enn egenhandel, såfremt egenhandelen ikke er et ledd i marketmaking eller systematisk internalisering, ble ikke gjennomført i verdipapirhandelloven. Begrunnelsen for dette valget fremgår av forarbeidene til loven. Under kapittel 5.5 i Ot.prp. nr. 34 fremgår det at departementet mente at det ikke var behov for å gjennomføre unntaket fordi kravet om at egenhandelen må foregå på forretningsmessig basis er «et tilstrekkelig avgrensningskriterium i forhold til hvilke former for egenhandel som vil omfattes av kravet til konsesjonsplikt mv.»
>
> […]
>
> Utvalget legger til grunn at den norske tolkningen av begrepet handel for egen regning ikke vil stå seg ved gjennomføring av MiFID II, fordi unntakene som gjøres for egenhandel som ledd egen investeringsvirksomhet snevres vesentlig inn. Endringene medfører at en hel del egenhandel som vanskelig kan betraktes som tjenesteyting overfor tredjemann vil falle inn under direktivets anvendelsesområde.
>
> […]
>
> Utvalget har på denne bakgrunn foreslått å endre definisjonen av investeringstjenester og verdipapirforetak slik at de omtaler «investeringstjenester og investeringsvirksomhet» og dermed tilpasses endringene som ble gjort allerede i MiFID I. Dette innebærer samtidig at det er nødvendig å gjennomføre en unntaksbestemmelse svarende til artikkel 2 nr. 1 bokstav d). Utvalget foreslår å innarbeide unntaket i utkastet § 9-3 annet ledd nr. 6.»

Utvalget bemerker videre at MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j) om unntak for varederivater eller utslippskvoter eller derivater på slike er vesentlig endret, herunder slik at handel for egen regning ved utførelse av kundeordre ikke lenger er omfattet av unntaket, samt at det innføres regulering på nivå 2 som fastsetter beregninger og terskelverdier for tilknyttet virksomhet. Dette kan ifølge utvalget medføre at en del foretak ikke lenger vil være omfattet av unntaket. Utvalget foreslår å gjennomføre unntaket i utkastet til § 9-3 annet ledd nr. 7 og 8.

Til nevnte endringer kommenterer utvalget at et av formålene med MiFID II har vært å få bedre kontroll med varederivatmarkedet ved at deltakerne i dette markedet skal være omfattet av egnet regulering og tilsyn. Et virkemiddel er ifølge utvalget å stramme inn bestemmelsene om unntak fra konsesjonsplikt slik at færre foretak kan benytte disse. Utvalget bemerker at endringene som gjøres i unntakene fra kravet om tillatelse for investeringstjenester som ytes i forbindelse med varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende, har potensielt stor betydning for foretak som driver denne typen virksomhet. Dette kan særlig være aktuelt for aktører innenfor kraft, men også andre aktører vil måtte vurdere hvorvidt de tilfredsstiller kravene for unntak etter det nye regelverket.

Utvalget viser videre til at artikkel 2 nr. 1 bokstav e) gjelder energiintensive installasjoner som fabrikker og kraftprodusenter som handler med utslippskvoter i tilknytning til overholdelse av sine forpliktelser etter kvotedirektivet (gjennomført i klimakvoteloven), og at MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav n) regulerer unntak for operatør av overføringsnett mv. Utvalget foreslår å gjennomføre disse unntakene i utkast til verdipapirhandelloven § 9-3 annet ledd nr. 9 og 10.

I utkastet § 9-3 annet ledd nr. 11 foreslår utvalget også å videreføre unntaket fra de nasjonale bestemmelser som er gitt i verdipapirhandelloven § 9-1 tredje ledd om andeler i ansvarlige selskap.

Det er nærmere redegjort for utvalgets vurdering i NOU 2017: 1 kapittel 2.6.3.

5.1.3.4 Høringsmerknader

Advokatforeningen stiller i sin høringsmerknad spørsmål ved lovutvalgets tolkning av unntaket fra konsesjonsplikt for egenhandel i tilknytning til varederivater, jf. MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j), alternativ (i). Ifølge bestemmelsen omfatter unntaket ikke «persons who deal on own account when executing client orders». Advokatforeningen viser til at lovutvalget i NOUen (s. 127) legger til grunn at slik virksomhet ikke vil være omfattet av noe unntak, og derfor vil være en konsesjons-

pliktig investeringsaktivitet. Advokatforeningen vurderer imidlertid at denne formen for egenhandel i stedet vil omfattes av unntaket i alternativ (ii) i samme bestemmelse, og mener dette har støtte i bestemmelsens ordlyd, fortalens punkt 23 og 25, samt reelle hensyn.

Energi Norge har reist spørsmål om hvordan nærmere angitte punkter i fortalen i MiFID II skal tolkes for kraftsektoren, herunder om fortalen punkt 23 kan anvendes på kraftsektoren og hvordan fortalen punkt 23, 24 og 25 henger sammen. Energi Norge reiser også spørsmål om hva som menes med «ordinær bilateral handel» i utvalgets omtale av hvordan fortalen punkt 25 skal forstås.

Energi Norge stiller videre spørsmål ved om beregningene av hvorvidt en virksomhet skal anses som «tilknyttet» i MiFID II artikkel 2 nr. 1 j), skal gjøres på person- eller gruppenivå.

Ingen andre høringsinstanser har hatt merknader til utvalgets forslag.

5.1.3.5 Departementets vurderinger

Departementet viser til at utvalgets forslag til gjennomføring av endrede EØS-regler om unntak fra krav til tillatelse, viderefører systematikken i verdipapirhandelloven § 9-2 i ny § 9-3. Dette innebærer at unntakene for foretak og institusjoner omhandles i første ledd, mens unntakene knyttet til nærmere angitte situasjoner og aktiviteter omhandles i annet ledd. Departementet er enig i at denne tilnærmingen gir en oversiktlig fremstilling av unntakene.

Departementet er videre enig i utvalgets vurderinger og utkast til unntaksbestemmelse, jf. utvalgets utkast til verdipapirhandelloven § 9-3, med unntak av forhold som redegjort for nedenfor, samt mindre språklige endringer.

Departementet foreslår at bestemmelsen om unntak fra handler for egen regning i varederivater eller utslippskvoter eller derivater på slike, som gjennomfører MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j), omstruktureres i samsvar med oppbygningen av bestemmelsen i MiFID II. Se forslag til verdipapirhandelloven § 9-3 annet ledd nr. 7. Bestemmelsen var i utvalgets utkast delt opp i henholdsvis nr. 7 og nr. 8, men dette kan ha medført materielle forskjeller fra direktivbestemmelsen. Videre vil det slik departementet ser det ha en egenverdi at bestemmelsen også i oppbygning samsvarer med EØS-reglene som skal fortolkes homogent på EØS-nivå, og der det er utfyllende bestemmelser i kommisjonsrettsakter.

I departementets forslag til verdipapirhandelloven 9-3 annet ledd nr. 7, om unntaket for egenhandel i varederivater eller utslippskvoter eller derivater på slike, brukes begrepet *tilknyttet virksomhet* (eng. anciliary activity) istedenfor *tilleggstjenester* som i utvalgets utkast, men uten at endringen er ment å ha materiell betydning.

Departementet viser til Advokatforeningens høringsmerknad der foreningen stiller spørsmål ved om «persons who deal on own account when executing client orders», og derved ikke er omfattet av unntaket for egenhandel etter MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j) alternativ (i), vil kunne være omfattet av unntaket i alternativ (ii) i samme bestemmelse. Departementet bemerker at ordlyden i alternativ (ii) ikke er helt klar. Rekkevidden av unntakene er omtalt nærmere i fortalen til MiFID II punkt 22 og 23. Det fremgår av fortalen punkt 23 at «persons dealing on own account when executing client orders or applying a high- frequency algorithmic trading technique should also be covered by the scope of this Directive and should not benefit from any exemption», men det fremkommer ikke klart om uttalelsen kun refererer seg til unntaket etter artikkel 2 nr. 1 bokstav d), eller om den også gjelder unntaket etter bokstav j). Departementet viser til at ESMA redegjør for sin forståelse av fortalen i *Discussion Paper MiFID/MiFIR (mai 2014) s. 387 flg*. Det fremkommer her (side 389) at deres tolkning av fortalen punkt 23 er at egenhandel som innebærer ordreutførelse, ikke er omfattet av unntaket fra konsesjonsplikt uavhengig av om unntaket i bokstav d eller j benyttes. ESMA har senere kommentert dette punktet i fortalen i både *Consultation Paper MiFID/MiFIR (desember 2014)* og *Final Report – Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID/MiFIR (september 2015)*, hvor de uttrykker samme tolkning. Departementets vurdering er at egenhandel i varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende som innebærer ordreutførelse, ikke er omfattet av unntaket i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j) og derfor vil kreve konsesjon. Departementet understreker imidlertid at dette er EØS-regler som skal tolkes homogent i EØS, og at avvikende presisering kan forekomme på EØS-nivå.

Departementet viser videre til at Energi Norge har reist spørsmål om fortalen punkt 23 kan anvendes på kraftsektoren. Departementet forstår merknaden slik at den gjelder spørsmålet om fortalen punkt 23 gjelder kun for egenhandelsunntaket i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d) eller også for unntaket for varederivater i artikkel 2 nr. 1 bokstav j), og viser til departementets omtale av

dette spørsmålet ovenfor til Advokatforeningens merknad.

Når det gjelder Energi Norges merknad om hvordan fortalen punkt 23, 24 og 25 henger sammen, og hvordan fortalen punkt 25 skal forstås, er departementets forståelse at fortalen punkt 22 og 23 gjelder kombinasjonen av unntak. Punkt 22 klargjør at unntakene i MiFID II artikkel 2 nr. 1 kan kombineres, mens punkt 23 lister hvilke aktiviteter som uansett skal dekkes av direktivet og ikke være omfattet av noen unntak. Fortalen punkt 24 og 25 belyser forståelsen av begrepet «dealing on own account when executing client orders» som vil være avgjørende ved vurderingen av om man kan benytte noen av unntakene for egenhandel i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d) eller j). Punkt 24 beskriver en form for egenhandel i forbindelse med ordreutførelse («back-to-back trading»), mens fortalens punkt 25 beskriver en transaksjon som faller utenfor begrepet «dealing on own account when executing client orders». Fortalen punkt 25 kan forstås slik at all handel mellom ikke-finansielle parter (herunder et kraftselskap og deres kunde) skal være unntatt konsesjonsplikt selv om det er tale om egenhandel som også innebærer utførelse av kundeordre, eller den kan forstås som omtale av «ren egenhandel» der det ikke er snakk om et kundeforhold, men heller to likeverdige parter som gjennomfører en handel. Departementet mener det siste tolkningsalternativet samsvarer best med reelle hensyn og bestemmelsens formål, men understreker at dette er EØS-regler som skal tolkes homogent i EØS, og at avvikende presisering kan forekomme på EØS-nivå.

Energi Norge stiller videre spørsmål ved om beregningene for å avgjøre om en virksomhet skal anses som «tilknyttet» etter MiFID II artikkel 2 nr. 1 j) skal gjøres på person- eller gruppenivå. Departementet viser til at det er utfyllende, fullharmoniserte regler i kommisjonsforordninger om unntaket for tilknyttet virksomhet, og at det forgår diskusjoner på EØS-nivå om hvordan dette virksomhetsunntaket skal forstås.

Departementet viser til at definisjonen av henholdsvis direkte elektronisk tilgang og høyfrekvent algoritmehandel får betydning for rekkevidden av unntaket fra kravet om tillatelse ved egenhandel etter MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d) jf. forslaget til verdipapirhandelloven § 9-3 annet ledd nr. 6. Bakgrunnen for dette er at unntaket likevel ikke gjelder dersom foretaket driver høyfrekvent algoritmehandel eller har direkte elektronisk tilgang til en handelsplass. Definisjonen av høyfrekvent algoritmehandel vil også ha betydning for unntaket for egenhandel i varederivater eller utslippskvoter eller derivater på slike, jf. MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j) og forslag til verdipapirhandelloven § 9-3 annet ledd nr. 7. Definisjonen av algoritmehandel og direkte elektronisk tilgang, samt det nærmere innholdet i reguleringen av dette, er omtalt i kapittel 6. Departementet presiserer der at definisjonen av direkte elektronisk tilgang, og derved rekkevidden av ovennevnte unntak fra egenhandel, må baseres på forståelsen av utfyllende bestemmelser i kommisjonsforordningen ((EU) 2017/565).

Departementet bemerker videre at utgangspunktet om krav til tillatelse etter verdipapirhandelloven for virksomheter som driver med egenhandel som angitt i MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d) og har direkte elektronisk tilgang til handelsplass eller er medlem eller deltaker på et regulert marked eller MHF, ble modifisert i ved direktiv 2016/1034 om endringer av MiFID II. Nevnte unntak for egenhandel utvides der til å omfatte ikke-finansielle foretak som er medlemmer på regulert marked eller MHF eller har direkte elektronisk tilgang til handelsplass, når disse foretakene, på nærmere angitte vilkår, utfører risikoreduserende transaksjoner. Departementet foreslår at denne endringen gjennomføres i forslaget til verdipapirhandelloven § 9-3 annet ledd nr. 6 bokstav b).

Departementet bemerker for øvrig at MiFID II artikkel 17 nr. 1 til 6 gir bestemmelser om algoritmehandel, direkte elektronisk tilgang og alminnelig clearing, og at disse kravene i utgangspunktet gjelder foretak med tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet. Ifølge MiFID II artikkel 1 nr. 5 skal imidlertid reglene også gjelde for medlem på regulert marked og deltaker på MHF som er unntatt fra kravet om tillatelse etter artikkel 2 nr. 1 bokstav a), e), i) og j). Utvalget har i sitt lovutkast angitt virkeområde under den enkelte bestemmelse om henholdsvis algoritmehandel, direkte elektronisk tilgang og alminnelig clearingmedlem. Departementet foreslår imidlertid at MiFID II artikkel 1 nr. 5 om anvendelsesområdet for disse bestemmelsene, gjennomføres i en felles bestemmelse i tilknytning til reguleringen av unntakene til verdipapirhandelloven. Bakgrunnen for dette er at angivelsen av virkeområdet slik departementet ser det har en naturlig sammenheng med reguleringen av unntakene fra MiFID IIs virkeområde/krav om tillatelse. Se forslag til verdipapirhandelloven § 9-3 tredje ledd.

5.1.4 Nasjonalt valg om unntak fra krav om konsesjon

5.1.4.1 Gjeldende rett

Ifølge verdipapirhandelloven § 1-3 kan det på nærmere angitte vilkår fastsettes i forskrift at foretak med begrenset tjenestespekter skal kunne unntas fra enkelte av bestemmelsene i loven.

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

5.1.4.2 EØS-rett

MiFID II artikkel 3 viderefører prinsippet fra MiFID I med adgang til nasjonale unntak fra krav om konsesjon, men bestemmelsen endres på flere vesentlige punker. Som tidligere åpner bestemmelsen for at EØS-statene kan gjøre unntak fra direktivet for foretak som ikke kan besitte klientmidler, og som bare kan utføre investeringstjenestene mottak og formidling av ordre eller investeringsrådgivning i tilknytning til omsettelige verdipapirer og andeler i innretning for kollektiv investering. Unntak for formidling av ordre kan bare gis hvis formidlingen skjer til nærmere angitte foretak (herunder verdipapirforetak, forvaltningsselskap for verdipapirfond, AIF-forvaltere og kredittinstitusjoner). Foretaket som gis unntak, må i tillegg være særskilt regulert på nasjonalt nivå.

MiFID II artikkel 3 nr. 1 bokstav d) og e) gir nye regler om adgang til å gi unntak for foretak som yter investeringstjenester i tilknytning til varer, utslippskvoter og/eller derivater på slike i nærmere angitte situasjoner og til nærere angitte klienter.

For øvrig strammes adgangen til å gi unntak etter bestemmelsen inn. Det stilles et nytt krav om at foretak for å kunne unntas må være underlagt regler om autorisasjon på nasjonalt nivå i tillegg til at det stilles nye krav til de nasjonale reglene som skal gjelde for foretaket. Disse skal minst svare til nærmere angitte regler i MiFID II om autorisasjon og tilsyn, god forretningsskikk og organisering av virksomheten.

Videre stilles det krav om at foretaket må være medlem av en investorgarantiordning som er anerkjent i overenstemmelse med direktiv 97/9/EF, eller ha en forsikring som er anerkjent etter direktivet.

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

> «In order to strengthen the protection of investors in the Union, it is appropriate to limit the conditions under which Member States may exclude the application of this Directive to persons providing investment services to clients who, as a result, are not protected under this Directive. In particular, it is appropriate to require Member States to apply requirements at least analogous to the ones laid down in this Directive to those persons, in particular during the phase of authorisation, in the assessment of their reputation and experience and of the suitability of any shareholders, in the review of the conditions for initial authorisation and ongoing supervision as well as on conduct of business obligations.
>
> In addition, persons excluded from the application of this Directive should be covered under an investor compensation scheme recognised in accordance with Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council (1) or professional indemnity insurance ensuring equivalent protection to their clients in the situations covered under that Directive».

Som tidligere kan ikke foretak som har unntak etter denne bestemmelsen, drive grensekryssende virksomhet eller filialvirksomhet.

EØS-statene skal varsle både Kommisjonen (EFTAs overvåkingsorgan for EFTA-statene) og ESMA dersom adgangen til å gi unntak blir benyttet, og skal sørge for at alle tillatelser gitt i medhold av unntaket omtaler at de er gitt i medhold av unntaket. EØS-statene skal også meddele ESMA de nasjonale reglene som skal gjelde for foretaket.

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

5.1.4.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår å oppheve unntaket i verdipapirhandelloven § 1-3 med tilhørende forskriftsbestemmelse. Utvalget viser til at bestemmelsen er ment å gjennomføre MiFID I, men at den skiller seg fra artikkel 3 på vesentlige punkter. Utvalget

bemerker for det første til at artikkel 3 utelukkende omtaler muligheten for å gjøre unntak fra «this Directive». Dette peker etter utvalgets syn i retning av at formålet med unntaket har vært å unnta aktuelle foretak fra direktivet i sin helhet, og ikke gi unntak fra enkeltstående bestemmelser. For det annet viser utvalget til at direktivet bare gir adgang til å gjøre unntak dersom vedkommende foretak er underlagt annen nasjonal regulering. I NOU 2017: 1 kapittel 2.6.3.3 skriver utvalget følgende om det gjeldende unntaket:

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

Ifølge utvalget vil det ut fra vilkårene MiFID II setter til en unntaksbestemmelse ikke være mulig å opprettholde verdipapirhandelloven § 1-3 med dagens utforming. Utvalget foreslår ikke et revidert nasjonalt unntak.

Utvalgets vurdering er omtalt nærmere i NOU 2017: 1 kapittel 2.6.3.3.

5.1.4.4 Høringsmerknader

Advokatforeningen har anført at direktivets mulighet for unntaksadgang etter MiFID II artikkel 3 bør unyttes. I høringsmerknaden heter det blant annet:

> «Advokatforeningen er av den oppfatning at direktivets unntaksadgang bør utnyttes. Unntaket vil kunne gi lavere etableringsterskler og virksomhetskrav for enkelte typer foretak med begrenset tjenestespekter og med tilstrekkelig ivaretakelse av investorbeskyttelsen og tilsynsmessige forhold. Advokatforeningen viser blant annet til at unntaket er avgrenset til foretak som bare driver ordreformidling og verken driver investeringsrådgivning eller håndterer klientmidler eller kunders finansielle instrumenter. Hensynet til investorbeskyttelse og tilsynsmessige forhold synes ivaretatt gjennom at art. 3 (2) stiller krav til konsesjon og tilsyn samt at sentrale bestemmelser om god forretningsskikk gis anvendelse. Advokatforeningen viser til at gjeldende unntaksbestemmelse i MiFID art. 3 er benyttet i andre land, herunder UK, Finland og Nederland for å tillate crowdfunding uten full konsesjon som verdipapirforetak, jf. Finanstilsynet brev til Finansdepartementet 1. februar 2017. Et annet tenkt eksempel kan være elektroniske plattformer for formidling av ordre i finansielle instrumenter. Advokatforeningen antar at en unntaksadgang tilsvarende direktivet vil kunne ha betydning for norsk fintech-bransje.»

De andre høringsinstanser har ikke hatt merknader til utvalgets forslag på dette punktet.

5.1.4.5 Departementets vurderinger

Departementet foreslår i samsvar med utvalgets utkast at gjeldende verdipapirhandellov § 1-3 om unntaksadgang fra lovens bestemmelser for foretak med begrenset tjenestespekter, ikke videreføres.

Departementet bemerker at MiFID II artikkel 3 innebærer at vilkårene for at EØS-statene skal kunne gi bestemmelser som gjør unntak fra reglene under direktivet, strammes betydelig inn. Departementet viser blant annet til nytt krav om at foretak som skal unntas, må være underlagt regler om autorisasjon på nasjonalt nivå, og videre stilles det konkrete krav til de nasjonale reglene som skal gjelde for foretaket. Disse skal minst svare til nærmere angitte regler i MiFID II om konsesjon og tilsyn, ledelse og eiere, investorbeskyttelse og god forretningsskikk og organisering av virksomheten. Nasjonale myndigheter skal etter de nye reglene også melde fra til ESMA om hvilke bestemmelser i nasjonalt lovverk som korresponderer med de relevante bestemmelsene i MiFID II.

Departementet viser til Advokatforeningens høringsmerknad der det oppfordres til å fastlegge et revidert unntak, blant annet under henvisning til Storbritania, Finland og Nederland som har benyt-

tet unntaksadgangen for å tillate crowdfunding uten full konsesjon som verdipapirforetak, eller andre tenke eksempler som elektroniske plattformer for formidling av ordre i finansielle instrumenter.

Advokatforeningen antar at en unntaksadgang tilsvarende direktivet vil kunne ha betydning for norsk fintech-bransje. Til dette bemerker departementet at det per i dag ikke foreligger nasjonalt lovverk som faller inn under anvendelsesområdet for det nasjonele unntaket i MiFID II artikkel 3, hverken på vare- og utslippssiden eller på annet område. Dersom det på et fremtidig tidspunkt etableres nasjonalt regelverk som faller inn under virkeområdet til MiFID II artikkel 3, antas det etter omstendighetene å kunne være aktuelt å vurdere om det skal gis unntak fra verdipapirhandellovens regler for foretak som opererer under slikt regelverk.

Det er etter departementets syn mer hensiktsmessig å vurdere eventuelle, nødvendige tilpasninger også i verdipapirhandelloven i forbindelse med et slikt potensielt lovarbeid. Unntak vil etter dette kunne vurderes konkret opp mot det aktuelle regelverket, hvilket bidrar til en enhetlig behandling av de problemstillinger som reises. Departementet bemerker videre at nødvendige meldinger til EFTAs overvåkingsorgan og ESMA uansett ikke vil kunne sendes før et eventuelt nasjonalt regelverk er på plass.

5.1.5 Tilbakekall

5.1.5.1 Gjeldende rett

Regler om endring og tilbakekall av tillatelse finnes i dag i verdipapirhandelloven § 9-4. Utvalget har redegjort for gjeldende rett i NOU 2017: 1 kapittel 5.1.3.1

5.1.5.2 EØS-rett

Regler om endring og tilbakekall av tillatelse følger av MiFID II artikkel 8. Utvalget har redegjort for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 5.1.3.2.

5.1.5.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at MiFID II artikkel 8 i det vesentlige er en videreføring av reglene i MiFID I, og foreslår at gjeldende bestemmelse i verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd om endring og tilbakekall av tillatelse i hovedsak videreføres i utkast til verdipapirhandelloven § 9-7, men slik at ordlyden justeres i tråd med endringer i definisjonen av investeringstjenester som omtalt NOU 2017: 1 kapittel 2.

Utvalget foreslår også å endre ordlyden i utkastet § 9-7 første ledd nr. 4 sammenliknet med gjeldende bestemmelse i verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd nr. 4. Utvalget viser til Justis- og beredskapsdepartementets anbefaling i Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 14.5.2 om at det klart bør fremgå av bestemmelsen om et tilbakekall utgjør en administrativ sanksjon eller ikke. Utvalget redegjør for rettsanvendelsen, og beskriver at gjennomgangen viser at avgjørelsen av om en tillatelse skal trekkes tilbake som følge av brudd på verdipapirregelverket, baseres på en vurdering av om det aktuelle foretaket fortsatt er egnet til å inneha tillatelse ut fra hensynet til fremtidige kunder og tilliten til verdipapirmarkedet og institusjonene som virker i dette. Utvalget konkludere med at tilbakekallet således ikke er å betrakte som straff etter EMK. Utvalget foreslår på denne bakgrunn en presisering i bestemmelsen for å klargjøre at tilbakekall etter bestemmelsen ikke utgjør en administrativ sanksjon. Utvalgets vurderinger av reglene om tilbakekall er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 10.4.4 og kapittel 5.1.3.3.

5.1.5.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

5.1.5.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger av bestemmelser om tilbakekall av tillatelse, jf. forslag til verdipapirhandelloven § 9-7.

Departementet er herunder enig i utvalgets vurderinger og forslag til presisering av at tilbakekall av tillatelse ikke er å anse som administrativ sanksjon. I samsvar med utvalgets utkast foreslås det på denne bakgrunn tilføyet i vilkåret for tilbakekall etter første ledd nr. 4 at alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov «gir grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet». Departementet bemerker at slikt vurderingstema også er i samsvar med forvaltningspraksis.

I tillegg foreslår departementet at første ledd nr. 5 om tilbakekall på grunnlag av at fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, ikke videreføres. Denne bestemmelsen har slik departementet ser det ikke selvstendig betydning utover bestemmelsen som foreslått i § 9-7 første ledd nr. 4.

5.1.6 Særskilt om kredittinstitusjoner

5.1.6.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd må kredittinstitusjoner søke egen konsesjon som verdipapirforetak dersom de skal yte investeringstjenester.

Det er gitt en forskriftsbestemmelse i verdipapirhandelloven § 1-4 som gir departementet adgang til å unnta kredittinstitusjoner fra en eller flere av lovens bestemmelser. Slike bestemmelser er gitt i verdipapirforskriften § 1-4.

5.1.6.2 EØS-rett

Det gjøres ingen endringer i MiFID II om kredittinstitusjoners rett til å yte investeringstjenester. Forutsetningen i både MiFID I og MiFID II er at kredittinstitusjoner har rett til å yte investeringstjenester i kraft av sin konsesjon etter direktiv 2013/36/EU (CRD IV). Kredittinstitusjonen må imidlertid søke tillatelse til å yte en eller flere investeringstjenester etter regelverket som gjennomfører CRD IV.

I MiFID II artikkel 1 nr. 3 er det nærmere angitt hvilke bestemmelser i MiFID II som skal gjelde for kredittinstitusjoner når de yter investeringstjenester eller utfører investeringsvirksomhet.

I NOU 2017: 1 kapittel 2.8.2 er det ytterligere redegjort for EØS-retten.

5.1.6.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at kravet etter gjeldende verdipapirhandellov om at kredittinstitusjoner må søke egen konsesjon for å yte investeringstjenester, delvis ble begrunnet ut fra tilsynsmessige hensyn. Det ble lagt til grunn at løsningen med en egen konsesjon for å yte investeringstjenester ikke var særlig byrdefull for kredittinstitusjonene, som allikevel måtte innrette seg etter vesentlige deler av regelverket, herunder kravene til organisering og reglene om interessekonflikter.

Utvalget viser til at det ikke skjer endringer i MiFID II på dette punktet. Utvalget er imidlertid i tvil om det er i samsvar med MiFID II å kreve at kredittinstitusjoner søker tillatelse etter reglene i verdipapirhandelloven i tillegg til reglene som gjennomfører CRD IV i finansforetaksloven. Utvalget viser til uttalelsen i fortalen punkt 38 hvor det helt eksplisitt uttales at kredittinstitusjoner ikke skal trenge konsesjon etter MiFID II. Utvalget bemerker at en større grad av fullharmoniserte regler gjør det mindre tilrådelig å legge opp til omfattende nasjonal særregulering. Slike løsninger kan ifølge utvalget vise seg å bli uhensiktsmessige blant annet på grunn av utstrakt bruk av delegerte rettsakter i form av forordning, og utvalget viser til at CRD IV i tillegg inneholder flere regler som vedrører MiFID II, for eksempel regler om eierprøving og ledelse.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn å gjennomføre systemet som forutsettes i EØS-retten, slik at kredittinstitusjoner skal kunne yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet i kraft av konsesjon etter de bestemmelser som gjennomfører CRD IV, altså lov om finansforetak og finanskonsern. Utvalget presiserer imidlertid at før kredittinstitusjonen kan yte investeringstjenester, skal tilsynsmyndigheten forsikre seg om at kredittinstitusjonen oppfyller kravene i de nasjonale reglene som gjennomfører reglene i MiFID II som gjelder for institusjonen. Dersom dette skal kunne gjennomføres på en effektiv måte, må kredittinstitusjonen legge frem dokumentasjon som bekrefter at kravene i de relevante lovbestemmelsene er oppfylt. Slik utvalget ser det vil dermed konsesjonsbehandlingen være mer eller mindre den samme uavhengig av hvilket regelsett konsesjonen gis i medhold av.

For å markere endringen også i finansforetaksloven foreslår utvalget at finansforetaksloven § 2-7 c) endres slik at det mer tydelig fremkommer at tillatelsen til å drive virksomhet som bank også kan omfatte en eller flere investeringstjenester og investeringsvirksomheter, samt tilknyttede tjenester, med videre henvisninger til verdipapirhandelloven §§ 2-2 og 2-6. Det foreslås videre at verdipapirhandelloven § 1-4 erstattes med en bestemmelse som angir hvilke av reglene i verdipapirhandelloven som ikke skal gjelde for kredittinstitusjoner som yter investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet, jf. utkast til verdipapirhandelloven § 9-4.

5.1.6.4 Høringsmerknader

Finans Norge gir sin støtte til at kredittinstitusjoner (banker) skal kunne yte investeringstjenester og drive investeringstjenestevirksomhet i kraft av konsesjon etter de bestemmelser som gjennomfører CRD IV. Finans Norge bemerker imidlertid at det ser ut til at tilnærmingen til CRD IV er forskjellig i utkastet til verdipapirhandellov og finansforetaksloven, da forslaget til ny verdipapirhandellov synes å innebære en mer direktivnær tilpasning enn i finansforetaksloven, og at dette kan medføre usikkerhet i praktiseringen av reglene. Finans Norge kommenterer videre at MiFID II

artikkel 1 nr. 3 angir de bestemmelsene i direktivet som positivt skal gjelde, mens lovutvalget har foreslått en annen måte å gjøre dette på, nemlig å angi de bestemmelsene som ikke kommer til anvendelse, jf. utkast til lov § 9-4. Finans Norge legger til grunn at lovutvalget også på dette området har tilsiktet en mest mulig direktivnær implementering, men er likevel usikre på om de to tilnærmingene gir det samme resultatet mht. hvilken regulering som blir gjort gjeldende. Finans Norge viser særlig til lovutkastet § 9-10 om krav til ledelsen og foretaket, og lovutkastet § 9-11 om styrets oppgaver og funksjon. Det vises til at de samme forholdene er regulert i finansforetaksloven uten at de er helt sammenfallende. Det er ifølge Finans Norge viktig å skape klarhet i hvilke bestemmelser i MiFID II og den nye verdipapirhandelloven som skal gjelde for banker som yter investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet. På denne bakgrunn anmoder Finans Norge om at departementet gjennomgår denne materien på en grundig måte og sørge for at det norske regelverket blir i samsvar med EU-retten.

5.1.6.5 Departementets vurderinger

Departementet er enig i utvalgets forslag og vurdering av at kredittinstitusjoner skal kunne yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet i kraft av konsesjon etter finansforetaksloven, jf. utkast til verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd og forslag til endring i finansforetaksloven § 2-7 c).

Departementet er imidlertid av den oppfatning at foretak som skal kunne yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet i kraft av sin konsesjon etter finansforetaksloven, ikke er begrenset til kredittinstitusjoner som etter finansforetaksloven § 2-7 er bank, jf. utvalgets forslag. Departementet viser til at MiFID II artikkel 4 første ledd nummer 27 definerer kredittinstitusjon som institusjoner som faller inn under forordning (EU) nr. 575/2013 (CRR) artikkel 4 første ledd nr. 1. Dette innebærer slik departementet ser det at kredittinstitusjoner omfatter både banker og kredittforetak etter henholdsvis finansforetaksloven § 2-7 og § 2-8, jf. også definisjonen i finansforetaksloven § 1-5 nr. 4. Departementet foreslår på denne bakgrunn å ta inn tilsvarende presisering i finansforetaksloven § 2-8 bokstav b som i utvalgets utkast til endring i § 2-7 bokstav c.

Departementet er videre enig med utvalget i at det er hensiktsmessig med en bestemmelse i verdipapirhandelloven som angir hvilke regler i loven som kommer til anvendelse på kredittinstitusjoner. Departementet viser til Finans Norges høringsmerknad om at MiFID II artikkel 1 nr. 3 angir de bestemmelsene i direktivet som positivt skal gjelde, mens lovutvalgets forslag angir de bestemmelsene som ikke kommer til anvendelse, jf. utvalgets utkast til verdipapirhandelloven § 9-4. Departementet er enig i at det er viktig å skape klarhet, men bemerker at heller ikke MiFID II artikkel 1 nr. 3 synes uttømmende for de bestemmelser i MiFID II som skal komme til anvendelse, jf. eksempelvis rapporteringsreglene for verdipapirforetak under posisjonsregimet for varederivater. Videre gjennomfører verdipapirhandelloven flere øvrige EØS-regelverk enn MiFID II som gir regler for verdipapirforetak, herunder EMIR og MiFIR. Når det inntas en bestemmelse i lovteksten om hvilke regler etter verdipapirhandelloven som kommer til anvendelse for kredittinstitusjonene, bør den slik departementet ser det være fullstendig. For å skape klarhet i hvilke bestemmelser som skal gjelde må det derfor slik departementet ser det uansett foretas en vurdering av hvilke ytterligere bestemmelser som gjelder utover bestemmelser opplistet i MiFID II artikkel 1 nr. 3. Om avgrensingen i lovteksten gjøres ved positiv eller negativ opplisting, blir etter dette et lovteknisk spørsmål. Da det er forholdsvis få bestemmelser som ikke kommer til anvendelse, mener departementet i likhet med utvalget at det er mest hensiktsmessig med en negativ avgrensing. Se forslag til verdipapirhandelloven § 9-4 som samsvarer med utvalgets utkast med endringer som omtalt i det følgende.

Finans Norge viser spesifikt til lovutkastet § 9-10 om krav til ledelsen og foretaket og lovutkastet § 9-11 om styrets oppgaver og funksjon, og at de samme forholdene er regulert i finansforetaksloven uten at de er helt sammenfallende. Med utgangspunkt i systematikken mellom direktiv 2013/36/EU (CRD IV) og MiFID II, foreslår departementet at lovutkastet §§ 9-6 og 9-7 om søknad og tilbakekall, § 9-9 om organisasjonsform, § 9-10 om krav til ledelsen og deler av § 9-11 om styrets oppgaver og ansvar, tilføyes til bestemmelsene utvalget har foreslått ikke skal gjelde for kredittinstitusjoner. Departementet forutsetter imidlertid at det ved anvendelsen av reglene etter finansforetaksloven tas i betraktning at foretaket yter investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet. Departementet legger herunder til grunn at faktisk ledelse av den konsesjonsbelagte investeringstjeneste-/investeringsvirksomheten underlegges materielt sammenliknbar egnethetsvurdering etter finansforetaksloven som virksomheten for verdipapirforetak etter verdi-

papirhandelloven, uavhengig av størrelsen på kredittinstitusjonen og øvrig virksomhet i foretaket mv.

Departementet mener videre at krav til kapital og likviditet for kredittinstitusjoner i sin helhet er regulert av finansforetaksloven og utfyllende forskrifter, og at heller ikke reglene i forslag til verdipapirhandelloven §§ 9-39 til 9-49 om kapitalkrav mv. kommer til anvendelse. Når det gjelder verdipapirforetakenes sikringsfond, jf. forslag til verdipapirhandelloven § 9-38, foreslår departementet at disse reglene ikke skal gjelde for kredittinstitusjonen som er bank og som kun yter investeringstjenester som nevnt i forslaget til verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 1 og nr. 5, dersom banken er medlem av Bankenes sikringsfond, og ikke håndterer kunders finansielle instrumenter eller midler, utenom å formidle oppgjør. Dette forutsettes å være i samsvar med gjeldende rett.

5.1.7 Særskilt om strukturerte innskudd

5.1.7.1 Gjeldende rett

Dersom et verdipapirforetak yter rådgivning i tilknytning til strukturerte innskudd, vil det være underlagt det generelle kravet til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven § 10-11 første ledd. Dette innebærer blant annet at foretaket skal påse at kundens interesser og markedets integritet blir ivaretatt på beste måte.

Finansforetakenes virksomhet knyttet til sammensatte produkter, herunder strukturerte innskudd, er regulert av finansforetaksforskriften § 16-2. Bestemmelsen fastsetter en lang rekke opplysningsplikter for finansforetakene når de tilbyr disse produktene. I tillegg følger det av forskriften at en rekke av bestemmelsene i verdipapirforskriften kapittel 10 gjelder tilsvarende for salg og rådgivning av sammensatte produkter. Finansforetaksforskriften § 16-2 viderefører reglene i forskrift 25. september 2006 om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter.

Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 2.5.1.

I MiFID II-forskriften er det gjennomført regler om strukturerte innskudd i samsvar med endringene i MiFID II.

5.1.7.2 EØS-rett

Strukturert innskudd er definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 43. MiFID II artikkel 1 nr. 4 innfører regler som fastsetter at en rekke av bestemmelsene i direktivet skal gjelde når verdipapirforetak og kredittinstitusjoner selger eller gir råd om strukturerte innskudd.

I fortalen til MiFID II punkt 39 og 40 er bakgrunnen for utvidelsen av anvendelsesområdet drøftet. Her fremgår det at formålet er å styrke investorbeskyttelsen og sørge for at den regulatoriske behandlingen av ulike strukturerte produkter blir mer enhetlig. Det angis at direktivets regler om «salg og rådgivning knyttet til strukturerte innskudd» skal gjelde alle situasjoner hvor verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen opptrer som mellommann for slike produkter utstedt av kredittinstitusjon som kan motta innskudd. Fortalen understreker videre at «strukturerte innskudd» ikke omfatter innskudd hvor avkastningen utelukkende er knyttet til renter, for eksempel Euribor eller Libor.

EØS-retten er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 2.5.2.

5.1.7.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget ser det som positivt at direktivet tilstreber større grad av likebehandling av ulike strukturerte produkter. Utvalget legger til grunn at grenseoppgangen for reglenes anvendelsesområdet vil måtte fastlegges i praksis.

Utvalget foreslår at en lovbestemmelse som tilsvarer MiFID II artikkel 1 nr. 4 om hvilke bestemmelser i direktivet som kommer til anvendelse, gjennomføres i tilknytning til de foreslåtte reglene om lovens anvendelse for kredittinstitusjoner, jf. utkast til verdipapirhandelloven § 9-5.

Utvalget omtaler definisjonen av strukturerte innskudd i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 43 og foreslår å gjennomføre denne i § 2-9 første ledd.

En nærmere redegjørelse for utvalgets forslag er gitt i NOU 2017: 1 kapittel 2.5.3.

5.1.7.4 Høringsinstansenes syn

Ingen høringsinstanser har hatt bemerkninger til utvalgets forslag.

5.1.7.5 Departementets vurderinger

Departementet bemerker at strukturerte innskudd er en av flere former for sammensatte spareprodukter som har vært tilbudt massemarkedet. Et strukturert innskudd er satt sammen av en innskuddsdel og en derivatdel der kundens avkastning er knyttet til kursutviklingen i en eller flere underliggende størrelser. Strukturerte innskudd er ikke å betrakte som finansielle instrumenter,

og faller derfor som utgangspunkt utenfor virkeområdet til verdipapirhandelloven.

Departementet bemerker at reguleringen av strukturerte innskudd under MiFID II er et av flere initiativ for å harmonisere reguleringen av sammenlignbare produkter i ulike EØS-regelverk. Formålet er å øke investorbeskyttelsen og sørge for at den regulatoriske behandlingen av ulike sammensatte produkter blir mer enhetlig. Departementet viser i den sammenheng også til forordning (EU) nr. 1286/2014 om nøkkelinformasjonsdokumenter om sammensatte og forsikringsbaserte investeringsprodukter for ikke-profesjonelle investorer (PRIIPs-forordningen), og reguleringen av forsikringsbaserte investeringsprodukter i direktiv (EU) 2016/97om forsikringsdistribusjon (IDD).

Departementet er i utgangspunktet enig i utvalgets angivelse av hvilke bestemmelser i verdipapirhandelloven som gjelder for strukturerte innskudd, jf. utkast til verdipapirhandelloven § 9-5, samt definisjon av strukturerte innskudd, jf. forslag til § 2-8 første ledd. Departementet bemerker imidlertid at anvendelsesområdet for MiFID IIs regler om strukturerte innskudd omfatter verdipapirforetak og institusjoner autorisert under direktiv 2013/36/EU (CRD IV), og er ikke begrenset til kredittinstitusjoner som yter investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet, jf. utvalgets utkast til § 9-5. At anvendelsesområdet omfatter kredittinstitusjoner som sådan, samsvarer også slik departementet ser det med formålet med bestemmelsen om harmonisert regulering av sammenlignbare produkter, uavhengig av om kredittinstitusjonen for øvrig er underlag verdipapirhandellovens regler. Departementet foreslår på denne bakgrunn at verdipapirhandelloven § 9-5 om anvendelsen av lovens regler for strukturerte innskudd viser til «verdipapirforetak og kredittinstitusjoner» uten at sistnevnte må ha tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet for å omfattes av bestemmelsen.

Departementet bemerker at regelverket i verdipapirhandelloven for strukturerte innskudd etter gjennomføringen av forslaget, vil være delvis overlappende med finansforetaksforskriften § 16-2 som viderefører reglene i forskrift 25. september 2006 om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter. Departementet viser til at disse forskriftsbestemmelsene er foreslått opphevet i Finanstilsynets høringsnotat om gjennomføring av PRIIPS-forordningen, og legger til grunn at den nærmere vurdering av dette regelverket foretas i oppfølging av PRIIPs-forordningen.

5.2 Vilkår for tillatelse

5.2.1 Selskapsform

5.2.1.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven § 9-8 første ledd kan tillatelse til å yte investeringstjenester kun gis til kredittinstitusjoner, aksjeselskap og allmennaksjeselskap.

5.2.1.2 EØS-rett

MiFID II har ingen regler om foretaksform, men viderefører reglene om at EØS-statene kan gi nasjonale regler om at fysiske personer på visse vilkår skal kunne få konsesjon som verdipapirforetak.

5.2.1.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår at regler om hvilke foretak som skal kunne yte investeringstjenester og utøve investeringsvirksomhet, videreføres uten endringer, med unntak av at kredittinstitusjoner tas ut av bestemmelsen.

5.2.1.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

5.2.1.5 Departementets vurderinger

Departementet er enig i utvalgets vurdering om at gjeldende regler om hvilke typer foretak som skal kunne yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet videreføres, og at «kredittinstitusjoner» tas ut av bestemmelsen som følge av omleggingen av konsesjonssystemet, jf. ovenfor i 5.1.6.

Se forslag til § 9-9 om organisasjonsform.

5.2.2 Eierforhold

5.2.2.1 Gjeldende rett

Kravene til verdipapirforetaks aksjeeiere, tilsynsmessig vurdering av om disse kravene er oppfylt og meldeplikt ved endring i aksjeeierstrukturen følger av gjeldende verdipapirhandelloven § 9-10.

Utvalget har redegjort for gjeldende rett i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.2.1

5.2.2.2 EØS-rett

Med direktiv 2007/44/EF om erverv og økning av eierandeler i finansiell sektor, ble det gjort

endringer i reglene om kontroll av eierforhold i flere direktiver på finansområdet, blant annet MiFID I. Bakgrunnen for endringene var et ønske om å fastsette klare kriterier for den tilsynsmessige vurderingen av eiere og deres forvaltning av foretaket, samt sikre forutberegnelige og klare saksbehandlingsregler for myndighetens vurderinger. EØS-regler tilsvarende endringsdirektiv 2007/44/EF ble ikke gjennomført i norsk rett for verdipapirforetak. Reglene i endringsdirektiv 2007/44/EF er i sin helhet videreført i MiFID II artikkel 10 til 13.

Utvalget har redegjort ytterligere for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.2.2

5.2.2.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at MiFID II artikkel 10 nr. 1 om at det skal være eierkontroll mv. ved konsesjonsbehandlingen, er en videreføring av gjeldende regler, og foreslår at reglene videreføres dels i utkast til verdipapirhandellov 9-12, og dels § 9-1 annet ledd, uendret fra det materielle innholdet i dagens lovbestemmelser.

Utvalget beskriver videre at det i MiFID II artikkel 11 gis noe mer detaljerte regler om meldeplikt ved erverv av kvalifisert eierandel enn hva som følger av gjeldende rett, og utvalget foreslår å innta reglene om slik melding i egen bestemmelse i loven, jf. utkast til verdipapirhandellov § 9-13.

Utvalget foreslår at reglen om frister for myndighetenes behandling av meldinger om erverv av kvalifisert eierandel mv. i MiFID II artikkel 12 gjennomføres i utkast til verdipapirhandellov § 9-14. Bestemmelsen i MiFID II artikkel 13 om tema og kriterier for myndighetenes vurdering av meldinger om erverv av betydelig eierandel etc. foreslås inntatt i utkast til verdipapirhandellov § 9-15.

Utvalget foreslår at dagens definisjon av *nære forbindelser* (eng. close links) videreføres i utkast til verdipapirhandellov § 9-1 annet ledd.

Utvalget viser til at reglene om eierandeler er utvidet blant annet til også å gjelde eierandeler som vedkommende ikke eier, men har rett til erverve på eget initiativ eller har rett til å utøve stemmerett for, og at begrepene *eier* og *eierandel* derfor konsekvent benyttes i utkast til lovbestemmelsene om eierforhold, og ikke begrepene *aksjer* og *aksjeeier*.

Utvalget mener videre at dagens begrep *betydelig eierandel* bør byttes ut med *kvalifisert eierandel* for å gjøre uttrykket i samsvar med gjennomføring av tilsvarende uttrykk i finansforetaksloven, samt nærmere det engelske uttrykke *qualifying holding*, jf. definisjonen i MiFID II artikkel 4 punkt 31. Utvalget foreslår at gjennomføring av definisjonen gis innledningsvis i verdipapirhandelloven som i dag, jf. utkast til verdipapirhandelloven § 2-9 fjerde ledd, da uttrykket benyttes flere steder enn for regelen om eierforhold. Utvalget viser til at reglene om beregning av kvalifisert eierandel i reglene om eierforhold er noe utdypet i MiFID II artikkel 11 nr. 1, og foreslår at dette inntas i utkast til verdipapirhandelloven § 9-13 femte ledd.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.2.3.

5.2.2.4 Høringsmerknader

Advokatforeningen bemerker at det i definisjonen av kvalifisert eierandel fremkommer at man i denne forbindelse skal medregne aksjer som eies av «aksjeeierens nærstående i henhold til vphl. § 2-5» jf. forslag til verdipapirhandellov § 2-9 fjerde ledd, og viser videre til at begrepet brukt i vphl. § 2-5 er *forpliktende samarbeid*. Samtidig fremkommer det av forslaget til verdipapirhandellov § 9-13 at erverv som foretas av to eller flere erververe som *opptrer i samråd* regnes som ett erverv. For Advokatforeningen fremstår det som uklart om normen om å opptre i samråd gir anvisning på et annet skjønnstema enn i konsolideringsbestemmelsen i vphl. § 2-5. Advokatforeningen viser videre til at den underliggende direktivbestemmelsen i MiFID II artikkel 11 nr. 1 bruker begrepet *acting in concert*, og at dette tilsvarer terminologien som er benyttet i blant annet direktiv om overtakelsestilbud (direktiv 2004/25/EF), og er nærmere definert i nevnte direktiv artikkel 1 nr. 1 bokstav d), mens det i verdipapirhandelloven benyttes begrepet *forpliktende samarbeid*. Etter Advokatforeningens oppfatning bør det vurderes å samordne terminologien i de ulike bestemmelsene.

5.2.2.5 Departementets vurdering

Departementet er i det vesentlige enig i utvalgets vurderinger om eierforhold og erverv av andeler i verdipapirforetak. Departementet foreslår imidlertid at definisjonen av kvalifisert eierandel gis i tilknytning til bestemmelsene om erverv, og ikke i § 2-9 fjerde ledd, og videre at utformingen av bestemmelsene om erverv av eierandeler legges nærme MiFID II. Se forslag til §§ 9-12 til 9-15.

Departementet viser til Advokatforeningens høringsmerknad til definisjonen av kvalifisert eierandel og til utkastet til verdipapirhandellov § 9-13 om melding av erverv, og oppfordringen om å vurdere å samordne terminologien i verdipapirhan-

delloven der direktivene som gjennomføres, benytter begrepet *acting in concert*.

Departementet bemerker at definisjonen av kvalifisert eierandel i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 31 refererer til konsolideringsbestemmelser i rapporteringsdirektivet (2004/109/EF). Departementet bemerker videre at betydningen av *acting in concert* i MiIFID II artikkel 11 første ledd, som foreslås gjennomført i utkast til verdipapirhandelloven § 9-13, er utfyllende omtalt i felles retningslinjer fra EBA, ESMA og EIOPA 20. desember 2015 (*Joint Guidelines on the Prudential Assessment of Acquisitions and Increases of Qualifying Holdings in the Financial Sector*).

Departementet viser til at det i NOU 2016: 2 om gjennomføring av endringer i rapporteringsdirektivet, er foreslått endringer i reglene om konsolidering ved flagging, som per i dag er gjennomført ved henvisning til verdipapirhandelloven § 2-5 om nærstående. I den utstrekning disse reglene endres i oppfølgingen av NOU 2016: 2, vil det slik departementet ser det også kunne være naturlig å vurdere en endring av definisjonen av kvalifisert eierandel og henvisningen der til § 2-5, for å opprettholde forholdet mellom definisjonen av kvalifisert eierandel etter MiFID II og konsolideringsreglene etter rapporteringsdirektivet, herunder bestemmelsen i artikkel 10 bokstav a om «concerted exercise of the voting rights».

Departementet foreslår for øvrig at termen *opptrer samordnet* benyttes for *acting in concert* i forslag til verdipapirhandelloven § 9-13 første ledd jf. MiFID artikkel 11 første ledd, og viser herunder til den foreslåtte begrepsbruken i NOU 2016: 2 om gjennomføring av rapporteringsdirektivet (2004/109/EF) artikkel 10 bokstav a). Om det er fullt ut samsvar mellom skjønnstemaet i rapporteringsdirektivet artikkel 10 bokstav a) om «concerted exercise of the voting rights» jf. definisjonen av kvalifisert eierandel i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (31), og «acting in concert» i MiFID artikkel 11 første ledd om melding om ervervet, må imidlertid vurderes i lys av ovennevnte retningslinjer fra EBA, ESMA og EIOPA og for øvrig ved tolkning av EØS-retten.

Når det gjelder Advokatforeningens henvisning til *acting in concert* i direktiv om overtakelsestilbud (direktiv 2004/25/EF) artikkel 1 første ledd bokstav d), bemerker departementet på generelt grunnlag at samme eller liknende begrep kan være forskjellig definert i ulike EØS-rettsakter på finansmarkedsområdet, eller ha ulikt materielt innhold som følge av ulike hensyn og formål bak regelverket, og at dette medfører at det må drøftes konkret om det er hensiktsmessig i det enkelte tilfellet med opprettholdelse, og eventuell ytterligere samordning, av konsolideringsbestemmelsene i verdipapirhandelloven som gjennomfører ulike EØS-rettsakter. Departementet viser i den sammenheng også til at det i ovennevnte felles retningslinjer fra ESMA og EBA og EIOPA, uttales at:

> «For the avoidance of doubt, the interpretation of the notion of acting in concert set out in these Guidelines should apply exclusively to the prudential assessment of acquisitions and increases in qualifying holdings in the financial sector to be carried out in accordance with the sectoral Directives and Regulations and should not affect the interpretation of any similar notion contemplated in other EU legislative acts, such as Directive 2004/25/EU on takeover bids».

5.2.3 Ledelse

5.2.3.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 9-9 stiller blant annet krav til styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av verdipapirforetak, og opplysninger som verdipapirforetak skal gi til Finanstilsynet ved skifte av ledere og sammensetning av styre.

Det er nærmere redegjort for reglene i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.1.1.

I MiFID II-forskriften er det bestemmelser om krav til ledelsen av foretaket i samsvar med endringer i MiFID II.

5.2.3.2 EØS-rett

Verdipapirforetaks ledelsesorgan (eng. management body) er definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 36 og kravene til ledelsesorganet følger av MiFID II artikkel 9. Ifølge MiFID II artikkel 9 skal verdipapirforetak oppfylle nærmere angitte bestemmelser i direktiv 2013/36/EU («CRD IV»). Disse bestemmelsene i CRD IV stiller krav til selve ledelsesorganet, foretakenes styringsordninger (eng. governance arrangements) og fastslår at ledelsesorganet er ansvarlig for å gjennomføre slike styringsordninger. MiFID II artikkel 9 stiller også enkelte ytterligere krav til styringsordninger og ledelsesorganets plikter utover henvisning til CRD IV, og har regler om notifisering til nasjonal tilsynsmyndighet om medlemmene i ledelsesorganet mv.

Utvalget har redegjort ytterligere for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.1.2.

5.2.3.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at reglene om krav til verdipapirforetaks ledelse er betydelig utvidet i omfang med MiFID II artikkel 9, og at det av fortalen i MiFID II punkt 53 fremgår at man har ønsket å styrke den rollen ledelsesorganer i verdipapirforetakene spiller når det gjelder å sikre en sunn og fornuftig ledelse av foretakene og å fremme markedets integritet og investorenes interesser.

Utvalget bemerker at når MiFID II viser til *ledelsesorganet* (eng. management body), og der ledelsesorganets forvaltnings- og tilsynsfunksjoner etter nasjonal lovgivning overdras til forskjellige organer eller forskjellige medlemmer innenfor et organ, skal EØS-statene ifølge MiFID II identifisere de ansvarlige organene eller de ansvarlige medlemmene av ledelsesorganet i samsvar med sin nasjonale lovgivning, med mindre annet er fastsatt i direktivet. Utvalget mener derfor at det for hver enkelt bestemmelse i MiFID II artikkel 9 må angis hvilket organ eller person i et verdipapirforetak det enkelte krav retter seg mot når bestemmelsen gjennomføres i verdipapirhandelloven.

Utvalget legger til grunn at begrepet *ledelsesorgan* som definert i MiFID II (jf. artikkel 4 nr. 1 punkt 36) etter norsk rett må forstås enten som *styret* eller *styret og daglig leder* eller *styret, daglig leder og faktisk ledelse*.

Utvalget foreslår at krav til ledelsesorganet etter MiFID II (artikkel 9 nr. 1, jf. CRD IV artikkel 91 og MiFID II artikkel 9 nr. 2,4,5, og 6) gjennomføres i utkast til verdipapirhandelloven § 9-10. Utvalget foreslår her enkelte endringer av gjeldende bestemmelse om krav til ledelsen, dels med det formål å sikre en mer direktivnær gjennomføring, og dels som følge av endringer i EØS-retten. Utvalget viser herunder til at det med MiFID II (jf. artikkel 9 nr. 1 jf. CRD IV artikkel 91) innføres et nytt krav om at styret samlet skal ha bred erfaring, og regelen foreslås gjennomført i utkast til verdipapirhandellov § 9-10 første ledd annet punktum.

Utvalget foreslår videre at reglene om styringsordninger (jf. MiFID II artikkel 9 nr. 1 jf. CRD IV artikkel 88 og MiFID artikkel 9 nr. 3), inntas i utkast til verdipapirhandellov § 9-11.

Utvalget mener bestemmelsen om nominasjonskomite (jf. MiFID II artikkel 9 nr. 1 jf. CRD IV artikkel 88 nr. 2) per i dag ikke er relevant for norske aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper, og derfor ikke skal gjennomføres i norsk rett, men foreslår at det inntas en hjemmel for departementet til å fastsette forskrift om slik nominasjonskomite.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.1.3.

5.2.3.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

5.2.3.5 Departementets vurderinger

Departementet er i hovedsak enig i utvalgets vurderinger om krav til verdipapirforetaks ledelse, jf. forslag til verdipapirhandelloven §§ 9-10 og 9-11. Forslaget tilsvarer utvalgets utkast med unntak av nedenstående vurderinger og endringer.

Departementet er enig i utvalgets vurdering av at *ledelsesorgan* (eng. management body) som definert i MiFID II (jf. artikkel 4 nr. 1 punkt 36) etter norsk rett må forstås enten som *styret* eller *styret og daglig leder* eller *styret, daglig leder og faktisk ledelse*, og at det må angis hvilket organ eller person i et verdipapirforetak det enkelte krav retter seg mot når bestemmelsen i MiFID II gjennomføres i verdipapirhandelloven. Departementet bemerker imidlertid at når MiFID II artikkel 9 (jf. CRD IV artikkel 88) om styringsordninger (eng. governance arrangements) gjennomføres i bestemmelse om *styrets oppgaver og ansvar* (jf. forslag til § 9-11), vil bestemmelsen utfylles av aksjelovenes generelle regler om henholdsvis styrets og daglig leders ansvar og oppgaver.

Departementet foreslår på denne bakgrunn at det i forslag til verdipapirhandelloven § 9-11 annet ledd nr. 4 fremgår at styret fører tilsyn med *daglige ledelse* istedenfor *øverste ledelse* for å gjøre terminologien mer i samsvar med aksjelovene. Departementet bemerker at øvrige elementer av bestemmelsen i MiFID II artikkel 9 (jf. CRD IV artikkel 88) om effektivt tilsyn med *øverste ledelse* (eng. senior management) som ikke direkte gjenspeiles i utkast til verdipapirhandelloven § 9-11, vil anses å være gjennomført og regulert i de generelle aksjeselskapsrettslige reglene, herunder bestemmelsene om daglig leders ansvar og oppgaver.

Departementet viser videre til at det fremgår av den generelle bestemmelsen i § 9-1 annet ledd at det bare kan gis tillatelse til foretak som oppfyller kravene i loven, og at dette også omfatter krav til foretakets ledelse. Departementet mener derfor det ikke er nødvendig å gjenta særskilt i forslaget til verdipapirhandelloven § 9-10 at kravene til foretakets styre må være oppfylt for å få tillatelse.

Når det gjelder de spesifikke kravene til antall styreverv etter forslaget til verdipapirhandelloven § 9-10 tredje og fjerde ledd for de tilfeller virksomheten er å anse som «vesentlig vurdert ut fra størrelse og virksomhetens art, omfang og kompleksitet», legger departementet til grunn at terskelen må settes forholdsvis høyt. Departementet viser til at denne bestemmelsen i verdipapirhandelloven ikke vil omfatte kredittinstitusjoner, som på dette området reguleres i sin helhet av finansforetaksloven og ufyllende forskrifter, jf. omtale ovenfor i kapittel 5.1.6, og departementet antar at bestemmelsen i verdipapirhandelloven per i dag vil ha begrenset relevans for norske verdipapirforetak.

5.2.4 Organisering

5.2.4.1 Gjeldende rett

De overordnede kravene til organisering av virksomheten i verdipapirforetak følger av gjeldende verdipapirhandelloven § 9-11, som er supplert med detaljerte regler i verdipapirforskriften §§ 9-7 til 9-28.

Utvalget har redegjort for disse reglene i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.3.1.

I MiFID II-forskriften er det bestemmelser om organisering i samsvar med endringer i MiFID II.

5.2.4.2 EØS-rett

Organisatoriske krav til verdipapirforetak fremgår av MiFID II artikkel 16 og ufyllende regler i kommisjonsforordninger og kommisjonsdirektiv.

MiFID II artikkel 16 stiller blant annet krav til retningslinjer og rutiner som er nødvendige for å sikre at foretaket oppfyller sine forpliktelser, krav til egnede regler for personlige transaksjoner for ledere og ansatte, og til systemer for sikker informasjonshåndtering. Videre stiller bestemmelsen krav til organisatoriske ordninger for å hindre at interessekonflikter skader kundenes interesser.

Det følger av MiFID II artikkel 16 at verdipapirforetakene skal treffe tiltak for å sikre kontinuitet i ytingen av investeringstjenester, samt vilkår for utkontraktering av driftsfunksjoner. Det er videre krav til egnede tiltak for å beskytte kunders finansielle instrumenter og midler, og det innføres et forbud mot at verdipapirforetak inngår avtaler om finansiell sikkerhetsstillelse i form av overdragelse av eiendomsrett med ikke-profesjonelle kunder.

Ifølge MiFID II artikkel 16 nr. 7 skal verdipapirforetakene pålegges å dokumentere samtlige tjenester, virksomheter og transaksjoner. Det gis også nærmere angitte krav til opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon, jf. nedenfor under kapittel 5.2.6.

Utvalget har redegjort ytterligere for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.3.2

5.2.4.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at MiFID II artikkel 16 og utfyllende kommisjonsforordninger om organiseringen av virksomheten i verdipapirforetak et stykke på vei viderefører bestemmelsene i MiFID I. Utvalget foreslår å videreføre strukturen i gjeldende verdipapirhandellov for generelle krav til organisering av virksomheten i verdipapirforetak. Utvalget foreslår også materielt å videreføre en rekke av bestemmelsene, men med enkelte mindre endringer for å gjøre dem mer direktivnære. Se utvalgets utkast til verdipapirhandellov § 9-16.

Utvalget viser til at det med MiFID II innføres et nytt krav om pålitelige sikkerhetssystemer for informasjonshåndtering. Kravet foreslås inntatt i utkast til verdipapirhandellov § 9-16.

Utvalget viser videre til at det i likhet med MiFID I også ved gjennomføringen av MiFID II kan innføres tilleggskrav for beskyttelse av kunders aktiva på nærmere vilkår. Utvalget har ikke funnet holdepunkter for at det foreligger særlige omstendigheter som tilsier at det bør innføres krav til beskyttelse av kunders aktiva i norsk rett ut over de krav som følger av MiFID II og utfyllende kommisjonsforordninger. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å videreføre gjeldende bestemmelser om beskyttelse av kunders finansielle instrumenter og midler i utkast til verdipapirhandellov § 9-18.

Utvalget bemerker at det med MiFID II innføres et forbud for verdipapirforetak mot å inngå avtaler om finansiell sikkerhetsstillelse i form av overdragelse av eiendomsrett (eng. title transfer financial collateral arrangements) med ikke-profesjonelle kunder. Utvalget viser til at denne typen avtaler er regulert i lov om finansiell sikkerhetsstillelse, som gjennomfører EØS-regler om dette. Utvalget foreslår at forbudet inntas i utkast til verdipapirhandellov § 9-18.

Utvalget foreslår at gjeldende bestemmelse i verdipapirhandelloven om godtgjørelsesordninger videreføres i utkast til verdipapirhandellov § 9-16, men slik at henvisningen til finansieringsvirksomhetsloven erstattes av henvisning til ny finansforetakslov.

Utvalget foreslår å videreføre dagens regel om plikt til å inngi melding ved etablering av filial i

Norge og krav til egnethet for ledere av slik filial, men foreslår å flytte bestemmelsen fra kapittelet om grensekryssende virksomhet, da den slik utvalget ser det også vil gjelde for filialetablering i Norge av norske verdipapirforetak. jf. utkast til verdipapirhandelloven § 9-21.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.3.3.

5.2.4.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

5.2.4.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger og forslag til regler om organisering av virksomheten, og viser til forslag til verdipapirhandelloven § 9-16 som tilsvarer utvalgets utkast med mindre språklige endringer.

Departementet er videre enig med utvalget i at gjeldende regler om beskyttelse av kunders finansielle instrumenter og midler, videreføres, jf. forslag til § 9-18. I samsvar med MiFID II og utvalgets utkast foreslås det også å innta et forbud mot å inngå avtaler om finansiell sikkerhetstillelse i form av overdragelse av eiendomsrett med ikke-profesjonelle kunder.

Når det gjelder forslaget om å videreføre gjeldende bestemmelse om fastsettelse av godtgjørelsesordninger (med oppdatert henvisning til finansforetaksloven §§ 15-1 til 15-5), jf. forslag til § 9-16 fjerde ledd, bemerker departementet at disse godtgjørelsesordningene er tett knyttet til regelverket for risikohåndtering og organisering av foretaket. Til sammenlikning innføres de nye kravene til avlønning av ansatte etter MiFID II hovedsakelig for å forhindre interessekonflikter og bidra til investorbeskyttelse, jf. omtale i kapittel 5.3.3.

5.2.5 Særlig om produkthåndtering

5.2.5.1 Gjeldende rett

Det er ikke egne regler i verdipapirhandelloven eller verdipapirforskriften om produktgodkjenning eller håndtering, men salg og distribusjon av finansielle produkter er underlagt de generelle kravene til organisering, håndtering av interessekonflikt og investorbeskyttelse.

I MiFID II-forskriften er det bestemmelser om produkthåndtering i samsvar med MiFID II som beskrevet nedenfor under EØS-rett og utvalgets vurderinger.

5.2.5.2 EØS-rett

I MiFID II artikkel 16 nr. 3 annet til syvende ledd om organisatoriske krav og artikkel 24 nr. 2 om generelle prinsipper for investorbeskyttelse, innføres krav til *produkthåndtering* for finansielle instrumenter, herunder krav til godkjenning og kontroll (eng. product governance).

Det følger av MiFID II artikkel 16 nr. 3 annet ledd at verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter for salg til kunder, skal ha en *prosess* for godkjenning av hvert finansielle instrument og vesentlige tilpasninger av eksisterende finansielle instrumenter, før de markedsføres eller distribueres til kunder. Produktgodkjenningsprosessen skal angi en identifisert målgruppe av sluttkunder (eng. target market) i den relevante kundekategorien for hvert finansielle instrument. Verdipapirforetaket skal sikre at alle relevante risikoer for en gitt identifisert målgruppe vurderes, samt at den planlagte distribusjonsstrategien er tilpasset den identifiserte målgruppen.

Videre fremgår det av MiFID II artikkel 16 nr. 3 fjerde ledd at verdipapirforetak regelmessig skal gjennomgå de finansielle instrumentene det tilbyr eller markedsfører. Ved slik gjennomgang skal verdipapirforetaket ta hensyn til hendelser som kan få vesentlig innvirkning på den potensielle risikoen for den identifiserte målgruppen, og som et minimum vurdere om det finansielle instrumentet fortsatt dekker den identifiserte målgruppens behov, og om den planlagte distribusjonsstrategien fortsatt er hensiktsmessig.

Ifølge MiFID II artikkel 16 nr. 3 femte ledd skal et verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter, gjøre tilgjengelig overfor enhver distributør alle relevante opplysninger om det finansielle instrumentet og produktgodkjenningsprosessen, herunder den identifiserte målgruppen for det finansielle instrumentet.

Det følger av MiFID II artikkel 16 nr. 3 sjette ledd at dersom et verdipapirforetak tilbyr eller anbefaler finansielle instrumenter som det ikke selv produserer, skal det ha innført egnede ordninger for å innhente opplysningene nevnt i bestemmelsens femte ledd, samt forstå egenskapene ved og den identifiserte målgruppen for det enkelte instrument.

Det følger også av MiFID II artikkel 24 nr. 2, om generelle prinsipper for investorbeskyttelse, at verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter for salg til kunder, skal sikre at disse er utformet slik at det oppfyller behovene til en identifisert målgruppe av sluttkunder, og at strategien for distribusjon av de finansielle instrumen-

tene er tilpasset den identifiserte målgruppen. Det følger også av artikkel 24 nr. 2 at verdipapirforetak skal forstå de finansielle instrumentene foretaket tilbyr eller anbefaler, vurdere om de finansielle instrumentene møter behovene hos kundene verdipapirforetaket yter investeringstjenester til, blant annet tatt i betraktning den identifiserte målgruppen av sluttkunder, samt sikre at foretaket tilbyr eller anbefaler finansielle instrumenter kun når dette er i kundens interesser.

I kommisjonsdirektiv (EU) 2017/593 er det gitt utfyllende bestemmelser om krav til produkthåndtering for henholdsvis produsent og distributør av finansielle instrumenter, og ESMA har gitt utfyllende retningslinjer til bestemmelsene.

5.2.5.3 Utvalgets vurdering

Utvalget viser til at MiFID II artikkel 16 innfører nye krav til produkthåndtering ved produksjon av finansielle instrumenter mv., og foreslår å innta kravene i ny bestemmelse i utkast til verdipapirhandelloven § 9-19.

Utvalget viser videre til videre at det er innført et «et generelt prinsipp» etter MiFID II artikkel 24 nr. 2 med nærmere angitte krav til verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter for salg til kunder, og krav om at verdipapirforetak skal forstå de finansielle instrumentene som verdipapirforetaket tilbyr eller anbefaler og vurdere om de oppfyller behovene til kundene mv., og at også dette er nye bestemmelser etter MiFID II. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsene i MiFID II artikkel 24 nr. 2 i utkast til verdipapirhandelloven § 10-9, det vil si i samme bestemmelse som det generelle kravet til god forretningsskikk, jf. omtale nedenfor under 5.3.1.

5.2.5.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

5.2.5.5 Departementets vurdering

Departementet viser til nye regler i MiFID II om *produkthåndtering*, herunder krav til godkjenningsprosess ved produksjon, etterfølgende kontroll og bestemmelser om distribusjon. Under det nye regelverket skal verdipapirforetak som produserer finansielle produkter, blant annet identifisere en målgruppe av sluttkunder som produktene er ment for, sikre at produktene er forenlige med behovene til målgruppen, og at distribusjonsstrategien er tilpasset den identifiserte målgruppen. Foretakene skal deretter gjøre informasjonen om produktet, herunder om målgruppen, tilgjengelig for distributørene. Videre kreves det at distributørene forstår de finansielle produktene de tilbyr eller anbefaler, og bruker informasjonen fra produsentene og informasjonen om sine egne kunder til å identifisere målgruppen nærmere.

I kommisjonsdirektiv (EU) 2017/593, samt i ESMAs retningslinjer om produkthåndtering, gis utfyllende bestemmelser om krav til produkthåndtering for henholdsvis produsent (artikkel 9) og distributør (artikkel 10) på ulike stadier av prosessen. Det gis også tilknyttede bestemmelser om interessekonflikt og ansvaret for ledelsen i foretaket, og om plikt til følge bestemmelsene for distribusjon når produsenten ikke er underlagt MiFID II. Departementet legger til grunn at disse bestemmelsene gjennomføres i verdipapirforskriften.

Departementet anser bestemmelsene om produkthåndtering i MiFID II som viktige nye regler om investorbeskyttelse. Et sentralt formål med reglene er å håndtere interessekonflikter på et tidlig stadium og å redusere risikoen for svikt i den etterfølgende anvendelsen av adferdsreglene, slik som krav til vurdering av egnethet og hensiktsmessighet som gjelder når foretaket yter investeringstjenester til den enkelte individuelle kunde.

Departementet er i hovedsak enig i utvalgets vurderinger og forslag til bestemmelse om produkthåndtering. Se forslag til verdipapirhandelloven § 9-19 om organisatoriske regler, og verdipapirhandelloven § 10-9 annet og tredje ledd om virksomhetskrav, jf. henholdsvis MiFID II artikkel 16 nr. 3 og 24 nr. 2. Departementet foreslår enkelte justeringer i utvalgets utkast til § 9-19 for å gjøre bestemmelsen mer direktivnær, samt lovteknisk krysshenvisning mellom de organisatoriske kravene til produkthåndtering i forslaget til § 9-19 og enkelte av virksomhetskravene i forslaget til § 10-9 annet og tredje ledd.

Departementet bemerker at MiFID II artikkel 16 nr. 3 syvende ledd (jf. fortalen punkt 71) presiserer at kravene til produkthåndteringsprosess ikke skal innskrenke (eng. be without prejudice to) andre krav etter MiFID II og MiFIR. Dette gjelder blant annet krav som relaterer seg til offentliggjøring, egnethet, hensiktsmessighet, identifisering og håndtering av interessekonflikter og vederlag fra andre enn kunden. Eksempelvis vil ikke et produkt uten videre anses som egnet for kunden selv om kunden faller innunder den identifiserte målgruppen. Utgangspunktet og prinsippet om at de øvrige krav i loven gjelder i tillegg til kravene til produktgodkjenning, er slik departementet ser det sentralt, men vil følge av

fortolkning av nevnte bestemmelser i verdipapirhandelloven. Det er på denne bakgrunn ikke nødvendig eller hensiktsmessig, slik departementet ser det, å innta dette utgangspunktet eksplisitt i lovteksten. Departementet foreslår på denne bakgrunn at bestemmelsen i MiFID II artikkel 16 nr. 3 syvende ledd ikke gjennomføres i verdipapirhandelloven, jf. utvalgets utkast til § 9-19 femte ledd. Det bemerkes for ordens skyld at utkastet som formulert i NOU 2017: 1, slik departementet ser det, heller ikke reflekterer det materielle innholdet i direktivbestemmelsen.

5.2.6 Særlig om lydopptak og elektronisk kommunikasjon

5.2.6.1 Gjeldende rett

Krav til verdipapirforetakenes dokumentasjon i form av lydopptak følger av gjeldende verdipapirhandellov § 10-17. Det fremgår her at verdipapirforetak etter nærmere regler fastsatt av departementet plikter å foreta lydopptak i tilknytning til at de yter investeringstjenester og tilknyttede tjenester. Det er gitt utfyllende regler i verdipapirforskriften.

Se nærmere omtale av reglene i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.3.1.

Endringer i regler om lydopptak og elektronisk kommunikasjon etter MiFID II og utfyllende kommisjonsforordninger, er fastsatt i MiFID II-forskriften og forskrift om utfyllende regler til MiFID II- og MiFIR-forskriftene (nivå 2).

5.2.6.2 EØS-rett

MiFID II artikkel 16 nr. 7 pålegger minimumskrav til opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon. Dokumentasjonen skal omfatte opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon som i det minste gjelder transaksjoner gjennomført for egen regning og tjenester som ytes i forbindelse med mottak, formidling og utførelse av kundeordrer, eller telefonsamtaler eller elektronisk kommunikasjon som er ment å føre til at det inngås slike transaksjoner.

Bestemmelsen pålegger også verdipapirforetak å treffe alle rimelige tiltak for å hindre at en ansatt eller en underleverandør foretar, sender eller mottar relevante telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon på privateid utstyr som verdipapirforetaket ikke kan dokumentere eller kopiere.

Telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon skal på anmodning gjøres tilgjengelig for den berørte kunden og oppbevares i fem år og dersom nasjonal tilsynsmyndighet anmoder om det, i inntil syv år.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i fortalen til MiFID II punkt 57 flg:

> «… Recording of telephone conversations or electronic communications involving client orders is compatible with the Charter of Fundamental Rights of the European Union (the Charter) and is justified in order to strengthen investor protection, to improve market surveillance and increase legal certainty in the interest of investment firms and their clients. The importance of such records is also referred to in the technical advice to the Commission, released by the Committee of European Securities Regulators on 29 July 2010. Such records should ensure that there is evidence to prove the terms of any orders given by clients and its correspondence with transactions executed by the investment firms, as well as to detect any behaviour that may have relevance in terms of market abuse, including when firms deal on own account.»

Utfyllende regler om opptak av telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon følger av kommisjonsforordning (EU) 2017/565. Her gis regler om blant annet interne rutiner, opplæring av ansatte, overvåkning og kontroll av opptak, informasjon til kunder om opptak, dokumentasjon av personlige møter og medium for oppbevaring av opptak.

Utvalget har redegjort ytterligere for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.3.2

5.2.6.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at MiFID II artikkel 16 nr. 7 angir minstekrav til hvilke investeringstjenester og hvilken investeringsvirksomhet som skal dokumenteres i form av opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon. Utvalget beskriver at slik dokumentasjon ifølge bestemmelsen som et minimum kreves ved transaksjoner gjennomført for egen regning, og ved yting av tjenester i forbindelse med kundeordrer som gjelder mottak, formidling og utførelse av kundeordrer.

Utvalget bemerker at gjeldende norske regler om lydopptak i verdipapirhandelloven og tilhørende forskriftsbestemmelser går lenger enn dette minstekravet, ved at det etter gjeldende norsk rett skal gjøres opptak av telefonsamtaler i tilknytning til alle investeringstjenester som ytes (med unntak av investeringstjenesten drift av mul-

tilateral handelsfasilitet). Utvalget mener gjeldende krav om at det skal gjøres opptak av telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon i tilknytning til alle investeringstjenester, er hensiktsmessig, og utvalget foreslår at kravet videreføres, jf. utkast til verdipapirhandelloven § 9-17.

5.2.6.4 Høringsmerknader

Datatilsynet gir i sin høringsmerknad uttrykk for at utvalgets forslag om lydopptak er bekymringsfullt fra et personvernståsted, og at personvernhensyn burde vært bedre drøftet fordi det er tale om et vesentlig inngrep. Datatilsynet mener videre at formålet med lagringen av kommunikasjon er uklart, og at personvernkonsekvensene av at den norske lovteksten går lenger enn direktivet krever, ikke er tilstrekkelig drøftet. Datatilsynet fremholder videre:

> «I forlengelsen av dette vil vi peke på at ordlyden i lovforslaget er vag og uklar når det kommer til hva som skal tas opp og lagres. Lovforslaget sier i realiteten bare at *relevante* telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon *i tilknytning til* investeringstjenester/investeringsvirksomhet skal tas opp og lagres. Hva dette betyr i praksis fremstår uklart og lite forutsigbart.»

Etter Datatilsynets mening innebærer lovforslaget sett under ett, herunder plikten til å hindre bruk av privat kommunikasjonsutstyr, fare for overdrevne inngrep der «alle eller tilnærmet alle telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon vil fanges opp og lagres». Datatilsynet peker på at ansatte som rammes i praksis kan havne i en situasjon der det ikke er mulig å ha privat kommunikasjon på telefon eller elektronisk i løpet av arbeidsdagen uten at dette tas opp og lagres. Datatilsynet fremholder at dette medfører at kjernen i kommunikasjonsvernet blir utfordret fordi retten til å kunne kommunisere uforstyrret i praksis ikke kan gjennomføres. Datatilsynet mener loven må inneholde garantier mot overdreven innsamling og lagring av kommunikasjon, herunder garantier som sikrer rom for uforstyrret, privat kommunikasjon samt mulighet for å få slettet kommunikasjon som er irrelevant for formålet.

5.2.6.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger av at gjeldende norske regler om krav til opptak av telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon i tilknytning til *alle investeringstjenester* med unntak av drift av multilateral handelsfasilitet eller organisert handelsfasilitet, bør videreføres. Departementet er videre enig i at det gjøres enkelte lovtekniske og språklige endringer som følge av at lovbestemmelsen generelt legges nærmere opp til ordlyden i MiFID II. Se forslag til verdipapirhandelloven § 9-16 nr. 8 og § 9-17 som tilsvarer utvalgets utkast.

Departementet bemerker at reglene som foreslås videreført, ikke innebærer utvidelse av plikten til å foreta lydopptak og lagring av kommunikasjon. Reglene ble grundig utredet ved forskriftsendringen i 2009, blant annet i høringsnotat (19. september 2008) utarbeidet av daværende Kredittilsynet på oppdrag fra Finansdepartementet. I høringsnotatet drøftes behovet for endrede regler for å styrke investorbeskyttelsen og for å hindre markedsmisbruk, og behovet vektes mot personvernhensyn og andre hensyn som taler for å begrense adgangen til å foreta lydopptak og lagring av elektronisk kommunikasjon.

Departementet viser til at MiFID II ikke innebærer materielle endringer som i seg selv taler for endring av rettstilstanden. MiFID II viderefører i det alt vesentlige minimumsregler om lydopptak og lagring av elektronisk kommunikasjon som minst skal omfatte egenhandel og mottak, formidling eller utførelse av ordre. Samtidig opprettholdes den generelle plikten til å sørge for dokumentasjon av alle investeringstjenester og all investeringsvirksomhet.

Departementet bemerker at de gjeldende norske bestemmelsene om lydopptak og lagring av elektronisk kommunikasjon er noe videre enn bestemmelsen i MiFID II, da de i tillegg til egenhandel, og mottak, formidling eller utførelse av ordre, også omfatter aktiv forvaltning, investeringsrådgivning og tjenestene knyttet til plassering og emisjonsvirksomhet (eng. corporate finance). Det øvrige materielle innholdet i bestemmelsene svarer til MiFID-reglene.

Forslaget til verdipapirhandelloven § 9-17 gir også bestemmelser om hvordan opptak og lagring skal gjennomføres. Disse reglene svarer i sin helhet til MiFID II artikkel 16 nr. 7. I tillegg til reglene i MiFID II er det gitt utfyllende regler om opptak av telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon i kommisjonsforordning (EU) 2017/565 artikkel 76.

Departementet bemerker at regelverket om lydopptak har vist seg svært viktig for kontrollen med verdipapirmarkedet. Departementet viser til at den bevismessige betydningen av å sikre doku-

mentasjon på kommunikasjonen mellom kunde og verdipapirforetak har i flere saker om markedsmisbruk, innsideinformasjon og investeringstjenester til forbrukere i strid med god forretningsskikk, vært av avgjørende betydning. Dette gjelder ikke bare lydopptak og lagring av samtaler i tilknytning til egenhandel og mottak, formidling eller utførelse av ordre, som er minimumskrav etter MiFID II, men også aktiv forvaltning, investeringsrådgivning og tjenestene knyttet til plassering og emisjonsvirksomhet.

Når det gjelder plasseringstjenestene har det vist seg å være av betydning å dokumentere hvilken informasjon kunden har fått ved plassering av offentlig tilbud eller en emisjon, for eksempel i bookbuildingprosesser. Tilsvarende vil det ved informasjonsutveksling mellom kunde og foretaket ved investeringsrådgivning og aktiv forvaltning kunne være av betydning om kunden interesserer seg for et bestemt finansielt instrument i tilknytning til en markedsmisbruks- eller innsidesituasjon. For sistnevnte tjenester har reglene om lydopptak og lagring i tillegg bidratt til økt investorbeskyttelse, ved at det er avdekket alvorlige brudd på reglene om god forretningsskikk. I flere saker er det reagert tilsynsmessig på grunnlag av lydopptak som viser at foretak har gitt investeringsråd basert på hensynet til foretakets omsetning og egen fortjeneste, og ikke kundens interesse. Det kan legges til grunn at sjansen for å avdekke og reagere mot denne typen saker reduseres merkbart uten dokumentasjon i form av lydopptak og lagring av elektronisk kommunikasjon. Reglene om lydopptak og lagring av samtaler i tilknytning til investeringsrådgivning har også betydelig preventiv effekt. Muligheten for stikkprøver fra foretakets egen compliancefunksjon og Finanstilsynet reduserer risikoen for aggressivt salg av uegnede spareprodukter til forbrukere.

Departementet mener på denne bakgrunn at reglene om lydopptak og lagring av elektronisk kommunikasjon knyttet til de nevnte investeringstjenester og investeringsvirksomheter er av vesentlig betydning for tilsynsmyndighetens evne til å avdekke og hindre misbruk og for investorbeskyttelsen.

Disse hensynene må, som også påpekt i ovennevnte utredning til forskriftsendringene fra 2009, veies opp mot de personvernhensyn som gjør seg gjeldende.

For verdipapirforetakets kunder er behovet knyttet til begrensning og kontroll med bruken av egne personopplysninger. På den annen side har kunden også interesse av et effektivt tilsyn med bestemmelsene som skal fremme investorbeskyttelse og hindre markedsmisbruk. Hensiktsmessige regler for behandlingen av opplysningene innebærer at betenkelighetene avdempes.

Forslaget til verdipapirhandelloven § 9-17 viderefører regler om at kunden skal opplyses om dokumentasjonskravene i forkant av at investeringstjenester og investeringsvirksomhet utøves overfor kunden. Videre plikter verdipapirforetaket å etablere interne rutiner for innsyn i informasjonen som lagres på lydbånd eller på annen måte. I kommisjonsforordning (EU) 2017/565 artikkel 76 gis det ytterligere regler om blant annet interne rutiner, opplæring av ansatte, overvåkning og kontroll av opptak, informasjon til kunder om opptak, dokumentasjon av personlige møter og medium for oppbevaring av opptak.

Når det gjelder ansatte i verdipapirforetaket vil disse ha en legitim interesse i å ha en personlig sfære i arbeidet. Investeringstjenester og investeringsvirksomhet er imidlertid konsesjonsbelagt virksomhet, og det er sentralt for tilliten til markedet at verdipapirforetaket og dets ansatte overholder reglene som gjelder for virksomheten. Departementet bemerker at kravet om opptak og registrering kun omfatter kommunikasjon i tilknytning til at foretaket yter investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet. Dette innebærer at kommunikasjon knyttet til private forhold faller utenfor opptaks- og lagringsplikten. I praksis vil den ansatte kunne foreta denne typen kommunikasjon fra privat utstyr som ikke benyttes til å yte investeringstjenester, for eksempel en egen mobiltelefon, privat nettbrett, e-postadresse mv.

Foretakets plikt til å hindre bruk av privat kommunikasjonsutstyr etter forslaget til verdipapirhandelloven § 9-17 annet ledd nr. 2, omfatter kun kommunikasjon i tilknytning til investeringstjenester og investeringsvirksomhet, og gjelder ikke kommunikasjon om private forhold. Videre finnes det funksjonalitet i opptaksfunksjonen som kan forhåndsregistrere telefonnummer mv. hvor opptak ikke skal finne sted, for eksempel til familiemedlemmer, skoler, fastlege mv. I den grad private samtaler likevel skulle bli tatt opp, følger det av personopplysningsloven at opplysningene skal slettes. Se blant annet personopplysningsloven § 28. Når den nye personopplysningsforordningen trer i kraft, vil denne gi regler som setter begrensninger på adgangen til å lagre informasjon som ikke er nødvendig for å oppfylle foretakets rettslige forpliktelse, se blant annet forordningens artikkel 6.

Departementet viser videre til at Finanstilsynet innhenter lydopptak eller annen dokumentasjon fra verdipapirforetakene kun der det foreligger et saklig begrunnet behov. Slike lydopptak

behandles strengt konfidensielt. Finanstilsynet har gode rutiner og lang erfaring med behandling av slik informasjon. Finanstilsynets ansatte har taushetsplikt etter Finanstilsynsloven § 7 og etter forvaltningsloven § 13 flg., og departementet er ikke kjent med tilfeller der det har vært lekkasje fra tilsynsmyndighetens side om slike lydopptak. Både verdipapirforetakene og Finanstilsynet vil være underlagt den nye personvernforordningens regler om behandling av personopplysninger, og vil være forpliktet til å ha systemer og rutiner for å oppfylle forordningens krav til behandling av opplysningene.

Departementet bemerker for øvrig at kravene i MiFID II innebærer at en stor del av kommunikasjonen knyttet til ovennevnte tjenester vil være opptaks- og lagringspliktig også etter MiFID II artikkel 16 nr. 7. Dette beror på at MiFID II artikkel 16 nr. 7 fastsetter at samtaler som er ment å føre til at det ytes egenhandel samt mottak, formidling eller utførelse av ordre, uansett vil måtte omfattes av reglene. Departementet legger til grunn at en betydelig andel av samtalene har flere formål. For eksempel kan samtaler hvor det gis investeringsråd eller som omhandler plasseringstjenester munne ut i mottak, formidling eller utførelse av ordre slik at opptaks- og lagringsplikten inntreffer. Utvalgets forslag om å videreføre gjeldende rett, innebærer her at vanskelige avgrensningsspørsmål og uklarheter unngås. Departementet kan ikke se at videreføring av gjeldende rett innebærer en vesentlig annen vurdering av personvernhensyn enn kravene etter MiFID II.

Når det gjelder utformingen av bestemmelsene om lydopptak og lagring av elektronisk kommunikasjon jf. forslag til verdipapirhandelloven § 9-17 jf. § 9-16 første ledd nr. 8, mener departementet at formålet med reglene angis på en tilstrekkelig presis måte. Departementet bemerker herunder at reglene om lydopptak og lagring av elektronisk kommunikasjon utgjør en del av de krav som stilles til foretakenes organisering av virksomheten. Det generelle formålet med reglene er at foretaket skal ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og kontrollmetoder som skal sikre at foretaket, herunder dets ledere og ansatte, etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrift. Formålet med reglene om foretakets organisering er dermed å sørge for at regelverket overholdes og legge til rette for at det kan føres effektiv kontroll med at dette skjer. Kontroll utøves i første linje av foretaket selv. I tillegg er Finanstilsynet gitt ansvar for å føre kontroll med foretakenes virksomhet. I forslaget til verdipapirhandelloven § 9-16 første ledd nr. 8 er det presisert at foretaket skal sørge for dokumentasjon av alle investeringstjenester og all investeringsvirksomhet som skal være minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler Finanstilsynet har ansvar for, er overholdt. Et ytterligere formål er å sikre dokumentasjon for både kunde og foretak knyttet til utførelsen av investeringstjenester og investeringsvirksomhet, jf. at dokumentasjonen skal gjøres tilgjengelig for kunden på forespørsel, se forslaget til verdipapirhandelloven § 9-17 femte ledd.

Departementet mener videre det er et tilstrekkelig klart avgrensningskriterium for opptaks- og lagringsplikt at kommunikasjonen skjer «*i tilknytning til at det ytes investeringstjenester og utføres investeringsvirksomhet som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1 til 7*»«, og at ytterligere presisering verken er nødvendig eller hensiktsmessig.

5.2.7 Særlig om ansattes egenhandel

5.2.7.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven kapittel 8 inneholder eksplisitte regler om ansattes egenhandel som kommer i tillegg til det organisatoriske kravet om at verdipapirforetak må ha egne, interne regler for egenhandel. Egenhandelsreglene i kapittel 8 bygger på verdipapirhandelloven før gjennomføringen av MiFID I i norsk rett. Det er også gitt utfyllende regler om ansattes egenhandel i verdipapirforskriften kapittel 8.

I tillegg til verdipapirforetak omfatter reglene også forvaltningsselskap for verdipapirfond, finansinstitusjoner, pensjonskasser og foretak som inngår i finanskonsern med unntak av eiendomsmeglingsselskaper og inkassoselskaper. I tillegg omfattes Innovasjon Norge, Statens nærings- og distriktsutviklingsfond, Husbanken, Folketrygdfondet og Norges Bank.

Etter verdipapirhandelloven kapittel 8 er det som hovedregel handelsforbud i derivater og rettigheter til omsettelige verdipapirer for ansatte og tillitsmenn, samt forbud mot å lånefinansiere egenhandel med sikkerhet i egne finansielle instrumenter eller selge finansielle instrumenter den ansatte ikke eier (shortsalg). For annen handel i finansielle instrumenter, med unntak av andeler i verdipapirfond, er det gitt bindingstid på 12 måneder. Finanstilsynet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra handelsforbudet og fra bindingstiden.

I verdipapirhandelloven kapittel 8 er det også gitt regler om hvilke verdipapirforetak ansatte kan handle gjennom, samt regler om handelsforbud i nærmere angitte perioder for ansatte som

arbeider med eller har kjennskap til innholdet i en analyse eller rapport som ikke er offentliggjort. Videre er det regler om habilitet for ansatte i foretaket, rapporteringsplikt ved egenhandel, samt plikter for foretakene til å føre liste over personer som omfattes av egenhandelsreglene, og kontroll av at reglene overholdes.

Utvalget har redegjort ytterligere for egenhandelsreglene i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.6.1

Regler om egenhandel i utfyllende kommisjonsforordninger til MiFID II, er gjennomført i forskrift om utfyllende regler til MiFID II- og MiFIR-forskriftene (nivå 2).

5.2.7.2 EØS-rett

Det fremgår av MiFID II artikkel 16 nr. 2 at verdipapirforetak skal utarbeide hensiktsmessige retningslinjer for ledere, ansatte og tilknyttede agenters personlige transaksjoner. Det er fastsatt utfyllende regler om ansattes egenhandel i kommisjonsforordning (EU) nr. 2017/565. Disse reglene er i hovedsak en videreføring av reglene MiFID I og gjennomføringsdirektivet til MiFID I.

Ifølge nevnte kommisjonsforordninger skal verdipapirforetak ha adekvate ordninger for å hindre ulovlig egenhandel for personer som er involvert i aktiviteter som kan foranledige en interessekonflikt, eller som har tilgang til innsideinformasjon eller annen konfidensiell informasjon vedrørende kunder eller transaksjoner som følge av en aktivitet den aktuelle personen utfører på foretakets vegne. Tiltakene og ordningene skal utformes på en slik måte at det sikres at:

- alle ansatte er kjent med begrensningene for egenhandel, samt de tiltak verdipapirforetaket har gjennomført for egenhandel og videreformidling av opplysninger,
- verdipapirforetaket omgående underrettes om enhver transaksjon en ansatt inngår, eller at foretaket gjennom andre prosedyrer er i stand til å identifisere ansattes egenhandel, og
- det føres oversikt over ansattes egenhandel som foretaket er blitt underrettet om eller har identifisert, herunder tillatelser eller forbud vedrørende slike transaksjoner.

Videre følger det av kommisjonsforordningene at verdipapirforetak som utarbeider investeringsanalyser, skal ha ordninger som sikrer at finansanalytikere og andre aktuelle personer som har kunnskap om forventet tidsplan eller forventet innhold av en investeringsanalyse som ikke er offentlig tilgjengelig, først utfører personlige transaksjoner når mottakere av investeringsanalysen har hatt mulighet til å reagere på analysen. Dette gjelder for finansielle instrumenter som investeringsanalysen omhandler og relaterte finansielle instrumenter.

Utvalget har redegjort ytterligere for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.6.2.

5.2.7.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser innledningsvis til at hensynet bak egenhandelsbestemmelsene, både i Norge og i resten av EØS-området, er å sikre tilliten til verdipapirmarkedet ved å hindre ansatte i å utnytte sin posisjon til å oppnå særlige fordeler når de handler i finansielle instrumenter.

Utvalget beskriver at det er adgang etter MiFID II til å beholde strengere regler enn det som følger av direktivet dersom EØS-staten hadde strengere regelverk under MiFID I, og dette er meldt til Kommisjonen og oppfyller kravene i gjennomføringsdirektivet til MiFID I artikkel 4. For Norges vedkommende skal slike meldinger sendes EFTAs overvåkningsorgan, og slik melding ble sendt av norske myndigheter i 2008. Ettersom egenhandelsreglene er meldt til EFTAs overvåkningsorgan etter MiFID I, kan regelverket ifølge utvalget beholdes dersom det tilfredsstiller kravene i nevnte artikkel 4. Utvalget anser at bestemmelsen innebærer at det må kunne påvises konkrete behov i det norske markedet, ut over de som foreligger generelt i de øvrige europeiske markedene, for å ha et strengere regelverk for egenhandel enn det som følger av MiFID II.

Utvalget mener det er vanskelig å se at det er forhold i det norske markedet som tilsier at det er behov for andre regler enn det som gjelder generelt for det europeiske markedet, og mener derfor at det neppe er adgang til å opprettholde gjeldende regler.

Utvalget foreslår etter en samlet vurdering å oppheve verdipapirhandellovens bestemmelser om ansattes egenhandel, og skriver herunder:

> «Generelt legger MiFID II opp til at det er foretakene selv som må fastsette interne regler for ansattes egenhandel, mens det norske regelverket har en større grad av lovfesting. Bestemmelsene i kommisjonsforordning C(2016) 2398 dekker flere av de kravene som ligger inne i det gjeldende norske regelverket for ansattes egenhandel, som rapporteringsplikter og reglene for analytikere i forbindelse med publisering av analyser. Videre er personkretsen som dekkes av regelverkene lik, og nærstående er dekket av begge regelverk. Den

mest sentrale forskjellen er handleforbudet og bindingstiden etter norsk rett, som ikke har noe motstykke i EØS-reguleringen.

[…]

MiFID II krever på flere områder økt harmonisering av regelverket, og avvikende regelverk for egenhandel vil kunne være en konkurranseulempe ved rekrutteringen til norske foretak. Oppfølging av de nasjonale reglene krever også mer ressurser for foretakene i form av dispensasjoner og andre henvendelser. På den annen side kan det anføres at lovfestede egenhandelsregler som støtter opp om kravene til ansattes integritet og uavhengighet kan gi et kvalitetsstempel til norske foretak, og slik sett være en konkurransefordel. Utvalget viser imidlertid til at en stadig større del av handelen på norske handelsplasser gjøres grensekryssende, slik at de utenlandske foretakenes hjemlandsregler i økende grad påvirker det norske markedets integritet og tillit.»

Utvalget legger til grunn at de ansatte i de fleste norske verdipapirforetak ved forslaget forutsettes å bli underlagt noe lempeligere egenhandelsregler enn etter gjeldende rett. På den annen side medfører forslaget ifølge utvalget at det vil bli stilt strengere krav til foretakenes rutineverk, oppfølgingsrutiner og årvåkenhet:

«Utvalget legger til grunn at verdipapirforetakene må utforme sine interne rutiner og retningslinjer for dette på en slik måte at tilliten til markedets integritet ivaretas og slik at det ikke kan stilles spørsmål ved om foretaket ivaretar kundens interesser. Utvalget forutsetter at verdipapirforetakene har stor bevissthet rundt ansattes egenhandel og at foretakene fortløpende vurderer om det interne regelverket er tilstrekkelig til å ivareta verdipapirhandellovens krav, herunder kravene om å minimere og håndtere interessekonflikter. Med disse forutsetningene anser utvalget at kravene som følger av MiFID II er tilstrekkelige til å ivareta hensynene bak egenhandelsbestemmelsene».

Utvalget viser til at forslaget innebærer at egenhandelsbestemmelsene i gjeldende verdipapirhandellov kapittel 8 oppheves også for de foretakene som omfattes av kapittel 8, men ikke av øvrige bestemmelser i verdipapirhandelloven. Utvalget legger imidlertid til grunn at egenhandel i slike foretak ved behov blir regulert ved interne retningslinjer eller i annet relevant regelverk. Utvalget bemerker spesielt at det vil kunne være behov for slik regulering for forvaltningsselskaper for verdipapirfond.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.6.3

5.2.7.4 Høringsmerknader

Advokatforeningen støtter utvalgets forslag til regulering av egenhandel, og skriver at de ikke er kjent med at det foreligger særskilte forhold i det norske markedet som tilsier at det er behov for strengere egenhandelsregler enn det som følger av MiFID II. Advokatforeningen gir også uttrykk for at de anser det lite hensiktsmessig å ha en egenhandelsregulering som avviker vesentlig fra det øvrige EØS-land har.

Finans Norge er enig i utvalgets forslag om å oppheve de særnorske egenhandelsreglene. Finans Norge viser til at det norske regelverket erstattes med EU-reglene som følger av MiFID II og tilhørende rettsakter, og at disse reglene har som formål å minimere og håndtere mulige interessekonflikter som oppstår i forbindelse med ansattes personlige transaksjoner, og at det er de samme formålene som for gjeldende norsk lovgivning. Finans Norge mener at det har stor praktisk betydning å kunne operere med like regler på tvers av Europa, og ikke minst innenfor de nordiske landene. Finans Norge er videre enig med utvalget i at det er fornuftig og konsekvent å avvikle det særnorske regelverket også for andre foretak enn verdipapirforetak, for eksempel for forvaltningsselskaper for verdipapirfond.

Finanstilsynet er enig i utvalgets vurdering om at bestemmelsene om ansattes egenhandel i verdipapirhandelloven kan oppheves, under henvisning til at skjerpede krav til investorbeskyttelse generelt, og krav til utforming av foretakenes interne rutiner, er tilstrekkelig. Finanstilsynet bemerker at eventuelle mangelfulle rutiner eller brudd på interne retningslinjer vil følges opp gjennom Finanstilsynets tilsynsvirksomhet. Finanstilsynet bemerker videre at foretakene skal ha rutiner for intern rapportering av alle transaksjoner ansatte inngår intern i foretaket, også transaksjoner som innebærer et brudd på interne retningslinjer, og at denne innrapporteringen vil være gjenstand for Finanstilsynets kontroll i forbindelse med tilsyn. Etter Finanstilsynets vurdering vil dette være tilstrekkelig til å kontrollere foretakenes etterlevelse av egne interne egenhandelsrutiner.

Finanstilsynet deler også utvalgets syn om at egenhandelsreglene bør oppheves for alle foretak som i dag er omfattet av reglenes anvendelsesområde, men at det ved opphevelse av regelverket vil

være behov for forskriftsregler som gjennomfører EØS-regler for forvaltningsselskaper.

Oslo Børs er enig i utvalgets forslag om å oppheve de særnorske reglene om egenhandel, da det etter Oslo Børs' oppfatning ikke foreligger vesentlige forhold i det norske markedet som tilsier at det er behov for andre regler enn det som ellers følger av MiFID II, der foretakene selv må ha interne regler for ansattes handel i finansielle instrumenter.

Verdipapirfondenes forening (VFF) støtter utvalgets vurdering og er enig i at det er vanskelig å se at det er forhold i det norske markedet som tilsier at det er behov for andre regler enn det som gjelder generelt for det europeiske markedet, og at det derfor neppe er adgang til å opprettholde gjeldende regelverk. VFF mener at det særnorske regelverket på dette området uansett er uhensiktsmessig, og herunder at et mer fleksibelt regelverk knyttet til kravene om god forretningsskikk og plikt til å håndtere interessekonflikter, gir grunnlag for at foretak fastsetter interne rutiner som inneholder mer treffende restriksjoner på ansattes handelsvirksomhet for egen regning.

Verdipapirforetakenes Forbund (VPFF) støtter utvalgets vurdering av at ansattes egenhandel reguleres av bestemmelser i samsvar med direktivet. VPFF viser til at i Norden for øvrig (Sverige, Danmark og Finland) er reglene på linje med MiFID I, som i hovedsak er de samme som i MiFID II, og at etter VPFFs kunnskap har Norge de strengeste reglene for ansattes egenhandel i EØS. VPFF viser videre til at ansatte i norske filialer av utenlandske foretak er underlagt hjemlandets regler for ansattes egenhandel, og VPFF mener det er uhensiktsmessig at ansatte som arbeider i samme land skal være underlagt ulike egenhandelsregler. Det vises også til at økt del av handelen på Oslo Børs gjøres grensekryssende, slik at de utenlandske foretakenes hjemlands regler uansett i økende grad er det som påvirker det norske markedets integritet og tillit. VPFF viser til at utgangspunktet etter MiFID II er en totalharmonisering av egenhandelsreglene, men at direktivet åpner opp for å opprettholde nasjonale bestemmelser i særlige tilfeller og under visse vilkår; herunder at reglene skal ivareta «en risiko som er av særlig betydning for markedsstrukturen» i det aktuelle landet. VPFF kan ikke se at risikoen i Norge er annerledes enn den i resten av Norden eller EU.

ØKOKRIM gir uttrykk for at de ikke ser bort fra at enkelte av dagens regler kan gjøres lempeligere eller oppheves uten at det vil true tilliten til det norske markedet, og at det er også mulig at det kan overlates til det enkelte foretak å etablere regler og rutiner, slik utvalgets forslag legger opp til. En opphevelse av dagens egenhandelsregelverk bør imidlertid etter ØKOKRIMs oppfatning ikke skje uten at man har foretatt en grundigere analyse av det norske markedet og i hvilken grad en slik opphevelse vil kunne påvirke tilliten til markedet, og viser til at verdipapirmarkedet i Norge er et lite marked med relativt få mellommannsforetak, der faren for interessekonflikter er særlig stor. ØKOKRIM skriver videre at de er av den oppfatning at muligheten for å straffe den klart illojale ansatte bør bestå, uavhengig av hvem som utformer de nærmere reglene, og at det er tre hovedgrunner til dette:

> «For det første mener ØKOKRIM at saker som har vært gjenstand for etterforsking av brudd på egenhandelsreglene viser at handlingene kan være klart straffverdige. Det vises blant annet til Borgarting lagmannsretts dom 28. juni 2010 (LB-2009-90627) og Høyesteretts ankeutvalgs tilslutning til lagmannsrettens premisser, jf. Rt 2010 s. 1277 avsnittene 13–17. Saken gjaldt en ansatt som hadde handlet via strømenn som selv handlet parallelt i de samme aksjene. Samlet hadde de opparbeidet seg nettogevinster på flere titall millioner. Forholdet hadde pågått over 4 år og ble først oppdaget under etterforsking av mistanke om innsidehandel. Etter ØKOKRIMs oppfatning viser denne saken og andre saker at problemet med illojale ansatte ikke er mindre i dag enn tidligere og dessuten at slike handlinger kan være klart straffverdige. ØKOKRIM vil videre bemerke at dersom muligheten til å kunne straffe klart illojale ansatte skulle bortfalle, bortfaller også muligheten for inndragning og vinningsavståelse. Den ansatte vil i så fall kunne beholde sin gevinst.
>
> For det andre mener ØKOKRIM at det trolig vil bli avdekket færre brudd på regelverket dersom det overlates til foretakene selv å påse at regelverket følges. ØKOKRIMs erfaring er at det i praksis vil være svært vanskelig å avdekke bruk av strømenn uten bruk av politimetoder.
>
> For det tredje er det grunn til å tro at foretakene ikke vil ha en egeninteresse av oppmerksomhet knyttet til eventuell brudd på regelverket ettersom det vil kunne svekke tilliten til foretaket. Det er således grunn til å stille spørsmål ved hvor effektiv håndhevelsen i realiteten vil bli.»

ØKOKRIM mener på denne bakgrunn at hensynet til handlingens straffverdighet, oppdagelsesrisiko og effektiv håndhevelse tilsier at brudd på regelverket fortsatt bør være straffesanksjonert. Dagens strafferamme på 1 års fengsel anses passende og foreslås videreført.

5.2.7.5 Departementets vurdering

Departementet viser til at utvalget har foreslått å oppheve de særnorske reglene om egenhandel i gjeldende verdipapirhandellov kapittel 8. Med egenhandel menes i denne sammenheng erverv og avhendelse av finansielle instrumenter som ansatte og enkelte andre personer med tilknytning til verdipapirforetak, foretar for egen regning.

I høringsmerknadene støtter *Advokatforeningen, Finans Norge, Finanstilsynet, Oslo Børs, Verdipapirfondenes forening* og *Verdipapirforetakenes Forbund* forslaget om å oppheve de særnorske reglene om egenhandel. *ØKOKRIM* gir uttrykk for at muligheten til å straffe den klart illojale ansatte bør bestå, uavhengig av hvem som utformer de nærmere reglene om egenhandel.

Departementet viser til at bestemmelsene i MiFID II dekker flere av de kravene som ligger inne i det gjeldende norske regelverket for ansattes egenhandel i verdipapirhandelloven kapittel 8, men slik at regelverket i MiFID II generelt legger opp til at det er foretakene selv som må fastsette interne regler for ansattes egenhandel.

Departementet mener det er vanskelig å se forhold i det norske markedet som tilsier at det på dette området er behov for andre regler enn det som gjelder generelt for det europeiske og spesielt det nordiske markedet. Departementet bemerker at hensiktsmessige interne retningslinjer om egenhandel, og foretakenes kontroll av at retningslinjene og øvrig regelverk som berører egenhandel følges, vil være sentrale og viktige bestemmelser av hensynet til foretakets kunder og markedets tillit, og et viktig vilkår og forutsetning for foretakenes tillatelse til å yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet.

Departementet legger i likhet med utvalget til grunn at egenhandel i de øvrige foretakene som per i dag er omfattet av kapittel 8, ved behov blir regulert i interne retningslinjer eller i annet relevant regelverk. Det vil imidlertid kunne være behov for særskilt regulering av forvaltningsselskaper for verdipapirfond.

Når det gjelder ØKOKRIMS høringsmerknad om at muligheten for å straffe den klart illojale ansatte bør bestå, viser departementet til at forslagene i NOU 2017: 1 om materielle endringer i lovens tilsyns- og sanksjonsbestemmelser vil behandles i en etterfølgende proposisjon, jf. nærmere omtale i kapittel 10.

Departementet er på denne bakgrunn enig i utvalgets vurdering og forslag om at de særnorske reglene for egenhandel i verdipapirhandelloven kapittel 8 oppheves, og at krav til hensiktsmessige interne retningslinjer for egenhandel etter MiFID II gjennomføres i verdipapirhandelloven. Se forslag til verdipapirhandelloven § 9-16 nr. 6, som tilsvarer utvalgets utkast.

5.3 Virksomhetskrav for verdipapirforetak

5.3.1 God forretningsskikk, generelt krav

5.3.1.1 Gjeldende rett

Det følger av gjeldende verdipapirhandelloven § 10-11 første ledd at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Foretaket skal herunder påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, og ellers oppfylle kravene som følger av § 10-11 og forskrifter gitt i medhold av denne bestemmelsen.

Øvrige bestemmelser i verdipapirhandelloven § 10-11 angir konkrete forpliktelser foretaket har for å sikre investorbeskyttelse og en minimumsstandard for kundebehandling (informasjon til kunden, vurdering av egnethet og hensiktsmessighet mv.). Disse bestemmelsene er imidlertid ikke å anse som en uttømmende angivelse av innholdet i den rettslige standarden om god forretningsskikk.

Ordlyden i verdipapirhandelloven § 10-11 første ledd avviker noe fra MiFID I. I MiFID I artikkel 19 nr. 1 er det presisert at kravet om å opptre i samsvar med god forretningsskikk gjelder når verdipapirforetaket yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, mens etter norsk rett skal verdipapirforetak utøve sin «virksomhet» i samsvar med kravene til god forretningsskikk.

På bakgrunn av denne ordlyden er det lagt til grunn i praksis at den rettslige standarden om god forretningsskikk gjelder for hele verdipapirforetakets virksomhet, og ikke kun når verdipapirforetaket yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester. Dette innebærer at verdipapirforetaket også skal påse at kundenes interesser og markedets integritet blir ivaretatt på beste måte når foretaket driver «annen næringsvirksomhet», jf. verdipapirhandelloven § 10-2, eksempelvis formidling av forsikringsprodukter.

Det er redegjort ytterligere for gjeldende rett i NOU 2017: 1 kapittel 6.6.1.1.

5.3.1.2 EØS rett

Det overordnede prinsippet om god forretningsskikk følger av MiFID II artikkel 24 nr. 1. Denne bestemmelsen oppstiller et utgangspunkt om at verdipapirforetaket skal opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes beste interesser når det yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, og særlig etterleve de prinsippene som følger av artikkel 24 for øvrig og artikkel 25. Dette er en videreføring av MiFID I.

Det er redegjort ytterligere for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 6.6.1.2.

5.3.1.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget gir uttrykk for at verdipapirhandelloven § 10-11 første ledd bør videreføres slik at det generelle kravet til god forretningsskikk gjelder for hele verdipapirforetakets virksomhet, herunder når forsikringsprodukter med investeringsvalg distribueres gjennom verdipapirforetak. For øvrig foreslår utvalget at det i samsvar med ordlyden i direktivet presiseres at verdipapirforetaket skal opptre «ærlig, redelig og profesjonelt» i tråd med kundenes interesser, jf. utvalgets utkast til ny § 10-9 første ledd.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 6.6.1.3.

5.3.1.4 Høringsmerknader

Justis- og beredskapsdepartementet bemerker at det i lovforslaget § 10-9 første ledd om krav til god forretningsskikk er foreslått å innta en presisering i annet punktum om at foretaket skal opptre «*ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundens interesser*» og skriver at:

> «Bestemmelsen skal gjennomføre MiFID II artikkel 24 nr. 1. Vi støtter at man med dette forslaget, i motsetning til gjeldende lovtekst, får tydelig frem kjernen i kravet til god forretningsskikk. Den foreslåtte ordlyden synes imidlertid å underdrive foretakets forpliktelser etter MiFID II artikkel 24 nr. 1. Det er etter direktivet ikke tilstrekkelig at foretaket opptrer i overensstemmelse med kundenes interesser. Foretaket skal i den danske språkversjonen opptre i kundenes «*beste*» interesse. Tilsvarende oppstiller den engelske språkversjonen krav om opptreden i «*the best interest of its clients*» og i den svenske stilles det krav om opptreden i overensstemmelse med kundenes «*bästa intresse*». Det foreslås at ordlyden i § 10-9 endres slik at den reflekterer direktivets krav om opptreden i overensstemmelse med kundens «*beste*» interesse. Dette vil også samsvare bedre med bl.a. ordlyden i lovforslaget § 10-13».

Folketrygdfondet er enig i at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 10-11 første ledd om at kravet til god forretningsskikk gjelder generelt for et verdipapirforetaks virksomhet, bør videreføres, og mener at verken investorer eller finansmarkedet generelt er tjent med at kravet om god forretningsskikk kun gjelder for enkelte deler av et verdipapirforetaks tjenester.

5.3.1.5 Departementets vurdering

Departementet er i all hovedsak enig i utvalgets vurderinger av det generelle kravet til god forretningsskikk, jf. forslaget til verdipapirhandelloven § 10-9 første ledd.

Departementet viser til høringsmerknad fra Justis- og beredskapsdepartementet om at bestemmelsen i MiFID II artikkel 24 nr. 1 bedre reflekteres dersom det generelle kravet i utkast til ny § 10-9 første ledd gir uttrykk for at det er kundens «beste» interesse som skal ivaretas. Departementet er enig i dette, og foreslår at slik presisering inntas i forslaget til verdipapirhandelloven § 10-9 første ledd.

Departementet er videre enig med utvalget i at det generelle kravet til god forretningsskikk fortsatt bør gjelde for hele verdipapirforetakets virksomhet, og ikke kun når det yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester. Departementet mener dette prinsippet fremgår tilstrekkelig klart av forslaget til § 10-9 første ledd, og viser herunder til at bestemmelsen på samme måte som etter gjeldende § 10-11 første ledd angir at verdipapirforetak skal utøve sin «virksomhet» i samsvar med kravene til god forretningsskikk. Departementet viser videre til at det er langvarig praksis for at bestemmelsen skal forstås på denne måten. Som konsekvens vil «kunder» i forslaget til § 10-9 første ledd omfatte alle foretakets kunder, og ikke begrenset til kunder som foretaket yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester til.

Forslaget til § 10-9 har dermed et videre kundebegrep enn det som følger av definisjonen i MiFID II artikkel 4. nr. 1 punkt 9.

Departementet bemerker for øvrig at kundebegrepet vil måtte fortolkes konkret ved anven-

delsen av den enkelte bestemmelse i loven. Eksempelvis vil bestemmelsene i verdipapirhandelloven kapittel 10 som konkretiserer krav til god forretningsskikk etter MiFID II, herunder krav til informasjon, egnethetsvurdering og nærmere angitte adferdsregler, som et utgangspunkt følge den noe snevrere kunde-definisjonen etter MiFID II. Det vil si kunder som foretaket yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester til. Mer generelle krav til informasjon og adferd vil imidlertid kunne utledes av kravet til god forretningsskikk for foretakets øvrige virksomhet og kunder.

Departementet presiserer også at bestemmelsene som angir de konkrete virksomhetskravene for foretaket, ikke vil være å anse som en uttømmende angivelse av innholdet i den rettslige standarden om god forretningsskikk når foretaket yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester. I hvilken utstrekning det generelle kravet til god forretningsskikk regulerer forholdet utover de enkelte virksomhetskravene, vil som etter gjeldende rett bero på en konkret vurdering.

Departementet bemerker at det i enkelte bestemmelser i forslaget til verdipapirhandelloven kapittel 10, og i samsvar med MiFID II, er inntatt i lovteksten at bestemmelsen skal gjelde også overfor «potensielle kunder». Departementet presiserer at dette ikke innebærer at øvrige av foretakets forpliktelser overfor «kunder» kun gjelder dersom en tjeneste faktisk *ytes* eller gjennomføres. På hvilket tidspunkt i kundeforholdet rettigheter og plikter oppstår, må som etter gjeldende rett bero på en konkret fortolkning av den enkelte bestemmelse.

5.3.2 Informasjon til kunden

5.3.2.1 Gjeldende rett

Generelle informasjonskrav fremgår av gjeldende verdipapirhandelloven § 10-11 tredje ledd, og mer spesifikke informasjonskrav av verdipapirhandelloven § 10-11 annet ledd og utfyllende regler om verdipapirforetakets informasjonsplikter overfor kunder i verdipapirforskriften kapittel 10 del III.

Det er redegjort for disse reglene i NOU 2017: 1 kapittel 6.6.2.1.

I MiFID II-forskriften er det bestemmelser om informasjon til kunden i samsvar med endringer i MiFID II.

5.3.2.2 EØS-rett

Det følger av MiFID II artikkel 24 nr. 3 at all informasjon, herunder markedsføringsmateriale som verdipapirforetaket retter mot kunder eller potensielle kunder, skal være korrekt, klar og ikke-villedende. Markedsføringsmateriale skal tydelig fremstå som markedsføring. Dette er en videreføring av gjeldende EØS-rett etter MiFID I.

MiFID II artikkel 24 nr. 4 angir hvilken informasjon som skal gis til kunder og potensielle kunder forut for ytelsen av investeringstjenester eller tilknyttede tjenester. Utgangspunktet er at det i god tid skal gis relevante opplysninger til kunder eller potensielle kunder om verdipapirforetaket og de tjenestene foretaket yter, finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, utførelsesplasser og alle kostnader og tilknyttede gebyrer. I MiFID II artikkel 24 nr. 4 er det betydelig mer utfyllende beskrevet hvilke opplysninger informasjonen til kunden skal omfatte enn etter MiFID I.

Når det ytes investeringstjenester, skal foretaket gi opplysninger om finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier som omfatter relevant veiledning og advarsler om de risikoer som er forbundet med investering i de aktuelle finansielle instrumentene eller bestemte investeringsstrategiene. Videre skal det opplyses om det finansielle instrumentet er tiltenkt profesjonelle eller ikke-profesjonelle kunder, tatt i betrakting den identifiserte målgruppen, jf. MiFID II artikkel 24 nr. 2 omtalt over.

Opplysninger om alle kostnader og tilknyttede gebyrer skal inkludere både investeringstjenester og tilknyttede tjenester, inkludert kostnaden for investeringsrådgivning. Hvis det er relevant skal det videre gis opplysninger om kostnader i forbindelse med de anbefalte eller markedsførte finansielle instrumenter og hvordan kunden skal betale for de finansielle instrumentene, herunder eventuelle tredjepartsbetalinger.

Videre skal opplysninger om alle kostnader og tilknyttede gebyrer i forbindelse med investeringstjenester og det finansielle instrumentet, som ikke skyldes underliggende markedsrisikoer, sammenfattes på en slik måte at kunden får en oversikt over de samlede omkostningene og den kumulative effekten på investeringens avkastning. Dersom kunden ber om det, skal det gis en spesifisert oversikt. Når det er relevant skal disse opplysningene gis til kunden regelmessig og minimum årlig gjennom investeringens løpetid.

Det følger av MiFID II artikkel 24 nr. 5 at informasjonen som skal gis til kunden etter artikkel 24 nr. 4, skal gis i forståelig form og på en slik måte at kunder og potensielle kunder har en rimelig mulighet til å forstå arten av og den risiko som er forbundet med den investeringstjenesten og de

spesifikke typer av finansielle instrumenter som tilbys, slik at kunden kan fatte en investeringsbeslutning på informert grunnlag. EØS-statene kan tillate at opplysningene gis i et standardisert format.

Når en investeringstjeneste tilbys sammen med en annen tjeneste eller et annet produkt som en del av en pakke (produktpakke) eller er betinget av den samme avtalen eller pakken, skal verdipapirforetaket informere kunden om det er mulig å kjøpe de ulike komponentene hver for seg, jf. MiFID II artikkel 24 nr. 11. Videre skal verdipapirforetaket fremlegge en oversikt over kostnadene ved hver enkelt komponent. Dersom det er sannsynlig at risikoen forbundet med en slik produktpakke som tilbys til en ikke-profesjonell kunde er forskjellig fra risikoen forbundet med komponentene enkeltvis, skal verdipapirforetaket fremlegge en tilstrekkelig beskrivelse av de forskjellige komponenter i avtalen eller pakken og hvordan samspillet endrer risikoene.

Det er gitt utfyllende regler til MiFID II artikkel 24 om informasjon i en rekke bestemmelser i kommisjonsforordning (EU) 2017/565.

Det er redegjort ytterligere for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 6.6.2.2.

5.3.2.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår at informasjonskravene i MiFID II artikkel 24 nr. 3, 4, 5, 6, og 11 samles i en egen bestemmelse i verdipapirhandelloven, jf. forslag til ny § 10-10. Utvalget kommenterer at gjeldende regler om informasjon til kunden som er inntatt i verdipapirhandelloven § 10-11 annet og tredje ledd, videreføres og suppleres. Det foreslås å presisere at opplysningene som skal gis forut for ytelsen av investeringstjenester, kan gis i et standardisert format, jf. MiFID II artikkel 24 nr. 5.

5.3.2.4 Høringsmerknader

Justis- og beredskapsdepartementet bemerker følgende:

> «I lovforslaget § 10-10 første ledd stilles det krav om at foretaket skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er «*korrekt, klar og ikke villedende*». Bestemmelsen skal gjennomføre MiFID II artikkel 24 nr. 3. Denne bestemmelsen stiller i dansk språkversjon krav om «*reelle, klare og ikkevildledende*» opplysninger, i svensk versjon skal informasjonen være «*opartisk, tydlig och inte vilseledande*», i den engelske språkversjonen «*fair, clear and not misleading*» og i den tyske versjonen stilles krav til «*redlich, eindeutig und nicht irreführend*» informasjon. Det synes å ligge noe mer og annet i kravet til «*reelle*», «*opartisk*», «*fair*» og «*redelich*» informasjon enn at denne skal være «*korrekt*» – slik lovforslaget bygger på. Vi foreslår at kravet til korrekte opplysninger i § 10-10 første ledd byttes ut med et krav til «*redelig*» eller «*balansert*» informasjon. Det synes ikke å være nødvendig å presisere i lovteksten at informasjonen skal være «*korrekt*», da dette er en selvfølge og dessuten dekkes av kravet om at informasjonen ikke skal være villedende.»

5.3.2.5 Departementets vurdering

Departementet bemerker at kravet til informasjon etter MiFID II og utfyllende kommisjonsforordning er betraktelig utbygget fra MiFID I-regelverket. Formålet med de nye kravene er økt investorbeskyttelse, herunder en mer transparent og riktig prising av tjenestene.

Departementet er enig i utvalgets vurderinger om at gjennomføring av MiFID II artikkel 24 nr. 3, 4, 5, 6, og 11 samles i en egen bestemmelse om informasjon til kunden, og viser til forslaget til verdipapirhandellov § 10-10 som tilsvarer utvalgets utkast med nedenstående og enkelte øvrige mindre endringer.

Departementet viser til Justis- og beredskapsdepartementets bemerkning om at det synes å ligge noe mer og annet i det generelle kravet til informasjon etter MiFID II artikkel 24. nr. 3, enn at informasjonen skal være *korrekt* – slik det fremgår av utvalgsutkastet. Departementet foreslår i samsvar med Justis- og beredskapsdepartementets høringsmerknad at det i forslag til verdipapirhandellov § 10-10 første ledd fremgår at informasjonen skal være *balansert*, og at det ikke er nødvendig å presisere i lovteksten at informasjonen skal være *korrekt*.

Departementet foreslår videre at forslaget til verdipapirhandelloven § 10-10 deles opp i flere ledd enn utvalgets utkast, slik at strukturen blir mer i samsvar med MiFID II artikkel 24 nr. 4. Departementet mener sammenhengen mellom bestemmelsene som gjennomfører direktivet og de utfyllende reglene i kommisjonsrettsaktene med dette blir tydeligere.

I departementets forslag til § 10-10 er det videre i samsvar med MiFID II artikkel 24 nr. 4 presisert at informasjonen til kunden om kostnader og gebyrer som ikke skyldes underliggende

markedsrisiko, skal sammenstilles på en slik måte at kunden kan forstå både den samlede kostnaden og den *kumulative effekten* av kostnadene på investeringens avkastning. Departementet legger til grunn at slik illustrasjon i relevante tilfeller også vil synliggjøre effekten av kostnadene på investeringens avkastning ved hyppige transaksjoner.

Videre er det i departementets forslag i samsvar med ordlyden MiFID II artikkel 24 nr. 4 presisert at når foretaket skal opplyse om hvordan kunden kan betale kostnader og gebyrer, skal det også oppgis eventuelle *tredjepartsbetalinger.* Opplysningskravet om tredjepartsbetalinger omfatter slik departementet ser det ikke bare betalinger til tredjeparter slik det fremkommer av utvalgets utkast, men innebærer at betaling som verdipapirforetaket *mottar* fra tredjeparter i tilknytning til investeringstjenesten, skal anses som en del av kostnadene og identifiseres separat.

Departementet har også foreslått å tilføye «potensielle kunder» i en rekke bestemmelser om informasjonskrav, egnethet mv. i samsvar med MiFID II. I utvalgets utkast og gjeldende verdipapirhandellov er «potensielle kunder» enkelte steder, men ikke gjennomgående, tilføyet i samsvar med direktivteksten. Departementet presiserer imidlertid at det også i øvrige bestemmelser må vurderes konkret på hvilket tidspunkt i kundeforholdet rettigheter og plikter oppstår, jf. generell omtale av kundebegrepet ovenfor i kapittel 5.3.1.

Departementet viser videre til at begrepet «alle kostnader og gebyrer» er benyttet i forslaget til § 10-10 om informasjonsplikt, og at denne begrepsbruken tilsvarer «all cost and related charges» i MiFID II artikkel 24 og utfyllende kommisjonsforordninger. Departementet bemerker for ordens skyld at både relevante *gebyrer* og *avgifter* må anses som en del av kostnadsbegrepet slik det er brukt andre steder i verdipapirhandelloven, og at valget mellom bruken av henholdsvis *gebyr* eller *avgift* mer er betinget av hvilket begrep som normalt brukes i markedet om de relevante kostnadene, enn av materielt innhold.

5.3.3 Uavhengig investeringsrådgivning

5.3.3.1 Gjeldende rett

I MiFID II-forskriften er det bestemmelser om uavhengig investeringsrådgivning i samsvar med MiFID II som beskrevet nedenfor under EØS-rett og utvalgets vurderinger.

5.3.3.2 EØS rett

MiFID II innfører et skille mellom uavhengig investeringsrådgivning og ikke-uavhengig investeringsrådgivning som er nytt sammenliknet med MiFID I.

MiFID II artikkel 24 nr. 7 bokstav a) inneholder særskilte krav som gjelder dersom verdipapirforetaket informerer kunden om at rådgivningen gis på uavhengig basis.

I kommisjonsforordning (EU) 2017/565 er det gitt utfyllende regler om hvilke krav som gjelder særskilt for foretak som yter uavhengig investeringsrådgivning.

Det er redegjort ytterligere for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 6.6.3.1.

5.3.3.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår at de særskilte kravene til uavhengig investeringsrådgivning i MiFID II artikkel 24 nr. 7 bokstav a) inntas i ny § 10-11.

Utvalget fremhever for øvrig at det er viktig at foretak som yter både uavhengig investeringsrådgivning og ikke-uavhengig investeringsrådgivning, håndterer de interessekonfliktene som kan oppstå på hensiktsmessig måte.

5.3.3.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

5.3.3.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger og forslag til ny bestemmelse i verdipapirhandelloven om uavhengig investeringsrådgivning. Se forslag til verdipapirhandelloven § 10-11 som samsvarer med utvalgets utkast.

5.3.4 Interessekonflikter og særlig om avlønning av ansatte

5.3.4.1 Gjeldende rett

Verdipapirforetak plikter å treffe alle rimelige forholdsregler for å identifisere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom, jf. gjeldende verdipapirhandelloven § 10-10 første ledd. Verdipapirforetaket skal innrette sin virksomhet for å begrense interessekonflikter til et minimum jf. gjeldende verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 2.

Det følger av gjeldende verdipapirhandelloven § 10-10 annet ledd at foretaket må opplyse

kunden om mulige interessekonflikter dersom tiltakene etter § 9-11 første ledd nr. 2 ikke er tilstrekkelig til å sikre kundens interesser på en betryggende måte.

Utvalget har redegjort for disse bestemmelsene i NOU 2017: 1 kapittel 6.2.1.

I Finanstilsynets rundskriv 17/2010 er det vurdert hvilke krav regelverket om interessekonflikter stiller til verdipapirforetakenes avlønningssystemer, og det uttales blant annet at et avlønningssystem for investeringsrådgivere med en direkte kobling mellom avlønningen og kundens investeringer er i strid med verdipapirhandelloven.

I MiFID II-forskriften er det bestemmelser om interessekonflikter og avlønning av ansatte i samsvar med endringer i MiFID II.

5.3.4.2 EØS-rett

Det generelle utgangspunktet for verdipapirforetakenes håndtering av interessekonflikter følger av MiFID II artikkel 23. Bestemmelsen må sees sammen med MiFID II artikkel 16 nr. 3 om organisatoriske krav som omtalt ovenfor i kapittel 5.2.4. Artikkel 23 er i stor grad en videreføring av gjeldende EØS-rett i MiFID I, men innebærer også enkelte skjerpede krav. Herunder skal verdipapirforetakene ta alle «appropriate steps» for å identifisere interessekonflikter, mens det etter MiFID I var krav om å ta alle «reasonable steps».

Et nytt krav sammenliknet med MiFID I er at dersom tiltakene som er iverksatt for å hindre at interessekonflikter skader kundens interesser ikke er tilstrekkelige, skal kunden gis tilstrekkelig detaljerte opplysninger om dette på et varig medium, slik at kunden kan ta en velbegrunnet beslutning med hensyn til den tjenesten interessekonflikten gjelder, jf. MiFID II artikkel 23 nr. 3 bokstav b). Det skal tas i betraktning hvilken type kunde som er mottaker av informasjonen i utformingen av opplysningene.

I kommisjonsforordning (EU) nr. 2017/565 er det gitt utfyllende regler om interessekonflikter som utfyller artikkel 16 nr. 3 og artikkel 23.

MiFID II artikkel 24 nr. 10 inneholder en ny bestemmelse med særskilte regler om at verdipapirforetak ikke skal avlønne ansatte eller evaluere ansattes prestasjoner på en slik måte at plikten til å påse at kundens interesser ivaretas på beste måte svekkes. Foretaket skal ikke benytte avlønningsordninger, salgsmål eller andre incentiver som kan påvirke ansatte til å anbefale et bestemt finansielt instrument til en ikke-profesjonell kunde fremfor et annet finansielt instrument, som er bedre egnet for kunden.

Utvalget har redegjort ytterligere for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 6.2.2.

5.3.4.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår at MiFID II artikkel 23 gjennomføres ved videreføring av gjeldende § 10-10 i utkast til ny § 10-2, med de endringer som følger av MiFID II.

Utvalget viser til at verdipapirforetaket plikter å treffe alle *egnede tiltak* med hensyn til å identifisere interessekonflikter, og at det i tråd med direktivet er presisert i utkastet at foretakene skal vurdere konflikter som følge av vederlag fra andre enn kunden eller av verdipapirforetakets godtgjørelses- eller insentivordninger.

Utvalget foreslår å endre annet ledd i samsvar med MiFID II slik at plikten til å opplyse kunden om mulige interessekonflikter gjelder dersom tiltakene for å hindre at interessekonflikter skader kundens interesser, ikke med rimelig sikkerhet er tilstrekkelige til å hindre risikoen for å skade kundens interesser. Kunden skal både opplyses om mulige interessekonflikter, og om de tiltakene som er truffet for å redusere denne risikoen.

Videre foreslår utvalget at MiFID II artikkel 24 nr. 10 om avlønning av ansatte gjennomføres i ny § 10-13.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 6.2.3.

5.3.4.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

5.3.4.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger og forslag til bestemmelsen om håndtering av interessekonflikter, jf. forslag til § 10-2 som tilsvarer utvalgets utkast med mindre språklige endringer.

Departementet er videre enig i utvalgets vurderinger og forslag til ny bestemmelse om avlønning av ansatte, jf. forslag til verdipapirhandelloven § 10-13.

5.3.5 Egnethetstest, hensiktsmessighetstest og rapportering til kunder

5.3.5.1 Gjeldende rett

Verdipapirforetak som yter investeringstjenestene investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning, skal gjennomføre en *egnethetstest* av om tjenestene og de finansielle instrumentene er egnet for kundene, jf. gjeldende verdipapirhandelloven § 10-11 fjerde ledd og verdipapirforskriften §§ 10-16 og 10-18.

Når et verdipapirforetak yter andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning og aktiv forvaltning, skal foretaket søke å innhente opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet for å vurdere om investeringstjenesten eller investeringsproduktet er hensiktsmessig for vedkommende (*hensiktsmessighetstest*), jf. gjeldende verdipapirhandellov § 10-11 femte ledd og verdipapirforskriften §§ 10-16 og § 10-18.

Det er gitt *unntak* fra plikten til å gjennomføre hensiktsmessighetstest etter gjeldende verdipapirhandelloven § 10-11 sjette ledd i de tilfeller hvor det kun ytes mottak, formidling og utførelse av ordre, forutsatt at enkelte vilkår er oppfylt, herunder at tjenesten gjelder ikke-komplekse finansielle instrumenter.

Det følger av gjeldende verdipapirhandellov § 10-11 syvende ledd at verdipapirforetak skal ha kunderegister som omfatter dokumenter som gir uttrykk for avtaleforholdet mellom partene, og at foretaket ved sluttseddel eller på annen måte straks skal gi kunden rapporter om de tjenester det har utført. Utfyllende regler om rapportering til kunder er gitt i verdipapirforskriften §§ 10-21 til 10-24.

Utvalget har redegjort ytterligere for ovennevnte bestemmelser i NOU 2017: 1 kapittel 6.9.1.

I MiFID II-forskriften er det bestemmelser om vurdering av egnethet og hensiktsmessighet, om rapportering til kunder, og om ikke-komplekse instrumenter i samsvar med endringer i MiFID II.

5.3.5.2 EØS-rett

Regler om egnethets- og hensiktsmessighetstest i MiFID I videreføres i hovedsak i MiFID II artikkel 25 nr. 2, 3 og 4. Det innføres imidlertid enkelte tilleggskrav og presiseringer.

I vurderingen av om investeringstjenester og finansielle instrumenter egner seg for kunden, er det i MiFID II artikkel 25 nr. 2 inntatt en presisering av at informasjon om henholdsvis kundens finansielle situasjon og investeringsformål skal inkludere informasjon om kundens evne til å bære tap og kundens risikotoleranse. Det er videre angitt at verdipapirforetaket i egnethetsvurderingen særlig skal legge vekt på at de anbefalte tjenester og finansielle instrumenter er i samsvar med kundens risikotoleranse og evne til å bære tap.

I MiFID II artikkel 25 nr. 2 er det videre presisert at dersom investeringstjenesten gjelder en pakke av tjenester eller produkter sammensatt etter MiFID II artikkel 24 nr. 11, som omtalt over i kapittel 5.3.2, skal den samlede pakken være egnet (dersom verdipapirforetaket yter investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning) eller hensiktsmessig (dersom verdipapirforetaket yter andre investeringstjenester) for kunden.

Videre er det gjort enkelte endringer av hvilke finansielle instrumenter som skal regnes som ikke-komplekse.

Gjeldende regler om rapportering til kunden videreføres i MiFID II, men det innføres også enkelte nye krav i artikkel 25 nr. 5 og 6. Nytt sammenliknet med MiFID I er særlig at rapportene til kunden skal omfatte periodisk informasjon hvor det tas hensyn til de involverte finansielle instrumenters art og kompleksitet og de tjenestene som er ytt til kunden, jf. MiFID II artikkel 25 nr. 6.

Videre følger det av MiFID II artikkel 25 nr. 6 at verdipapirforetak skal gi kunden en erklæring om egnethet før transaksjonen gjennomføres når foretaket yter investeringsrådgiving til ikke-profesjonelle kunder. Erklæringen skal spesifisere foretakets råd og begrunne hvorfor rådet er i samsvar med kundens preferanser, investeringsmål og andre karakteristika ved kunden.

Erklæringen om egnethet kan gis umiddelbart etter at det er inngått avtale dersom avtalen ble inngått ved bruk av fjernkommunikasjon, kunden har samtykket og verdipapirforetaket har gitt kunden anledning til å utsette transaksjonen for å motta egnethetserklæringen på forhånd.

I MiFID II artikkel 25 nr. 7 er det inntatt en bestemmelse om unntak for nærmere angitte tilfeller som er omfattet av bestemmelsene om vurdering av forbrukeres kredittverdighet i europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/17/EU.

I kommisjonsforordning (EU) 2017/565 er det gitt utfyllende regler om kravene til egnethet- og hensiktsmessighetstest, og kriterier for å vurdere hvilke andre finansielle instrumenter som kan defineres som ikke-komplekse, kravene til rapportering til kunden og kundeavtale. Bestemmelsene i kommisjonsforordning (EU) 2017/565 viderefører til dels gjeldende krav i kommisjonsdirektiv 2006/73/EF som er gjennomført i gjeldende ver-

dipapirforskrift, men inneholder også en rekke nye krav. Det er blant annet presisert at bruk av elektroniske systemer ikke skal redusere ansvaret for egnethetsvurdering, virksomhetsregler for periodisk egnethetsvurdering er spesifisert, og det er særskilt regulert at egnethetsvurderingen omfatter krav til å vurdere om likeverdige produkter, tatt i betraktning kostnader og kompleksitet, kan ivareta kundens behov. Videre er det presisert at kostnader og fordeler ved å bytte fra en investering til en annen skal analyseres, og det er særskilt regulering av egnethet og hensiktsmessighetsvurdering der investeringstjenesten gjelder en pakke av tjenester eller produkter.

Utvalget har redegjort ytterligere for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 6.9.2.

5.3.5.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår at reglene om egnethets- og hensiktsmessighetsvurdering i MiFID II artikkel 25 nr. 2, 3 og 4 inntas i verdipapirhandelloven ny § 10-15. Gjeldende verdipapirhandelloven § 10-11 fjerde til sjette ledd videreføres, men bestemmelsen utvides til å omfatte de nye kravene som følger av MiFID II som beskrevet over. Det inntas videre en presisering av at unntaket fra kravet om hensiktsmessighetstest gjelder uavhengig av om foretaket yter tilknyttede tjenester, unntatt dersom det ytes kreditt i tilknytning til ordren som overstiger tidligere innvilget kredittramme.

Definisjonen av ikke-komplekse finansielle instrumenter er inntatt i utvalgets forslag til ny § 10-16.

Utvalget foreslår at kravene til kunderegister og rapportering til kunder som følger av MiFID II artikkel 25 nr. 5 og 6, gjennomføres i ny § 10-17. Utvalget foreslår å ta ut presiseringen i gjeldende § 10-11 syvende ledd om at utførte oppdrag skal bekreftes ved sluttseddel. Bakgrunnen for dette er at det er gitt utfyllende regler i kommisjonsforordning.

Det nye kravet til egnethetserklæring er foreslått inntatt i ny § 10-17 tredje ledd.

Utvalget bemerker at MiFID II artikkel 25 nr. 7 åpner for unntak fra kravene i artikkel 25 ved utstedelse av pantobligasjoner som utstedes i tilknytning til kredittavtaler knyttet til boligeiendom som er omfattet av bestemmelsene om vurdering av forbrukeres kredittverdighet i direktiv 2014/17/EU. Utvalget viser til at dette direktivet foreløpig ikke er gjennomført i norsk rett, men at finansavtaleloven kapittel 3 inneholder regler om vurdering av kundens kredittverdighet som også omfatter kreditt i forbindelse med boligeiendom. Utvalget legger til grunn at direktiv 2014/17/EU vil bli gjennomført ved tilpassing av relevante bestemmelser i finansavtaleloven kapittel 3. Utvalget foreslår at MiFID II artikkel 25 nr. 7 gjennomføres i ny § 10-17 syvende ledd.

5.3.5.4 Høringsmerknader

Verdipapirfondenes forening (VFF) har anført at utvalget har lagt en for vid forståelse av MiFID II artikkel 24 nr. 4 om hvilke instrumenter som er ikke-komplekse til grunn. I høringsuttalelsen heter det:

> «MiFID II artikkel 25 nr. 4 angir hvilke finansielle instrumenter som er ikke-komplekse «by default», og som dermed er omfattet av unntaket fra kravet om hensiktsmessighetstest. Av pkt.(i) følger det at aksjer i innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS (alternative investeringsfond) ikke kan anses som ikke-komplekse «by default». Det følger imidlertid ikke av bestemmelsen at andeler i alternative investeringsfond dermed må anses komplekse. Opplistingen i artikkel 25 nr. 4 (a) skal etter vår oppfatning ikke leses antitetisk. I kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 57 fremgår det eksplisitt at også andre finansielle instrumenter som ikke faller inn under opplistingen i MiFID II artikkel 25 nr. 4 (a) kan blir ansett for å være ikke-komplekse, gitt at nærmere angitte vilkår er oppfylt.
>
> Vi mener derfor at det ikke er en korrekt forståelse av direktivet når utvalget på side 181 og på side 266 hevder at andeler i alternative investeringsfond nødvendigvis er komplekse, selv om de ikke faller inn under definisjonen i MiFID II artikkel 25 nr. 4 (a). Det finnes mange UCITS-lignende nasjonale verdipapirfond (som er AIF-fond), som etter vårt syn oppfyller vilkårene i kommisjonsforordning C(2016) 2398 artikkel 57, og som dermed vil kunne blir definert som ikke-komplekse.
>
> Vi bestrider ikke forslaget til § 10-16, men dersom lovutvalgets ovennevnte kommentar ikke blir korrigert av departementet, så vil denne kommentaren kunne lede til en feilaktig tolkning av bestemmelsen om at andeler i AIF-fond «by default» er å anse som komplekse.»

5.3.5.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger og forslag til henholdsvis regler om egnethets- og hensiktsmessighetsvurdering (jf. forslag til verdi-

papirhandelloven § 10-15), definisjonen av ikke-komplekse finansielle instrumenter (jf. forslag til § 10-16), og kravene til kunderegister og rapportering til kunder (jf. forslag til § 10-17), som tilsvarer utvalgets utkast med mindre språklige endringer. Det nye kravet til egnethetserklæring er foreslått inntatt i § 10-17 tredje ledd i samsvar med utvalgets utkast.

Departementet kommenterer at målsetningen med egnethetsvurdering og rapportering i MiFID I forblir uendret under MiFID II, men at pliktene har blitt styrket og ytterligere spesifisert.

Når det gjelder høringsmerknaden til Verdipapirfondenes forening, om at utvalget har lagt til grunn en for vid forståelse av hvilke instrumenter som er ikke-komplekse etter MiFID II artikkel 25 nr. 4 og dermed er unntatt fra kravet om hensiktsmessighetstest, bemerker departementet at forslaget til § 10-16 ligger nær opp til MiFID IIs ordlyd. Bestemmelsen lister i liket med MiFID II opp instrumenter som per definisjon anses som ikke-komplekse og gjør noen eksplisitte unntak innen de kategorier instrumenter som nevnes. Andre finansielle instrumenter kan imidlertid anses som ikke-komplekse dersom kravene som fremgår av kommisjonsforordning (EU) 2017/565 artikkel 57 er oppfylt (ikke-komplekse instrumenter etter formålsbetraktninger).

Spørsmålet Verdipapirfondenes forening tar opp er om MiFID II artikkel 25 nr. 4 skal tolkes antitetisk, slik at instrumentene som ekskluderes fra oppregningen av ikke-komplekse instrumenter, automatisk skal regnes som komplekse og dermed ikke kan vurderes etter kommisjonsforordningen artikkel 57.

Departementet bemerker at spørsmålet fremstår som noe uklart, og er enig med Verdipapirfondenes forening i at en tolkning som innebærer at andeler i UCITS-lignende nasjonale fond (som er AIF) utelukkes fra vurdering etter artikkel 57, vil, basert på reelle hensyn, favne unødig vidt.

Etter en språklig forståelse av MiFID II artikkel 25 nr. 4 er det mulig å komme frem til begge tolkninger. ESMA foreslo i *Technical Advice* fra 19. desember 2014 (2014/1569) pkt. 2.18 at kommisjonsforordningen burde presisert at MiFID II artikkel 25 nr. 4 skulle leses antitetisk. En slik avklaring kom ikke i artikkel 57. I ESMA Q&A (oppdatert 6. juni 2017), gjentas det at aksjer i non-UCITS innretninger for kollektive investeringer som er eksplisitt unntatt fra de ikke-komplekse instrumentene etter MiFID II artikkel 25 nr. 4 bokstav a) underpunkt (i), ikke kan vurderes etter artikkel 57. I svaret heter det:

> «Shares in non-UCITS explicitly excluded from the universe of non-complex products are complex per se and cannot be reassessed against the criteria set out in Article 57 of the MiFID II Delegated Regulation.»

Så langt departementet kan se gir imidlertid ikke ESMA Q&A noe klart svar på rekkevidden av bestemmelsen. Departementet viser til at hovedkriteriet etter MiFID II artikkel 25 nr. 4 bokstav a) underpunkt (i) er at det er tale om noterte aksjer. Herfra gjøres det eksplisitt unntak for non-UCITS aksjer og aksjer som inneholder et derivatelement. Norske nasjonale fond er i hovedsak ikke-noterte aksjer, slik at de av denne grunn kan synes å falle utenfor området for bestemmelsen. Legges denne forståelsen til grunn faller dermed en rekke nasjonale fond utenfor kategorien som per definisjon skal regnes som komplekse instrumenter. Departementet bemerker at det ikke nødvendigvis fremstår som et logisk resultat at noterte aksje-AIFer per definisjon anses som komplekse, mens andre AIFer er gjenstand for individuell vurdering etter kommisjonsforordning 2017/565 artikkel 57. Departementet legger imidlertid til grunn at det dreier seg om fullharmoniserte regler, og at den nærmere forståelsen av EØS-bestemmelsene vil måtte fastlegges gjennom fortolkning av EØS-retten i praksis.

5.3.6 Krav til beste resultat

5.3.6.1 Gjeldende rett

Det følger av gjeldende verdipapirhandelloven § 10-12 at ved utførelse av kundeordre skal verdipapirforetaket gjennomføre alle rimelige tiltak for å oppnå et best mulig resultat for deres kunder.

Det er ytterligere redegjort for ovennevnte regler i NOU 2017: 1 kapittel 6.11.1

I MiFID II-forskriften er det bestemmelser om krav til beste resultat i samsvar med endringer i MiFID II.

5.3.6.2 EØS-rett

Reglene om beste resultat ved utførelse av ordre i MiFID II er inntatt i artikkel 27. Bestemmelsen viderefører hovedprinsippene i MiFID I, men innebærer også enkelte skjerpede krav sammenliknet med gjeldende EØS-rett.

Etter MiFID I skal verdipapirforetak gjennomføre «all reasonable steps» for å oppnå beste resultat, mens i MiFID II artikkel 27 nr. 1 første avsnitt

fremgår det at foretaket skal gjennomføre «all sufficient steps».

I MiFID II artikkel 27 nr. 2 er det presisert at verdipapirforetaket ikke skal motta noen form for vederlag, rabatt eller naturalytelse for å utføre ordre ved en særskilt handelsplass eller utførelsesplass som er i strid med reglene om interessekonflikter og vederlag fra andre enn kunden.

Et nytt krav i MiFID II artikkel 27 nr. 3 er at handelsplasser og systematiske internaliserere vederlagsfritt skal offentliggjøre minst årlig opplysninger om kvaliteten på ordreutførelsen for finansielle instrumenter som er omfattet av handelsplikten i MiFIR artikkel 23 og 28. For øvrige finansielle instrumenter som ikke er omfattet av handelsplikten, gjelder plikten til å offentliggjøre tilsvarende informasjon også for utførelsesplasser (eng. execution venues) som defineres viere enn handelsplasser og systematiske internaliserere i denne sammenheng. Videre følger det av MiFID II artikkel 27 nr. 3 at etter at verdipapirforetaket har utført en kundeordre, skal foretaket informere kunden om hvor ordren ble utført.

Kravet om at verdipapirforetaket skal opplyse kundene om foretakets retningslinjer for ordeutførelse videreføres, men nytt sammenliknet med gjeldende EØS-rett er at det presiseres at informasjonen skal forklare klart, fyllestgjørende og på en lettfattelig måte hvordan ordre blir utført av verdipapirforetaket.

MiFID II innfører også et nytt krav om at verdipapirforetak som utfører ordre årlig, skal offentliggjøre informasjon om de fem utførelsesplassene der foretaket har hatt høyest handelsvolum det foregående år innenfor hver kategori av finansielle instrumenter, jf. artikkel 27 nr. 6. Videre skal verdipapirforetakene legge vekt på informasjon som er offentliggjort etter artikkel 27 nr. 3 og 6, jf. MiFID II artikkel 27. nr. 7 i vurderingen av sine systemer og retningslinjer for ordreutførelse.

Enkelte av bestemmelsene i gjeldende kommisjonsdirektiv 2006/73/EF er inntatt i MiFID II-teksten, og det gitt ytterligere utfyllende bestemmelser til MiFID II artikkel 27 i kommisjonsforordninger.

Det er redegjort nærmere for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 6.11.2.

5.3.6.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår at gjeldende verdipapirhandelloven § 10-12 videreføres i ny § 10-19 første ledd med de endringer som følger av MiFID II artikkel 27. Ordlyden er herunder foreslått endret slik at det det blant annet fremgår at verdipapirforetak skal gjennomføre alle tiltak som er *tilstrekkelige* for å oppnå et best mulig resultat. Videre skal verdipapirforetaket på en lettfattelig og tydelig måte gi kunden informasjon om hvordan ordre blir utført av foretaket, og verdipapirforetaket skal informere kunden om hvor ordren ble utført.

Utvalget foreslår videre å samle de nye reglene i tilknytning til offentliggjøring av informasjon om ordreutførelse i MiFID II artikkel 27 nr. 3 og 6 i ny § 10-20.

Det er ytterligere redegjort for utvalgets vurderinger i NOU 2017: 1 kapittel 6.11.3.

5.3.6.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

5.3.6.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger og forslag til regler om best mulig resultat ved utføring av ordre. Det vises til forslag til verdipapirhandelloven §§ 10-19 og 10-20 som samsvarer med utvalgets utkast med enkelte mindre endringer.

Departementet foreslår å innta en presisering i § 10-19 åttende ledd i samsvar med MiFID II, av at verdipapirforetaket skal opplyse om alle vesentlige endringer i foretakets systemer og retningslinjer for ordreutførelse til kunder *som foretaket har en løpende relasjon med*. Videre foreslår departementet at begrepet *utførelsesplass* benyttes istedenfor *handelsplass* i forslaget til § 10-19 om krav til offentliggjøring av informasjon om ordreutførelse. Se nærmere omtale av disse begrepene under kapittel 7.2.5.

5.3.7 Tilknyttede agenter og tjenesteyting via annet verdipapirforetak

5.3.7.1 Gjeldende rett

Tilknyttede agenter

Det følger av gjeldende verdipapirhandelloven § 10-16 at verdipapirforetak på nærmere angitte vilkår kan benytte tilknyttede agenter for å markedsføre sine tjenester, skaffe oppdrag, motta og formidle ordre, plassere finansielle instrumenter og gi råd om de finansielle instrumenter og investeringstjenester som verdipapirforetaket tilbyr, forutsatt at verdipapirforetaket selv har tillatelse til å yte slike tjenester.

Det er gitt nærmere regler om tilknyttede agenter i verdipapirforskriften §§ 10-42 til 10-46.

I NOU 2017: 1 kapittel 6.13.1. er det redegjort nærmere for ovennevnte bestemmelser.

I MiFID II-forskriften er det gjennomført krav til tilknyttede agenter i samsvar med endringer i MiFID II.

Tjenesteyting via annet verdipapirforetak

Dersom et verdipapirforetak formidler instruksjoner om å utføre investeringstjenester eller tilknyttede tjenester på vegne av sine kunder til et annet verdipapirforetak, følger det av gjeldende verdipapirhandelloven § 10-15 første ledd at verdipapirforetaket som mottar instruksjonene kan forholde seg til informasjonen som gis uten å henvende seg til kunden.

Verdipapirforetaket som formidler instruksjonene forblir i slike tilfeller ansvarlig for at informasjonen er fullstendig og korrekt, og at eventuelle anbefalinger eller råd er egnet for kunden og for øvrig i samsvar med § 10-11, jf. verdipapirhandelloven § 10-15 annet ledd. Verdipapirforetaket som mottar instruksjonene, plikter å utføre de aktuelle tjenester, basert på informasjon og råd som nevnt i annet ledd, i samsvar med alle relevante bestemmelser i kapittel 10.

5.3.7.2 EØS-rett

Tilknyttede agenter

Reglene om tilknyttede agenter i MiFID II er inntatt i artikkel 29. Bestemmelsen viderefører i hovedsak MiFID I artikkel 23. En sentral endring er at MiFID I la opp til at EØS-statene kunne velge å tillate tilknyttede agenter, mens det følger av MiFID II at EØS-statene skal tillate at verdipapirforetak kan utpeke tilknyttede agenter til å markedsføre sine tjenester, skaffe oppdrag, motta og formidle ordre, plassere finansielle instrumenter og gi råd om de finansielle instrumenter og investeringstjenester som verdipapirforetaket tilbyr, jf. MiFID II artikkel 29 nr. 1.

EØS-statene skal sikre at tilknyttede agenter kun registreres dersom det er godtgjort at de har tilstrekkelig godt omdømme og besitter den nødvendige kunnskap og kompetanse til å yte de tilbudte tjenester mv. jf. artikkel 29 nr. 3. EØS-statene kan bestemme at det skal være tilstrekkelig at verdipapirforetaket selv verifiserer at agenten oppfyller disse vilkårene.

EØS-statene kan velge å innføre eller beholde bestemmelser som er strengere enn direktivets regler og innføre ytterligere forpliktelser for tilknyttede agenter som er registrert innenfor dets jurisdiksjon, jf. MiFID II artikkel 29 nr. 6.

Det er ytterligere redegjort for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 6.13.2

Tjenesteyting via annet verdipapirforetak

Tjenesteyting via annet verdipapirforetak er regulert i MiFID II artikkel 26. Bestemmelsen viderefører gjeldende EØS-rett i MiFID I artikkel 20.

5.3.7.3 Utvalgets vurderinger

Tilknyttede agenter

Utvalget foreslår i hovedsak å videreføre gjeldende verdipapirhandelloven § 10-16 om tilknyttede agenter i utkastet § 10-22.

Utvalget foreslår at de generelle prinsippene om agentens egnethet som følger av MiFID II artikkel 29 nr. 3 inntas i verdipapirhandelloven. Kravet om at en tilknyttet agent skal ha tilstrekkelig godt omdømme og besitte den nødvendige kunnskap og kompetanse mv. er foreslått inntatt i ny § 10-22 fjerde ledd.

Utvalget skriver at det i praksis har vist seg å være krevende for verdipapirforetak å ha kontroll med at tilknyttede agenter etterlever kravene som stilles til virksomheten, herunder kravene til god forretningsskikk. Utvalget har vurdert om det er hensiktsmessig at egnethetsvurderingen av tilknyttede agenter utføres av Finanstilsynet. Utvalget har etter en samlet vurdering kommet til at regelen om at verdipapirforetaket skal bekrefte at foretakets tilknyttede agent er egnet, videreføres som vilkår for registrering, men det foreslås å presisere at Finanstilsynet kan nekte registrering dersom agenten ikke er egnet, se utkastet § 10-22 fjerde ledd siste punktum. Utvalget legger til grunn at dette er en videreføring av gjeldende rett. Med «egnet» menes at agenten må tilfredsstille de kravene som følger av verdipapirhandelloven og tilhørende forskrifter.

Utvalget viser til at det ifølge MiFID II artikkel 29 nr. 6 er anledning til å innføre strengere regler enn direktivet. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at gjeldende verdipapirforskrift § 10-42 til § 10-46 videreføres i ny verdipapirforskrift, og at dette vil bli nærmere omtalt i forbindelse med utkast til forskrifter.

Tjenesteyting via annet verdipapirforetak

Utvalget foreslår at gjeldende verdipapirhandelloven § 10-15 videreføres i utkast til ny § 10-18.

Utvalget viser imidlertid til at gjennomføringen i gjeldende lov avviker noe fra direktivets ordlyd, og foreslår å legge ordlyden i bestemmelsen nærmere direktivet.

Se ytterligere om utvalgets vurderinger i NOU 2017: 1 kapittel 6.10.3.

5.3.7.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

5.3.7.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurdering og forslag til regler om tilknyttede agenter, herunder at kravene til agentens egnethet bør fremgå av verdipapirhandelloven, og at verdipapirforetaket skal bekrefte at foretakets tilknyttede agent er egnet. Se forslag til definisjon i verdipapirhandelloven § 2-8 tredje ledd og til reguleringen av tilknyttet agent i § 10-22.

Departementets forslag tilsvarer utvalgets utkast, men slik at beskrivelsen av virksomheten som tilknyttet agent blir mer i samsvar med MiFID II. Det foreslås blant annet presisert i henholdsvis § 2-8 tredje ledd og § 10-22 første ledd at tilknyttet agent etter verdipapirhandelloven kan benyttes i relasjon til investeringstjenester.

Departementet er videre enig i utvalgets vurdering og forslag til bestemmelse om tjenesteyting via annet foretak. Det vises til forslag til verdipapirhandelloven § 10-18 som med enkelte språklige endringer tilsvarer utvalget utkast.

5.3.8 Vederlag fra andre enn kunden

5.3.8.1 Gjeldende rett

Kravet til at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk er utgangspunktet for reglene om verdipapirforetakenes adgang til å motta vederlag fra andre enn kunden, jf. gjeldende verdipapirhandellov § 10-11.

Se nærmere redegjørelse i NOU 2017: 1 kapittel 6.7.2.

I MiFID II-forskriften er det bestemmelser om vederlag fra andre enn kunden i samsvar med endringer i MiFID II.

5.3.8.2 EØS-rett

Det følger av MiFID II artikkel 24 nr. 7 bokstav b) og nr. 8 at foretak som driver uavhengig investeringsrådgivning eller aktiv kapitalforvaltning ikke kan *motta og beholde* gebyrer, provisjoner, andre pengeytelser eller naturalytelser fra andre enn kunden i forbindelse med den uavhengige investeringsrådgivningen. Dette er et nytt krav i MiFID II sammenholdt med MiFID I.

Forbudet for uavhengige investeringsrådgivere mot å motta og beholde ytelser fra tredjepart gjelder ikke mindre naturalytelser (eng. minor non-monetary benefits) som er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden og ikke er egnet til å svekke foretakets evne til å ivareta kundens interesser, forutsatt at det gis tydelig informasjon om disse ytelsene. Hva som er å regne som mindre naturalytelse er utdypet i kommisjonsdirektiv (EU) nr. 2017/593 artikkel 12 nr. 3.

Foretak som yter andre investeringstjenester enn uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning, kan motta og beholde ytelser fra andre enn kunden dersom vederlaget er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten og ikke svekker foretakets plikt til å ivareta kundens interesser på beste måte, jf. artikkel 24 nr. 9 første ledd. Disse generelle reglene om vederlag som verdipapirforetaket mottar fra eller yter til andre enn kunden, er i hovedsak en videreføring av gjeldende regler i gjennomføringsdirektivet til MiFID I.

Det er imidlertid regler i kommisjonsdirektiv (EU) nr. 2017/593 artikkel 11 som innebærer en innstramming av hvilke ytelser som er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten sammenliknet med gjeldende rett. Pengevederlag eller naturalytelser skal anses for å være egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten dersom vilkårene i bestemmelsen er løpende oppfylt. Det er videre presisert at en penge- eller naturalytelse ikke skal anses for å være akseptabel dersom tjenesten påvirkes eller forringes som følge av vederlaget. Det er også gitt regler for hvilken informasjon som skal gis til kunden om vederlag fra tredjeparter.

EØS-statene kan i ekstraordinære tilfeller innføre strengere krav enn de som følger av MiFID II artikkel 24. Slike krav skal være objektivt begrunnet og stå i rimelig forhold til spesifikke risikoer knyttet til forbrukerbeskyttelse og markedets integritet som er av særlig betydning, sett hen til den nasjonale markedsstrukturen, jf. artikkel 24 nr. 12.

Det er ytterligere redegjort for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 6.7.4. og i NOU 2018: 1 kapittel 6.7.

5.3.8.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget skriver følgende om det norske markedet:

«*Returprovisjoner i tilknytning til verdipapirfond*

Det er vanlig at forvaltningsselskaper for verdipapirfond utbetaler en andel av den løpende forvaltningsgodtgjørelsen til distributørene (banker og verdipapirforetak). Dette er basert på avtaler mellom forvaltningsselskapet og distributøren. Noen distributører velger å gi denne rabatten videre til sine kunder og beregner dermed en fordeling av beløpet på kundene, eventuelt tegner nye andeler for kundene som tilsvarer returprovisjonen. Andre distributører beholder returprovisjonen selv. Dette kan utgjøre en betydelig del av foretakets inntekter.

Returprovisjoner i tilknytning til andre produkter enn verdipapirfond

Returprovisjoner er også utbredt i tilknytning til andre produkter enn verdipapirfond. For eksempel betales returprovisjoner typisk til verdipapirforetak: (i) fra produktleverandører i forbindelse med salg av unoterte investeringsprodukter (som aksjer i investeringsselskaper, warrants, kupongbevis, indeksobligasjoner og andre typer strukturerte produkter), (ii) fra børsmedlemmer i forbindelse med videreformidling av ordre i noterte finansielle instrumenter (primært aksjer og ETPer), og (iii) fra leverandører av handelsplattformer for finansielle differansekontrakter (CFDer) og andre unoterte derivater (opsjoner, futures, binære opsjoner) i forbindelse med henvisning av kunder (gjennom såkalte Introducing Broker-avtaler).»

Utvalget viser til at artikkel 24 nr. 12 åpner for at EØS-statene på nærmere vilkår kan innføre strengere regler enn direktivets krav.

Et flertall av utvalgets medlemmer har etter en samlet vurdering konkludert med at det anbefales å innføre bestemmelser som tilsvarer kravene i MiFID II artikkel 24 nr. 7, 8 og 9, og at det ikke bør foreslås strengere nasjonale regler på nåværende tidspunkt. Flertallet har derfor ikke tatt stilling til om det foreligger særskilte forhold i Norge som kan begrunne strengere nasjonale regler i henhold til artikkel 24 nr. 12. Flertallet skriver:

«Returprovisjoner kan føre til at det oppstår en interessekonflikt mellom verdipapirforetaket og kunden ettersom foretaket normalt vil ha interesse av å anbefale produkter som gir høy returprovisjon. Denne interessekonflikten kan reduseres gjennom gode rutiner og effektiv kontroll av etterlevelse i verdipapirforetakene. I praksis er det imidlertid krevende for verdipapirforetakene å overholde reglene om håndtering av interessekonflikter når de mottar returprovisjoner. Utvalgets flertall ser at det kan stilles spørsmål ved om det er mulig å motta returprovisjoner og samtidig overholde kravene til å ivareta kundens interesser på beste måte.

Utvalgets flertall ser at et forbud mot returprovisjoner kan bidra til å redusere interessekonfliktene mellom foretaket og kunden ved at foretaket ikke vil ha økonomisk interesse i å anbefale produkter med høy returprovisjon. Dette kan igjen bidra til at tilliten til markedet øker. Det norske markedet for distribusjon av fond, som er et av de viktigste markedene som vil bli rammet av et særnorsk forbud, er imidlertid dominert av de store bankene som har forvaltningsselskaper for fond i konsernet. For disse aktørene vil neppe et forbud mot returprovisjon redusere mulige interessekonflikter. Det må antas at investeringsrådgivere vil anbefale «egne produkter» uavhengig av om de mottar returprovisjon ettersom den samlede fortjeneste vil tilfalle samme konsern/enhet.

Som nevnt er returprovisjoner også utbredt i tilknytning til andre produkter enn verdipapirfond, herunder CFDer og andre unoterte derivater, og for disse produktene kan et forbud i større grad hindre interessekonflikter. Flertallets vurdering er imidlertid at dette ikke er tilstrekkelig tungtveiende til å begrunne et generelt forbud mot returprovisjoner.

Returprovisjoner innebærer at kostnaden ved rådgivning normalt er inkludert i produktet. Dette fører til kunden må betale (indirekte) for rådgivning selv om kunden verken ønsker rådgivning eller mottar rådgivning. Dersom returprovisjoner forbys kan kunden velge om vedkommende vil betale for rådgivning eller ikke. Et forbud vil dermed kunne føre til billigere produkter for de kundene som handler finansielle instrumenter uten forutgående rådgivning. En mer transparent prismodell vil også kunne føre til økt konkurranse mellom plattformer som tilbyr handel i finansielle instrumenter uten rådgivning og dermed lavere priser for kundene. Dette er argumenter som etter flertallets vurdering taler for at det er hensiktsmessig å forby returprovisjoner.

MiFID II innebærer strengere regler for verdipapirforetakenes adgang til å motta og betale returprovisjoner enn gjeldende regelverk. Ved ytelsen av uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning må alle provisjoner overføres til kunden, men også i tilknytning til

andre investeringstjenester snevres adgangen til å motta og betale returprovisjoner inn. Vilkårene for at returprovisjoner skal anses for å være egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten blir strengere, og det gis detaljerte krav knyttet til dokumentasjon for at ytelser som er betalt eller mottatt er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten, herunder krav til informasjon til kunden. I tillegg innfører MiFID II nye regler knyttet til produktutvikling i foretakene som også innebærer strengere krav til hvilke produkter foretaket kan tilby ulike kunder. Etter flertallets vurdering kan det være hensiktsmessig å evaluere effekten av de nye MiFID II-reglene før det eventuelt vurderes å innføre strengere regler enn direktivets minimum.

Videre er det utvalgets vurdering at eventuelle strengere nasjonale regler på dette området må sees i sammenheng med reglene som gjelder for forsikringsbaserte investeringsprodukter. I Insurance Distribution Directive (IDD) (Directive (EU) 2016/97) innføres nye og skjerpede regler for distribusjon av forsikringsprodukter, herunder regler om vederlag fra andre enn kunden. Nivå 2-regler som gir utfyllende regler til IDD er imidlertid ikke fastsatt, og detaljene i regelverket er dermed ikke avklart ennå. For å unngå en konkurransemessig vridning mot salg av forsikringsbaserte investeringsprodukter fremfor finansielle instrumenter bør reglene knyttet til returprovisjoner og investorbeskyttelse være så likeartede som mulig.

De øvrige nordiske landene (Danmark, Sverige og Finland) har konkludert med at det skal innføres bestemmelser om returprovisjoner som tilsvarer kravene i MiFID II og vil derfor ikke innføre forbud mot returprovisjoner. Utvalgets flertall har i sin vurdering lagt vekt på at det bør være likeartede regler på dette området i Norden, siden norske banker og verdipapirforetak først og fremst konkurrerer med aktører fra de andre nordiske landene».

Et mindretall av utvalgets medlemmer slutter seg i det vesentlige til utvalgets fremstilling og argumenter, men mener at de argumenter som taler for et forbud samlet sett veier tyngre enn de argumenter som taler mot. Mindretallet skriver:

«Etter mindretallets syn er det særlig tre argumenter som taler for et forbud: behovet for å redusere interessekonflikter, øke tilliten til markedet i Norge og legge til rette for et mer transparent marked med enklere og klarere prising.

Det første og viktigste argumentet for et forbud er at returprovisjoner fører til at det oppstår en *interessekonflikt* mellom foretaket og kunden ettersom foretaket oftest har interesse av å anbefale de produkter som gir foretaket høy returprovisjon. Mindretallet finner det positivt at reglene nå skjerpes, men mener likevel det er saklig grunn til bekymring for hvorvidt de skjerpede reglene i praksis vil være tilstrekkelig til å redusere den iboende interessekonflikten. I tillegg er det i praksis svært vanskelig for den enkelte ikke-profesjonelle kunde å avdekke hvorvidt foretaket har brutt reglene.

Det andre argumentet er at et forbud mot returprovisjoner vil kunne bidra positivt til at *tilliten til markedet* øker. Det er viktig for tilliten til markedet, foretakene og rådgiverne at kundene kan stole på at foretaket utelukkende har kundens interesser for øyet.

Det tredje argumentet er at et forbud mot returprovisjoner kan føre til et mer *transparent marked* med enklere og klarere prising. Erfaringer fra Storbritannia har vist at forbudet mot returprovisjoner har ført til nedgang i salg av produkter som hadde høy returprovisjon, at det har blitt enklere for rådgivere og kunder å sammenligne priser på ulike investeringsplattformer, at det har blitt økt konkurranse mellom de ulike plattformene samt lavere priser.

Storbritannia og Nederland innførte totalforbud mot returprovisjoner i henholdsvis 2012 og 2014, og dersom Norge skulle innføre et forbud så vil man således ikke være alene om det i det europeiske markedet. I Sverige foreslo også et enstemmig lovutvalg i SOU 2015:2 «Värdepappersmarknaden MiFID II och MiFIR» et forbud mot returprovisjoner som kan medføre at kundens interesser påvirkes negativt, idet man la vekt på at MiFID II-løsningen ikke vil gi et tilstrekkelig forbrukervern. Finansinspektionen i Sverige har argumentert for et totalforbud, slik som i Storbritannia og Nederland.

Mindretallet er enig med utvalgets flertall i at et forbud mot returprovisjoner må ses i sammenheng med reglene som gjelder for forsikringsbaserte investeringsprodukter, for eksempel Unit Link-produkter, og mindretallet foreslår at Norge følger det svenske forslaget i SOU 2015:2 «Värdepappersmarknaden MiFID II och MiFIR» om at reglene bør utformes så likt som mulig også for forsikringsbaserte investeringsprodukter.

Hva gjelder hvorvidt unntaksvilkåret i MiFID II artikkel 24 nr. 12 kan anses oppfylt, viser mindretallet til at hovedvilkåret her synes å være hensynet til «forbrukerbeskyttelse». Til støtte for en slik tolkning vises det særlig til at den svenske SOUen synes å ha konsentrert argumentasjonen rundt «forbrukerbeskyttelse», og at lovutvalget der enstemmig fant at de interessekonflikter som returprovisjon gir opphav til, var tilstrekkelig for å oppfylle vilkåret i artikkel 24 nr. 12 for det svenske markedet. Mindretallet legger til grunn at finansmarkene i Sverige og Norge i det vesentlige er likeartet. Når vilkåret i artikkel 24 nr. 12 ble ansett oppfylt for svensk retts del, så har det formodningen for seg at vilkåret også vil være oppfylt for norsk retts del.

Mindretallet viser videre til Verdipapirlovutvalgets mandat punkt I nr. 8, hvor det heter at: «I den utstrekning de kommende EØS-regler gir rom for det, skal utvalget utrede om det er hensiktsmessig med ytterligere nasjonal regulering for å sikre forbrukerbeskyttelse for kunder av verdipapirforetak».

Mindretallet er av den oppfatning at vilkåret for å innføre strengere krav enn det som følger av artikkel 24 hva gjelder returprovisjon er oppfylt, jf. artikkel 24 nr. 12, og at det er «hensiktsmessig med ytterligere nasjonal regulering for å sikre forbrukerbeskyttelse», jf. mandatet punkt I nr. 8. Det foreslås derfor at det bør innføres et forbud mot returprovisjoner i Norge, slik som i Storbritannia og Nederland.

Dersom det ikke innføres et slikt forbud, foreslår mindretallet at Finansdepartementet eller Finanstilsynet gis forskriftshjemmel til å innføre forbud mot returprovisjoner hvis det viser seg at MiFID II ikke i tilstrekkelig grad løser utfordringene med interessekonflikt».

Et mindretall i utvalget foreslår hjemmel til å innføre forbud mot returprovisjoner i forskrift, og skriver:

«En slik forskriftshjemmel vurderes å være en hensiktsmessig oppfølging av flertallets vurderinger. Flertallet uttaler at det vil være hensiktsmessig å evaluere effekten av de nye MiFID II-reglene før det eventuelt vurderes å innføre strengere regler enn direktivets minimum. Dersom de nye reglene ikke er tilstrekkelig effektive er det nødvendig og riktig at myndighetene kan gripe inn på relativt kort varsel ved forskrift. I en slik situasjon kan det også være fornuftig å forby/ytterligere begrense returprovisjoner i tilknytning til enkelte produkter, uten å innføre et generelt forbud.

Legalitetsprinsippet anses tilstrekkelig ivaretatt ved en slik forskriftshjemmel, og det vil være kontradiksjon ved at berørte parter får mulighet til å uttale seg gjennom høringsprosessen».

Utvalget foreslår at MiFID II artikkel 24 nr. 7 til 9 om vederlag fra andre enn kunde, gjennomføres i ny § 10-12.

5.3.8.4 Høringsmerknader

Advokatforeningen, Norske Finansanalytikeres Forening (NFF), Finans Norge, Folketrygdfondet, Verdipapirfondenes forening (VFF) og Verdipapirforetakenes Forbund (VPFF) mener det ikke er synliggjort særlige forhold i det norske markedet som tilsier at det bør innføres et forbud mot returprovisjoner i Norge, og støtter lovutvalgets flertall som foreslår at det gjennomføres regler for returprovisjon i tråd med MiFID II.

NFF, VFF, og VPFF viser herunder til at investeringsrådgivning ikke bør ha strengere rammevilkår enn tilsvarende tjenester i Sverige og Danmark, da dette vil medføre konkurransemessige ulemper for norske tilbydere av verdipapirfond vis-a-vis nordiske fond og andre norske aktører avhengig av konserntilhørighet. Tilsvarende vil ifølge NFF gjelde overfor forsikringsbaserte spareprodukter hvor det ikke er forbud mot returprovisjon.

NFF, VFF og Finans Norge viser videre til at distributører av verdipapirfond bidrar til økt konkurranse i fondsmarkedet til nytte for sluttkunder, herunder slik at også småsparere som ikke har evne eller vilje til å betale separat for all rådgivning, kan få tilbud om fond gjennom eksterne distributører. NFF fremhever også at vilkårene for å motta returprovisjon fra andre enn kunden blir skjerpet vesentlig ved gjennomføring av bestemmelsene i kommisjonsdirektivet som angir eksplisitt hvilke ytelser som er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden, og at risikoen for misbruk dermed reduseres vesentlig.

Ovennevnte høringsinstanser mener også at innføring av et eventuelt nasjonalt totalforbud er så inngripende både for investorenes tilgang på kvalifisert rådgivning, markedsaktørenes konkurransesituasjon i forhold til utenlandske aktører og det norske sparemarkedet generelt, at det bør følge den grundigere lovendringsprosessen, og at det derfor ikke bør gis forskriftshjemmel.

Finanstilsynet er av den oppfatning at de uheldige insentivene ved returprovisjon vanskelig avhjelpes gjennom informasjon til kunden, og at et forbud vil fjerne risikoen for interessekonflikter knyttet til disse betalingene, og bidra til økt transparens og tillit til bransjen. Finanstilsynet mener imidlertid det er grunn til å anta at et forbud bare i mindre grad vil få betydning for den distribusjon som foregår i de store bankkonsernene som selger egne produkter, og at et eventuelt forbud derfor neppe vil treffe hele markedet. Finanstilsynet viser videre til at en hovedinnvending mot et forbud har vært at det kan medføre at vanlige forbrukere ikke får nødvendig investeringsrådgivning fordi kundene ikke vil være villige til å betale særskilt for rådgivningen, og at undersøkelser av markedet i Storbritannia etter at forbudet mot returprovisjoner ble innført, viser nettopp dette. Videre vil de aktører som baserer mye av inntekten på returprovisjoner kunne forsvinne fra markedet.

Finanstilsynet legger imidlertid i mindre grad vekt på de synspunkter som dreier seg om sviktende inntektsgrunnlag og *advice gaps* som følge av et eventuelt forbud, dersom et forbud resulterer i økt transparens og markedstillit. Finanstilsynet mener likevel at et totalforbud mot returprovisjoner ikke bør innføres nå. Finanstilsynet legger avgjørende vekt på at effekten av MiFID II-reglene bør evalueres før det eventuelt innføres strengere regler enn direktivets minimum. Finanstilsynet støtter dermed lovutvalgets flertall, men slutter seg til mindretallets forslag om å gi hjemmel til å innføre forbud mot returprovisjoner i forskrift. Finanstilsynet understreker at et eventuelt prinsipielt begrunnet forbud bør lovfestes, mens et forskriftsfastsatt forbud, enten dette er generelt eller begrenset til enkelte produkter, vil være situasjonsbetinget og kreve en særskilt begrunnelse.

Forbrukerrådet støtter mindretallets forslag om totalforbud mot returprovisjoner, og viser til interessekonflikten som oppstår fordi det kortsiktige inntjeningsbehovet til selger og eller dennes arbeidsgiver får prioritet fremfor omsorgsplikten overfor kunden.

Forbrukerrådet gir uttrykk for at dette er en god anledning til å innføre forbud mot returprovisjon, og viser til at vi i Norge har «fått mange erfaringer med skandaløse salg av investeringsprodukter som skyldes at selgere av investeringsprodukt ikke har hatt sammenfallende interesser med kundene».

Forbrukerombudet mener det er positivt at reglene nå skjerpes, men at det er saklig grunn til bekymring for hvorvidt de skjerpede reglene i praksis vil være tilstrekkelig til å redusere den iboende interessekonflikten. Forbrukerombudet mener det i praksis er nærmest umulig for den enkelte ikke-profesjonelle kunde å avdekke om foretaket har satt hensynet til egen inntjening foran hensynet til kundens interesser i å få anbefalt et spare- eller investeringsprodukt som er tilpasset kundens ønsker og behov, selv om foretaket plikter å gi kunden opplysninger om størrelsen på returprovisjonen for de ulike produkter foretaket tilbyr sine kunder. Forbrukerombudet viser også til at det svenske lovutvalget enstemmig foreslo i SOU 2015:2 «Värdepappersmarknaden MiFID II och MiFIR» et forbud mot returprovisjoner som kan medføre at kundens interesser påvirkes negativt, og siterer fra begrunnelsen for dette i SOUen s. 25. Videre viser Forbrukerombudet til at den svenske Finansinspektionen har argumentert for at forbudet skal utvides til et totalforbud, slik som i Storbritannia og Nederland, og siterer fra Finansinspektionens rapport av 03.02.2016 – «Ett nödvändigt steg för en bättre sparandemarknad». Det vises til at Finansinspektionen i rapporten argumenterer med at de regler som finnes per i dag om håndtering av interessekonflikter har vist seg utilstrekkelige, herunder fordi rådgiverne har feil insitament, og provisjoner utgjør den fremste inntektskilden for de fleste foretak som gir finansiell rådgivning, at bransjen ikke har klart å håndtere dette problemet, og at først når disse insitamentene forsvinner, så blir det mulig for forbrukerne å få god rådgivning og produkter basert på forbrukerne behov.

Dersom et forbud ikke innføres, mener Forbrukerombudet at det bør gis forskriftshjemmel til å innføre et helt eller delvis forbud hvis det viser seg at MiFID II ikke i tilstrekkelig grad løser utfordringene med interessekonflikt.

5.3.8.5 Departementets vurdering

Departementet legger til grunn at gjennomføring av MiFID II og utfyllende bestemmelser i kommisjonsforordninger har medført sterkere og forbedret investorbeskyttelse sammenholdt med MiFID I-reglene. Endringene i reglene om mottak av vederlag fra andre enn kunden, er et ledd i denne økte beskyttelsen sammen med nye regler om produktutvikling, endrede regler om håndtering av interessekonflikter og egnethetsvurderinger, samt økte krav til informasjon om kostnader, herunder krav til spesifisering av tredjepartsbetalinger, jf. omtale ovenfor i kapittel 5.2 og 5.3.

Vederlag fra andre enn kunden forstås i vid forstand og dekker både pengeytelser (f.eks. retur-

provisjoner) og naturalytelser (bl.a. analysetjenester). Et eksempel på returprovisjoner er når forvaltningsselskaper for verdipapirfond betaler distributører (banker og verdipapirforetak) en andel av den løpende forvaltningsgodtgjørelsen.

Når noen produkter eller tjenester genererer høyere provisjoner eller mottak av naturalytelser sammenliknet med andre produkter eller tjenester, kan det oppstå økonomiske insitamenter for visse foretak og visse individer om å gi råd utfra provisjonenes størrelse, og ikke utfra hva som er i kundens beste interesse, og det oppstår interessekonflikt. Problemstillingen som reises av utvalget og i høringsmerknadene, er om ovennevnte regler vil medføre tilstrekkelige håndtering av interessekonfliktene, eller om det bør innføres strengere, nasjonale krav til vederlag fra andre enn kunden innenfor rammene av det MiFID II tillater.

Returprovisjoner innebærer, som vist til av utvalgets flertall, at kostnaden ved rådgivning normalt er inkludert i produktet. Dette fører til at kunden må betale (indirekte) for rådgivning selv om kunden verken ønsker rådgivning eller mottar rådgivning. Dersom returprovisjoner forbys, kan kunden velge om vedkommende vil betale for rådgivning eller ikke. Et forbud vil dermed kunne føre til billigere produkter for de kundene som handler finansielle instrumenter uten forutgående rådgivning. En mer transparent prismodell vil også kunne føre til økt konkurranse mellom plattformer som tilbyr handel i finansielle instrumenter uten rådgivning, og dermed lavere priser for kundene.

En hovedinnvending mot et forbud har, som vist til i Finanstilsynets høringsmerknad, vært at det kan medføre at vanlige forbrukere ikke får nødvendig investeringsrådgivning fordi en stor andel av kundene i praksis ikke vil være villige til å betale særskilt for rådgivningen. Det anføres at forbrukere i større grad vil bli henvist til verdipapirforetakenes nettbaserte plattformer, og at omfanget av personlig rådgivning vil bli redusert. Undersøkelser av markedet i Storbritannia etter at forbudet mot returprovisjoner ble innført, viser ifølge Finanstilsynets høringsmerknad nettopp dette.

Som vist til i Forbrukerombudets høringsmerknad viser samtidig erfaringer fra Storbritannia at kvaliteten på rådgivningen har økt, at tilbudet av produkter som svarer bedre til kundenes behov har økt og produktprisen har falt, samtidig som det har vokst frem et internettbasert marked med forenklet rådgiving til lavere pris. Om tilsvarende utvikling vil ses i det norske markedet dersom det innføres et totalforbud, er imidlertid usikkert. Departementet viser til at verdipapirforetak integrert i konsern med både rådgivning, salg og produksjon av spareprodukter, herunder med forvaltningsselskaper for fond i konsernet, har en forholdsmessig høy andel av det det norske markedet per i dag, sammenliknet med eksempelvis Storbritannia. Slike foretak eller konsern med både produksjon og distribusjon, forutsettes å ville ha et insitament til å gi rådgivning om salg av egne produkter, uavhengig av eventuell returprovisjon.

Departementet antar på denne bakgrunn at utfordringer med rådgivningsunderskudd i det norske markedet vil kunne bli mindre enn eksempelvis Storbritannia ved innføring av et eventuelt generelt forbud, men at konsentrasjonsproblematikk, og innsnevring av utvalget av tilbydere og produkter, forutsetningsvis vil kunne være større.

Departementet anser i likhet med flertallet i utvalget at dersom et generelt, absolutt forbud mot returprovisjoner innføres, kan det innebære at produsenter i foretak eller konsern med egen distribusjon, får en konkurransefordel fremfor foretak uten egen distribusjon. Foretak uten egen distribusjon er avhengig av at andre distribuerer deres produkter hvilket normalt foregår mot vederlag/provisjon. Videre vil et forbud ikke fjerne insentiver til å distribuere egne produkter eller konsernprodukter som nevnt over. I likhet med Finanstilsynet antar departementet at generelle krav til forretningsmessig prising mellom konsernselskaper og finansforetakslovens krav til håndtering av interessekonflikter i begrenset grad kan motvirke nevnte konkurransevirkninger.

Departementet viser før øvrig til utvalgets vurdering av at eventuelle strengere nasjonale regler på dette området må sees i sammenheng med reglene som gjelder for forsikringsbaserte investeringsprodukter, for å unngå en konkurransemessig vridning mot salg av forsikringsbaserte investeringsprodukter fremfor finansielle instrumenter. Departementet er enig i dette utgangspunktet, men bemerker at det kan forekomme markedsmessige forskjeller, og at det også må gjøres en egen, konkret vurdering av markedet for forsikringsbaserte investeringsprodukter.

Departementet er videre enig med utvalgets flertall og en rekke av høringsinstansene i at det på dette området er en fordel om det i det vesentlige er likeartede regler på området i Norden, og viser til at de øvrige nordiske landene (Danmark, Sverige og Finland) har konkludert med at det skal innføres bestemmelser om returprovisjoner

som tilsvarer kravene i MiFID II, og vil derfor ikke innføre forbud mot returprovisjoner.

Basert på foreliggende opplysninger i utvalgs- og høringsprosessen kan departementet ikke se at det per i dag er særlige risikoer mot investorvernet eller mot markedets integritet i det norske markedet som begrunner et generelt, absolutt forbud mot returprovisjon etter MiFID II artikkel 24 nr. 12.

Departementet er på denne bakgrunn enig i vurderingen og forslaget fra utvalgets flertall om at reglene om vederlag fra andre enn kunden i MiFID II gjennomføres i verdipapirhandelloven uten ytterligere, nasjonale krav, jf. forslag til verdipapirhandelloven § 10-12 første til fjerde ledd, som med enkelte språklige endringer tilsvarer utvalgets utkast.

Departementet bemerker imidlertid at det forventes at verdipapirforetakene i oppfølgingen av de særskilte reglene om vederlag fra andre enn kunden og det øvrige regelverket om interessekonflikter og investorbeskyttelse vist til over, er seg særlig bevisst hvilken innvirkning vederlag fra andre enn kunden har på foretakets virksomhet i alle segmenter av regeletterlevelsen.

Departementet viser videre til at flere høringsinstanser er skeptiske til eller frarår at det ved forskrift skal kunne innføres et forbud mot returprovisjoner. Departementet mener i likhet med Finanstilsynet at det vil være naturlig at et eventuelt absolutt, generelt forbud mot returprovisjoner følges opp i en lovutredning. Departementet vil imidlertid bemerke at det kan forekomme konkrete omstendigheter som medfører at returprovisjoner også etter de ovennevnte regelendringene utgjør en særlig utfordring mot forbrukere eller markeds integritet, i enkeltsegmenter av det norske markedet eller for særskilte produkter, og at dette vil være forhold som etter omstendighetene kan være egnet å regulere i forskrift. Departementet foreslår på denne bakgrunn at det gis en hjemmel til at departementet i særlige tilfeller kan fastsette bestemmelser i forskrift om forbud mot vederlag fra andre enn kunden, jf. utkast til § 10-12 femte ledd.

5.3.9 Betaling for analyse

5.3.9.1 Gjeldende rett

Regler om vederlag fra andre enn kunden etter MiFID II og utfyllende kommisjonsforordninger, er gjennomført i MiFID II-forskriften og forskrift om utfyllende regler til MiFID II- og MiFIR-forskriftene (nivå 2).

5.3.9.2 EØS-rett

Analyse er å anse som en naturalytelse, og reglene om vederlag fra andre enn kunden som beskrevet ovenfor, vil derfor også omfatte adgangen til å motta analyse.

For analyse er det imidlertid også særskilt regulering i kommisjonsdirektiv (EU) nr. 2017/593 av at analyse som mottas fra tredjeparter på nærmere angitte vilkår ikke skal regnes som vederlag fra andre enn kunden. Forutsetningen er blant annet at analysen mottas som gjenytelse for direkte betaling fra verdipapirforetakets egne midler, hvor verdipapirforetaket kan øke sitt honorar til kundene for å dekke hele eller deler av kostnaden ved analyse, eller betaling fra en separat analysekonto som kontrolleres av verdipapirforetaket.

Verdipapirforetak som tilbyr både analysetjenester og utførelse av ordre, skal ifølge kommisjonsdirektiv (EU) nr. 2017/593 identifisere separate omkostninger som bare reflekterer kostnaden ved å utføre ordre. Hver enkelt fordel eller tjeneste som ytes fra samme verdipapirforetak til verdipapirforetak etablert i EØS, skal være gjenstand for separat identifiserbar betaling, og tilgangen til eller betalingen for slike fordeler eller tjenester skal ikke påvirkes av betalingen for utførelse.

I fortalen til kommisjonsdirektivet fremgår det at bakgrunnen for denne regelen er å tilrettelegge for at verdipapirforetakene skal kunne etterleve reglene om vederlag fra andre enn kunden.

5.3.9.3 Utvalgets vurdering

Utvalget viser til at det har vært vanlig praksis i det norske markedet at kostnadene knyttet til verdipapirforetakenes analysetjenester inkluderes i transaksjonskostnadene/kurtasjen kunden belastes for utførelse av ordre, og direkte betaling for analyse skjer kun unntaksvis. Kunder som benytter verdipapirforetaket til ordreutførelse, får dermed tilgang til analyser utarbeidet av foretaket uten ekstra kostnad.

Utvalget viser videre til at enkelte store internasjonale investorer benytter et begrenset antall verdipapirforetak til å utføre ordre på deres vegne, men ønsker likevel tilgang til analyse fra andre verdipapirforetak i det norske markedet. I disse tilfellene får verdipapirforetaket såkalte «sjekker» som betaling for analysen. Disse sjekkene kommer unntaksvis som direkte betaling fra investoren selv, men oftest som en betaling via en særskilt avtale (Commission Sharing Agreement).

Dette innebærer at en andel av kurtasjen som kunden betaler for ordeutførelse i et verdipapirforetak, benyttes til å betale for analyser utarbeidet av et annet verdipapirforetak.

Utvalget legger til grunn at praksisen med at analysetjenester inkluderes i transaksjonskostnadene vil endres ved gjennomføring av ovennevnte EØS-regler, og at uten endringer i verdipapirfondloven vil forvaltningsselskap som kjøper inn analysetjenester, måtte dekke slike utgifter av egne midler.

5.3.9.4 Høringsmerknader

Verdipapirfondenes forening (VFF) mener verdipapirfondloven må endres slik at analysekostnader kan dekkes av fondet. De viser til at det følger av gjeldende verdipapirfondlov § 4-6 første ledd at transaksjonskostnader ved verdipapirfondets plasseringer kan dekkes av fondet, og at det per i dag er vanlig praksis i det norske markedet at kostnadene knyttet til verdipapirforetakenes analysetjenester inkluderes i transaksjonskostnadene som kunden belastes for ved utførelse av ordre, men at denne praksisen forutsettes endret ved gjennomføring av reglene i MiFID II og kommisjonsdirektivet.

VFF viser til behovet for å kunne konkurrere på likest mulige vilkår med utenlandske forvaltningsmiljøer som begrunnelse for at det må gjøres en endring i verdipapirfondloven § 4-6. VFFs inntrykk er at det i andre land er relativt vid adgang til å belaste fondet ulike kostnader, så lenge andelseierne informeres om dette.

Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) er opptatt av at det skal være mulig å opprettholde et godt analysemiljø som sikrer en bredde i kvalitetsanalyser av både små og store selskaper.

NFF mener at det bør gjelde like regler for hvilke kostnader som kan belastes fondet i forbindelse med aktiv forvaltning og fondsforvaltning, slik at analysekostnader i fremtiden kan belastes verdipapirfondsporteføljene etter tilsvarende regler som for øvrige forvaltningsporteføljer. NFF mener at de begrensninger og krav til budsjett og vurderinger som følger av kommisjonsdirektivet, vil sikre at fondskundenes interesser ivaretas på en hensiktsmessig måte.

NFF mener videre at et krav til at forvaltningsselskapet skal dekke analysekostnader gjennom forvaltningshonoraret, vil utgjøre en vesentlig ulempe sammenliknet med utenlandske fondstilbydere. NFF viser herunder til at forvaltere av utenlandske fond kan benytte seg av ekstern analyse og belaste kostnaden i fondet.

NFF viser dessuten til at norske forvaltningsselskaper er små i en europeisk sammenheng, og at de er avhengige av å kunne benytte både intern og ekstern analyse for å gi kundene best mulig forvaltning. Dersom analysekostnader ikke kan belastes fondet, vil dette ifølge NFF favorisere store fondsforvaltere.

Folketrygdfondet påpeker viktigheten av at det opprettholdes et godt analysemiljø som sikrer en bredde i kvalitetsanalyser av både små og store selskaper.

Folketrygdfondet mener norske fond vil ha en ulempe i forhold til utenlandske fond dersom ikke analysekostnadene kan trekkes direkte fra fondet, og at dette vil kunne bety lavere etterspørsel etter analyser.

Folketrygdfondet mener på denne bakgrunn det bør vurderes å gjøre endringer i verdipapirfondloven slik at også norske fond kan ha samme valgfrihet med hensyn til dekning av analysekostnader som det utenlandske fond har.

5.3.9.5 Departementets vurdering

Departementet bemerker innledningsvis at virkningen av reglene i MiFID II og ufyllende kommisjonsrettsakter på analysetjenester er sammensatt. Som omtalt ovenfor skal hver enkelt tjeneste som ytes fra et verdipapirforetak til et annet verdipapirforetak i EØS, være gjenstand for separat identifiserbar betaling. Verdipapirforetak som både tilbyr analysetjenester og utførelse av ordre, må på denne bakgrunn skille ut omkostninger som kun reflekterer kostnaden ved å utføre ordre. Selv om de nye reglene om å identifisere separate omkostninger ikke gjelder direkte overfor forvaltningsselskaper, legges det til grunn at verdipapirforetakenes omlegging til separat prising vil bli vanlig praksis også i kundeforholdet mellom verdipapirforetak og forvaltningsselskap.

Videre vil reglene om vederlag fra andre enn kunden som omtalt ovenfor, innebære at foretak som yter aktiv kapitalforvaltning eller uavhengig investeringsrådgivning, ikke kan motta vederlag, herunder analyser, fra andre enn kunden (unntatt mindre naturalytelser). Det er nærmere regulert i utfyllende rettsakter til MiFID II i hvilke tilfeller mottak av eksterne analyser ikke er å anse som vederlag fra andre enn kunden.

Reglene skal bidra til riktig prising av de ulike tjenestene i verdipapirforetakene, blant annet ved økt kostnadstransparens, og ved at etterspørsel av én tjeneste ikke skal påvirkes av koblinger til andre tjenester. Det har vært antatt at reglene i praksis ikke bare vil påvirke hvordan det betales

for analysetjenester, men også selve markedet for tilbud og etterspørsel av slike tjenester. Departementet bemerker at det er vanskelig å si noe sikkert om hvordan etterspørselen av analysetjenester totalt sett vil påvirkes av nevnte regelverk, men flere studier har konkludert med at den endring i prisstrukturen som følger av MiFID II, høyst sannsynlig vil bety lavere samlet etterspørsel etter analyser.

Departementet bemerker at EØS-reglene om henholdsvis vederlag fra andre enn kunden, og krav til opplysninger om kostnader og gebyrer som omtalt ovenfor, er krav som følger av MiFID II og utfyllende kommisjonsrettsakter, og gjennomføres i nasjonal rett i verdipapirhandelloven med forskrifter. Departementet viser imidlertid til at *Verdipapirfondenes forening (VFF) og Norske Finansanalytikeres Forening (NFF)* anmoder om at verdipapir*fond*loven endres slik at kostnader til analyse skal kunne kreves dekket av fondets midler, for å avbøte det høringsinstansene mener er uheldig utslag av ovennevnte EØS-regelverk. Også *Folketrygdfondet* mener en slik endring bør vurderes.

Høringsinstansene viser til at transaksjonskostnader ved verdipapirfondets plasseringer kan dekkes av fondet etter gjeldende verdipapirfondlov § 4-6, og at det før innføringen av MiFID II har vært vanlig praksis i det norske markedet å inkludere kostnadene til analysetjenester i transaksjonskostnadene som kunden belastes for ved utførelse av ordre.

Høringsinstansene begrunner behovet for endring i verdipapirfondloven § 4-6 med at norske forvaltningsselskaper bør kunne konkurrere på likest mulig vilkår med internasjonale aktører. Det vises til at andre europeiske land har større fleksibilitet i reguleringen, der kostnader til analyse kan belastes fondet ved siden av forvaltningsgodtgjørelsen.

Departementet legger i likhet med utvalget til grunn at separat prising av analysetjenester vil medføre at forvaltningsselskap som kjøper inn analysetjenester, ikke vil kunne belaste fondet direkte for slike utgifter etter gjeldende verdipapirfondlov § 4-6. Departementet presiserer at kostnader til analyse også uten en lovendring vil kunne dekkes av verdipapirfondet ved at analysekostnadene, i likhet med andre kostnader, inkluderes i fastsettelsen av størrelsen på forvaltningsgodtgjørelsen. Spørsmålet er om forvaltningsselskapet skal kunne belaste fondet direkte for analysekostnader, eller om selskapene må benytte inntekten fra forvaltningsgodtgjørelsen til å betale for eksterne analyser.

Departementet er som et utgangspunkt enig i at den norske fondsbransjens evne til å konkurrere med utenlandske aktører bør vektlegges. Departementet forstår det slik at det i Sverige og Danmark vil være en viss adgang til å belaste fondene for analysekostnader utover forvaltningsgodtgjørelsen. Departementet antar at også andre jurisdiksjoner har en større fleksibilitet i lovgivningen med hensyn til å belaste fondet for kostnader enn i Norge.

Departementet bemerker imidlertid at fond som er underlagt verdipapirfondloven, herunder restriksjonene for hvilke kostnader som kan kreves dekket direkte fra fondet, er såkalte UCITS-fond og nasjonale fond. Dette er produkter som utgjør en vesentlig mer homogen gruppe enn andre typer fond, og som ofte vil kunne være egnet for ikke-profesjonelle investorer. At de samlede kostnader forbundet med en investering i fondet i størst mulig grad reflekteres gjennom forvaltningsgodtgjørelsen, bidrar slik departementet ser det til å ivareta målsettingen om at verdipapirfond skal være enkle og oversiktlige spareprodukt som kan egne seg for sparing for ikke-profesjonelle investorer.

Dersom analysekostnadene kan dekkes fra fondet i tillegg til forvaltningshonoraret, vil dette slik departementet ser det også svekke sammenlikningsgrunnlaget for investorene mellom norske aktivt forvaltede fond med stort analysebehov og indeksfond uten behov for analyse. Isolert sett vil forvaltningsgodtgjørelsen for verdipapirfond som forvaltes av forvaltningsselskaper som i mindre grad er avhengig av eksterne analyser, også kunne bli høyere enn for fond forvaltet av selskap som er mer avhengig av ekstern analyse.

Departementet registrerer videre at mange av de største europeiske forvaltningsselskapene har uttalt at de vil dekke kostnadene til eksterne analyser selv. Dette innebærer at en eventuell konkurranseulempe for de norske forvaltningsselskapene ved å ha strengere nasjonale regler, vil kunne få mindre betydning.

Departementet viser til at NFF og Folketrygdfondet også trekker frem viktigheten av at det opprettholdes gode norske analysemiljøer som sikrer bredde i kvalitetsanalyser av både små og store selskaper. Dersom ikke analysekostnadene kan trekkes direkte fra fondet, vil dette ifølge Folketrygdfondet kunne bety lavere etterspørsel etter analyse.

Departementet er som et utgangspunkt oppmerksom på at analysetjenester av god kvalitet og i tilstrekkelig omfang er av betydning for markedets funksjon og at spesielt analysedek-

ning av små og mellomstore bedrifter, og verdipapirforetak som distribuerer analyse for slike virksomheter, kan bli særlig berørt dersom endrede regler reduserer etterspørselen etter analysetjenester.

Når det gjelder virkningen for forvaltere av separat betaling for analyser, antas dette å kunne gi seg utslag i mer selektive innkjøp av analyser som forutsetningsvis passer godt til investeringsmandatet. Videre kan det forventes at forvaltere vil stille større krav til kvaliteten på de analyser som kjøpes. Departementet antar videre at endringer i etterspørsel av analyse vil komme uavhengig av hvordan man velger å regulere kostnadene i verdipapirfondloven. Hensynet til en eventuell, begrenset økt etterspørsel av analyse dersom forvalter kan kreve analysekostnadene dekket utenom forvaltergodtgjørelsen, veier slik departementet ser det ikke tyngre enn ovennevnte hensyn til kostnadstransparens og mer selektivt, tilpasset innkjøp av analyser.

Departementet mener på denne bakgrunn at gjeldende regulering av forvalters adgang til å kreve kostnader dekket direkte fra verdipapirfondet er hensiktsmessig også etter endringene som følger av MiFID II, og at verdipapirfondloven § 4-6 derfor ikke bør endres i samsvar med høringsinstansenes forslag.

5.3.10 Adgang til å drive annen næringsvirksomhet

5.3.10.1 Gjeldende rett

Verdipapirforetak kan ikke drive annen næringsvirksomhet uten at dette har naturlig sammenheng med utøvelsen av investeringstjenestevirksomheten, jf. gjeldende verdipapirhandellov § 10-2. Finanstilsynet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra denne begrensningen. Videre kan ikke verdipapirforetaket delta i driften, eller ha nærmere angitt innflytelse eller ansvar i annet foretak, dersom dette svekker verdipapirforetakets uavhengige stilling.

Det følger videre av verdipapirhandelloven § 10-3 første ledd at ansatte i verdipapirforetak som normalt har innsyn i, eller arbeider med foretakets investeringstjenester, ikke må være medlem av styre, bedriftsforsamling eller representantskap, eller ha nærmere angitt innflytelse i foretak med finansielle instrumenter som er gjenstand for organisert omsetning eller forvaltningsselskap for verdipapirfond. Finanstilsynet har lagt til grunn en restriktiv praksis ved søknader om dispensasjon etter denne bestemmelsen.

5.3.10.2 EØS-rett

Tilsvarende som etter MiFID I inneholder MiFID II ikke regler om verdipapirforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet eller ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet.

5.3.10.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget mener det er hensiktsmessig å opprettholde bestemmelsen i § 10-2 i gjeldende verdipapirhandellov om regulering av foretakenes adgang til å drive annen næringsvirksomhet, både av hensyn til verdipapirforetakenes uavhengighet, og for å hindre at foretakene pådras økonomisk risiko som ikke har naturlig sammenheng med investeringstjenestevirksomheten. Ettersom dette er et forhold som ikke er regulert av MiFID II, og det ikke er endringer på dette området fra MiFID I, legger utvalget til grunn at direktivet ikke er til hinder for en slik bestemmelse. Utvalget foreslår at bestemmelsen videreføres i ny § 10-3.

Når det gjelder forbudet mot ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet etter verdipapirhandelloven § 10-3 første ledd, viser utvalget til at hovedhensynet bak forbudet er å bidra til å ivareta markedets tillit til at verdipapirforetakene og deres ansatte opptrer uavhengig. Ved å begrense ansattes adgang til å inneha enkelte posisjoner, skal bestemmelsen ifølge utvalget hindre potensielle interessekonflikter og redusere muligheten for utilbørlig informasjonshåndtering.

Utvalget viser til at verdipapirhandelloven § 10-3 medfører at ansatte som arbeider i norske verdipapirforetak er underlagt strengere begrensinger enn ansatte i verdipapirforetak hjemmehørende i Sverige og Danmark, og at i konkurransen om attraktiv arbeidskraft kan dette være en ulempe for norske verdipapirforetak. Hensynet til like regler i Norden tilsier ifølge utvalget at bestemmelsen ikke bør videreføres. Utvalget fremhever imidlertid at hensynene som bestemmelsen skal ivareta er meget sentrale, herunder at verdipapirforetakene er betrodde mellommenn hvor kravene til uavhengighet er helt avgjørende, og at dette tilsier at ansattes adgang til å være styremedlem/storinvestor i børsnoterte foretak og forvaltningsselskap fortsatt bør reguleres. Utvalget skriver:

> «Etter en samlet vurdering har utvalget kommet frem til at forbudet i § 10-3 foreslås videreført, men at kompetansen til å innvilge dispensasjon tillegges verdipapirforetaket. Det fore-

slås at styret i særlige tilfeller kan gi dispensasjon til daglig leder, og at daglig leder i særlige tilfeller kan gi dispensasjon til øvrige ansatte som omfattes av virkeområdet for bestemmelsen. Daglig leder skal orientere styret om de dispensasjoner som innvilges.

I vurderingen må foretaket legge særlig vekt på om rollen innebærer interessekonflikter, den ansattes mulighet til å nyttiggjøre seg informasjonen vedkommende vil tilegne seg, verdipapirforetakets uavhengighet og hensynet til forsvarlig informasjonshåndtering. Dersom det er tale om å inneha verv i et børsnotert selskap i et land hvor verdipapirforetaket ikke driver virksomhet, vil det eksempelvis kunne være aktuelt å gi dispensasjon, etter en konkret vurdering. Utvalget vurderer at det kan være grunnlag for å gi dispensasjon selv om det ikke kan *utelukkes* at forutsetningene for å gi dispensasjon kan endre seg på sikt, for eksempel at verdipapirforetaket kan starte opp virksomhet i det aktuelle landet hvor den ansatte sitter i styret i et børsnotert selskap på et senere tidspunkt. Foretakene må imidlertid ha rutiner for å fange opp situasjoner hvor forutsetningene for å gi dispensasjon kan endre seg.

Etter gjeldende rett er det kun hjemmel til å gi dispensasjon fra første ledd første punktum, og ikke annet punktum. Etter utvalgets vurdering bør det også være adgang til å dispensere fra forbudet mot å ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd i slikt selskap.

Utvalget legger til grunn at foretaket må dokumentere daglig leders og styrets vurderinger og føre lister over de dispensasjonene som innvilges, slik at det kan føres tilsyn med foretakenes praksis etter bestemmelsen».

Utvalget foreslår at § 10-3 første ledd i gjeldende verdipapirhandellov videreføres i ny § 10-4. I annet ledd er det foreslått at styret kan gjøre unntak fra første ledd.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 6.3.3.

5.3.10.4 Høringsmerknader

Advokatforeningen mener det ikke bør oppstilles nasjonale særkrav for norske verdipapirforetaks virksomhet med mindre det foreligger vektige grunner for dette. Advokatforeningen forstår utvalgets uttalelser slik at verdipapirforetakene ikke vil være forpliktet til å videreføre Finanstilsynets strenge dispensasjonspraksis, men oppstiller enkelte kriterier som foretaket må legge særlig vekt på i vurderingen av om dispensasjon skal gis. Advokatforeningen er enig med lovutvalget i at et forbud mot å inneha verv eller bestemmende innflytelse som nevnt, kan bidra til å ivareta markedets tillit til at verdipapirforetakene og deres ansatte opptrer uavhengig, og på bakgrunn av at kompetansen til å innvilge dispensasjon tillegges verdipapirforetaket, sammenhold med de kriteriene som er oppstilt for skjønnet, støtter Advokatforeningen lovutvalgets forslag.

5.3.10.5 Departementets vurdering

Departementet viser til at hensynet bak de gjeldende restriksjoner for nærmere angitte ansatte i verdipapirforetak til å påta seg visse styreverv mv. er å hindre potensielle interessekonflikter og redusere muligheten for utilbørlig informasjonshåndtering, og derigjennom bidra til å ivareta tilliten til at verdipapirforetakene opptrer uavhengig. Departementet ser imidlertid at dagens regler også kan ha negative konsekvenser, og i visse tilfeller medfører strengere begrensninger enn for ansatte i verdipapirforetak hjemmehørende i øvrige land i Norden.

Departementet er enig i utvalgets vurdering av at dagens regel med dispensasjonsadgang fra Finanstilsyn bør erstattes med en regel der foretaket selv i særlige tilfeller kan gi dispensasjon fra forbudet mot ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet. Se forslag til verdipapirhandelloven § 10-4 om ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet som samsvarer med utvalgets utkast.

Departementet viser til Advokatforeningens høringsmerknad, og bekrefter at foretakene selv ikke plikter å videreføre Finanstilsynets dispensasjonspraksis. Departementet presiserer imidlertid at det forutsettes at foretaket gjør en grundig vurdering og avveiing av relevante hensyn når foretaket avgjør om det i særlige tilfeller skal gis dispensasjon fra forbudet, herunder hensyntatt relevante forhold i det aktuelle foretaket eller konsernet.

Departementet viser til at det i bestemmelsens annet ledd er nærmere angitt hvilken rolle henholdsvis daglig leder og styret har ved slik dispensasjon. Dette presiser slik departementet ser det hvor ansvaret ligger for at relevante hensyn ivaretas, både ved innvilgelse av dispensasjon og ved hensiktsmessig kontroll av at eventuelle vilkår og forutsetninger for dispensasjonen etterleves. Departementet er for øvrig enig i utvalgets beskrivelse av sentrale hensyn.

Departementet er videre enig i utvalgets vurdering av at bestemmelsen om verdipapirfore-

takenes adgang til å drive annen næringsvirksomhet i gjeldende verdipapirhandellov, bør videreføres. Se forslag til verdipapirhandelloven § 10-3 om verdipapirforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet som samsvarer med utvalgets utkast.

5.3.11 Kompetansekrav for ansatte

5.3.11.1 Gjeldende rett

I MiFID II-forskriften er det gjennomført regler om kompetansekrav for ansatte i samsvar med MiFID II.

En stor andel av verdipapirforetakene er på frivillig basis tilknyttet autorisasjonsordninger for ansatte som administreres av Verdipapirforetakenes Forbund og Finans Norge.

5.3.11.2 EØS-rett

MiFID II artikkel 25 nr. 1 inneholder et nytt, eksplisitt krav til ansattes kompetanse. Verdipapirforetak skal sikre, og på anmodning dokumentere overfor tilsynsmyndigheten, at personene som yter investeringsrådgivning eller gir opplysninger om finansielle instrumenter, investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, innehar nødvendig kunnskap og kompetanse til å oppfylle de kravene som stilles etter MiFID II artikkel 24 og 25.

EØS-statene skal utarbeide og offentliggjøre hvilke kriterier som skal anvendes for å vurdere kravene til kunnskap og kompetanse. Kriteriene skal baseres på ESMAs retningslinjer utarbeidet med hjemmel i artikkel 25 nr. 9.

5.3.11.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår at MiFID II artikkel 25 nr. 1 gjennomføres i norsk rett i ny bestemmelse om kompetansekrav for ansatte som yter investeringsrådgivning, jf. utkast til verdipapirhandelloven § 10-14.

Utvalget legger til grunn at Finanstilsynet kan be om dokumentasjon med hjemmel i finanstilsynsloven § 4, og at det dermed ikke er nødvendig å presisere i verdipapirhandelloven at verdipapirforetak på anmodning skal dokumentere overfor tilsynsmyndigheten at de aktuelle ansatte har nødvendig kunnskap og kompetanse.

Utvalgets vurdering er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 6.8.3.

5.3.11.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

5.3.11.5 Departementets vurderinger

Departementet bemerker at innføringen av eksplisitte kompetansekrav til ansatte i verdipapirforetak etter MiFID II, er et ledd styrkingen av investorvernet, med formål å redusere sannsynligheten for at investorene mottar investeringstjenester som ikke er i samsvar med loven, og for øvrig bidra til økt kvalitet på tjenesteytingen. Departementet viser i den sammenheng også til det eksplisitte kravet om at verdipapirforetak skal forstå de finansielle instrumentene som foretaket tilbyr eller anbefaler, som beskrevet ovenfor i 5.2.5.

Departementet er enig i utvalgets vurderinger og forslag til regulering av ansattes kompetanse, og viser til forslag til verdipapirhandelloven § 10-14 første ledd, som med mindre presiseringer samsvarer med utvalgets utkast.

Departementet legger til grunn at frivillig tilknytning til autorisasjonsordninger for ansatte som administreres av Verdipapirforetakenes Forbund og Finans Norge, fortsatt vil spille en viktig rolle. Departementet foreslår på denne bakgrunn å videreføres gjeldende verdipapirhandellov § 9-28 om «behandling av personopplysninger i tilknytning til autorisasjonsordninger for ansatte» i ny § 10-14, men slik at henvisningen til personopplysningsloven § 2 nr. 8 bokstav b erstattes med henvisning til *personvernforordningen artikkel 10*.

Departementet bemerker at EØS-statene ifølge MiFID II artikkel 25 nr. 1 skal utarbeide og offentliggjøre hvilke kriterier som skal anvendes for å vurdere kravene til kunnskap og kompetanse. Om slike krav fastsettes ved forskrift med hjemmel i § 10-14 eller på annen måte, forutsettes å bero på arten av de aktuelle krav.

5.3.12 Fast forretningssted

5.3.12.1 Gjeldende rett

Det følger av gjeldende verdipapirhandelloven § 10-11 tiende ledd at investeringstjenester bare kan foretas fra fast forretningssted.

5.3.12.2 EØS-rett

Det spesifikke kravet til fast forretningssted har ingen parallell i EØS-retten.

5.3.12.3 Utvalgets vurderinger

Et flertall av utvalgets medlemmer har etter en samlet vurdering kommet til at bestemmelsen i gjeldede § 10-11 tiende ledd om at investeringstje-

nester bare kan foretas fra fast forretningssted, ikke forslås videreført.

Et mindretall av utvalgets medlemmer mener bestemmelsen i § 10-11 tiende ledd kan og bør videreføres.

5.3.12.4 Høringsmerknader

Verdipapirfondenes forening og Advokatforeningen støtter utvalgets forslag. Advokatforeningen bemerker at det ikke bør oppstilles nasjonale særkrav for norske verdipapirforetaks virksomhet med mindre det foreligger vektige grunner for dette, og kan ikke se at det har fremkommet slike grunner for å opprettholde kravet om fast forretningssted, og uttaler videre:

> «Som påpekt av utvalgets flertall oppstiller verdipapirhandelloven et krav om god forretningsskikk, og det skal i god tid gis relevante opplysninger til kunder eller potensielle kunder, og verdipapirforetaket må sørge for at kundene får tilstrekkelig med tid til å fatte en informert investeringsbeslutning. Disse reglene synes å treffe de hensyn som kravet om ytelse fra fast forretningssted er ment å ivareta på en god måte. Advokatforeningen antar at et generelt forbud mot å yte investeringstjenester utenfor fast forretningssted – uten hensyn til begrunnelsen for dette eller hvilke tiltak foretaket har iverksatt for å sikre etterlevelse av kravet til god forretningsskikk – vil kunne legge utilsiktede hindringer i veien for verdipapirforetakenes virksomhet og ønsket om god kundepleie. Advokatforeningen ser heller ikke bort fra at begrunnelsen for et absolutt forbud mot å yte investeringstjenester fra annet enn fast forretningssted er svakere i en tid hvor kundene enkelt kan oppsøke tilsvarende nettbaserte tjenester. Advokatforeningen støtter på denne bakgrunn forslaget fra utvalgets flertall».

Forbrukerombudet viser i sin høringsmerknad til at et sentralt formål med kravet i gjeldende § 10-11 tiende ledd om at investeringstjenester bare kan foretas fra fast forretningssted, er å beskytte kunden mot å bli oppsøkt hjemme eller andre steder utenfor verdipapirforetakets lokaler og bli presset til å inngå kundeavtale eller fatte investeringsbeslutninger på stedet. Forbrukerombudet er enig med mindretallet, og mener hensynet til investorbeskyttelse taler for at regelen bør videreføres, og at MiFID II ikke er til hinder for dette, og viser herunder til Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 7.3.5 på s. 107 der det blant annet uttales at dette ikke er et forhold som etter sin art reguleres av MiFID. Etter Forbrukerombudets syn er det grunn til å tro at det foregår en viss grad av dørsalg av bank- og investeringstjenester, og de viser blant annet til nærmere angitte avgjørelser fra Finansklagenemnda og dom i Stavanger tingrett hvor det heter at den aktuelle banken i en årrekke har tilbudt hjemmebesøk som ledd i sin virksomhet, og hvor kunden i den aktuelle saken fikk hjemmebesøk av bankens assisterende banksjef og salgsleder. På denne bakgrunn mener Forbrukerombudet at det er viktig å verne forbrukerne mot dørsalg av investeringstjenester, og at det er behov for å videreføre dagens eksplisitte forbud.

5.3.12.5 Departementets vurdering

Departementet bemerker at formålet med kravet om fast forretningssted etter gjeldende verdipapirhandellov § 10-11 tiende ledd, er å beskytte kunden mot å bli oppsøkt hjemme eller andre steder utenfor verdipapirforetakets lokaler og bli presset til å inngå kundeavtale eller fatte investeringsbeslutninger på stedet. Departementet er av den oppfatning at en slik virksomhet uansett vil være i strid med reglene om god forretningsskikk og informasjon til kunden.

Departementet mener i likhet med utvalgets flertall at systematikken i MiFID II best ivaretas gjennom anvendelse av nevnte regler om god forretningsskikk og informasjon til kunden, og ikke ved et eksplisitt påbud om fast forretningssted. Departementet foreslår på denne bakgrunn ikke å videreføre bestemmelsen i gjeldende § 10-11 tiende ledd.

5.3.13 Kundeklassifisering og tjenesteyting overfor kvalifisert motpart

5.3.13.1 Gjeldende rett

Verdipapirforetakene skal klassifisere sine kunder som henholdsvis ikke-profesjonelle, profesjonelle og kvalifiserte motparter, jf. gjeldende verdipapirforskriften §§ 10-1 til 10-7. I verdipapirhandelloven § 10-14 annet ledd er det angitt hvilke foretak, myndigheter og organisasjoner som alltid regnes som kvalifiserte motparter.

Kundeklassifiseringen har betydning for anvendelsen av enkelte av lovens regler om investorbeskyttelse

Det er redegjort ytterligere for ovennevnte bestemmelser i NOU 2017: 1 kapittel 6.5.1. og 6.14.1.

5.3.13.2 EØS-rett

MiFID II vedlegg II del I angir hvilke kategorier av kunder som regnes som profesjonelle etter direktivet (kredittinstitusjoner, verdipapirforetak, forsikringsselskaper mv.). Ikke-profesjonelle kunder er negativt definert. Dette innebærer at kunde som ikke er klassifisert som profesjonell, er å anse som ikke-profesjonell.

MiFID II vedlegg II del I er i hovedsak en videreføring av tilsvarende vedlegg i MiFID I, men klassifiseringen som profesjonell eller ikke-profesjonell har betydning for anvendelsen av enkelte ytterligere av reglene i MiFID II og MiFIR sammenliknet med MiFID I. Videre presiseres det i fortalen punkt 30, og fremgår motsetningsvis av vedlegg II del II, at kommuner ikke skal være å anse som profesjonelle etter del I, men kan anmodes om å bli behandlet som profesjonelle på nærmere angitte vilkår etter del II.

Reglene om kvalifiserte motparter i MiFID II er inntatt i artikkel 30. Bestemmelsen viderefører i hovedsak MiFID I. En endring fra MiFID I er at det er inntatt et nytt krav om at EØS-statene skal sikre at verdipapirforetak i deres relasjon med kvalifiserte motparter opptrer ærlig, redelig og profesjonelt og kommuniserer på en måte som er hederlig, klar og ikke villedende med hensyn til arten av den kvalifiserte motparten og dens virksomhet.

EØS-statene skal sikre at verdipapirforetak innhenter uttrykkelig bekreftelse fra den kvalifiserte motparten om at vedkommende foretak/institusjon samtykker til å bli behandlet som kvalifisert motpart. Bekreftelsen kan innhentes gjennom en generell avtale eller i forbindelse med den enkelte transaksjon.

Som i MiFID I kan EØS-statene velge å anse også andre foretak/institusjoner som kvalifiserte motparter, jf. MiFID II artikkel 30 nr. 3.

Det er redegjort ytterligere for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 6.5.2 og 6.14.2.

5.3.13.3 Utvalgets vurdering

Utvalget viser til at MiFID I vedlegg II ble delvis gjennomført i verdipapirforskriften. I tråd med prinsippet om at direktivet skal gjennomføres som lovbestemmelser, foreslår utvalget at definisjonen av profesjonelle kunder inntas i verdipapirhandelloven. Definisjonen av profesjonelle kunder henger nært sammen med reglene om investorbeskyttelse, og utvalget foreslår derfor å plassere bestemmelsene i kapittel 10, jf. utkastet §§ 10-6 til 10-8. Utvalget legger til grunn at bestemmelsene innebærer en videreføring av gjeldende rett.

Utvalget foreslår videre at gjeldende verdipapirhandellov § 10-14 om kvalifiserte motparter i hovedsak videreføres i ny § 10-23. Utvalget bemerker at som følge av endringen i direktivet, inngår ikke foretak som nevnt i gjeldende verdipapirhandellov § 9-2 annet ledd nr. 7 til 9 i oversikten over institusjoner som ansees som kvalifiserte motparter.

Utvalget foreslår at det nye, generelle kravet i MiFID II artikkel 30 om at verdipapirforetak skal opptre ærlig, redelig og profesjonelt overfor kvalifiserte motparter, gjennomføres i ny § 10-23 fjerde ledd.

Videre har utvalget foreslått at kravet om at verdipapirforetak skal innhente uttrykkelig bekreftelse fra den kvalifiserte motparten, gjennomføres i ny § 10-23 femte ledd.

5.3.13.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

5.3.13.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurdering og utkast til definisjon av profesjonelle kunder og kvalifiserte motparter, og viser til forslag til verdipapirhandelloven §§ 10-6 til 10-8 og § 10-23 som tilsvarer utvalgets utkast med mindre endringer.

Departementet presiserer i likhet med utvalget at kommuner ikke omfattes av ordlyden «regionale myndigheter» i utkast til § 10-6 første ledd nr. 3, og er ikke er å anse som profesjonelle etter forslag til verdipapirhandelloven § 10-6. Dette fremgår også av MiFID II vedlegg II del II som lister opp lokale offentlige myndigheter og kommuner som eksempler på kunder som på nærmere angitte vilkår kan anmode om å bli behandlet som profesjonelle.

5.3.14 Lån av finansielle instrumenter

5.3.14.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 10-5 har regler om verdipapirforetaks formidling av avtaler om lån av finansielle instrumenter.

Gjeldende rett er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.13.2.1.

5.3.14.2 EØS-rett

MiFID II har ikke har regler om sikkerhet ved formidling av lån av finansielle instrumenter. Regler om rapportering av verdipapirfinansieringstransaksjoner og gjenbruk av sikkerheter kommer i forordning (EU) nr. 2015/2365 om gjennomsiktighet ved verdipapirfinanseringstransaksjoner (SFTR).

5.3.14.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at verdipapirforetak deltar i markedet for verdipapirlån på lik linje med andre aktører, og at foretakene er underlagt generelle regler om risikostyring, som tilsier at særlige regler ikke er nødvendig.

Utvalget foreslår å oppheve gjeldende verdipapirhandellov § 10-5 og forskrift om marginsikkerhet ved formidling av lån av finansielle instrumenter og utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirforetakets egen portefølje.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.13.2.3.

5.3.14.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt konkrete merknader til forslaget.

5.3.14.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurdering og forslag om å oppheve bestemmelsen i gjeldende verdipapirhandellov § 10-5 om marginsikkerhet ved formidling av lån av finansielle instrumenter.

5.3.15 Verdipapirforetaks handel med derivater

5.3.15.1 Gjeldende rett

Det følger av verdipapirhandelloven § 10-6 at verdipapirforetak ved formidling av handler i derivater skal påse at det har betryggende sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser.

Gjeldende rett er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.13.3.1.

5.3.15.2 EØS-rett

Verken MiFID II eller MiFIR har regler om betryggende sikkerhet ved verdipapirforetaks formidling og handel med derivater.

5.3.15.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at gjeldende § 10-6 om at verdipapirforetak ved formidling av handler i derivater skal påse at det har betryggende sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser, ble innført i verdipapirhandelloven av 1997, og utvalget redegjør for historikken bak bestemmelsen. Utvalget bemerker at i dag benyttes andre modeller for clearing etter krav fra EMIR (forordning om OTC-derivater, sentrale motparter mv.), og EMIR ivaretar bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 10-6. Utvalget foreslår derfor å oppheve verdipapirhandelloven § 10-6.

5.3.15.4 Høringsinstansenes merknader

Oslo Børs er enig i bestemmelsen oppheves og at tilfredsstillende sikkerhet ivaretas av regelverket etter EMIR.

5.3.15.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurdering og forslag om å oppheve bestemmelsen i gjeldende verdipapirhandellov § 10-6 om at verdipapirforetak ved formidling av handler i derivater skal påse at det har betryggende sikkerhet for oppfyllelse av sine forpliktelser.

6 Algoritmehandel, direkte elektronisk tilgang og clearingtjenester

6.1 Gjeldende rett

I MiFID II-forskriften ble det vedtatt nye bestemmelser om algoritmehandel og direkte elektronisk tilgang til handelsplass i samsvar med bestemmelsene i MiFID II. Det ble videre vedtatt bestemmelser om verdipapirforetak som opptrer som alminnelige clearingmedlem for kunde.

Før MiFID II-forskriften var dette ikke særskilt regulert. Under MiFID I ble det imidlertid, med utgangspunkt i de generelle organisatoriske kravene til regulert marked, MHF og verdipapirforetak, utarbeidet retningslinjer fra ESMA om automatisert handel, som blant annet omhandler organisatoriske krav til handelsplasser og verdipapirforetak.

Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 3.11.1.

6.2 EØS-rett

Algoritmehandel

Både algoritmehandel og høyfrekvent algoritmehandel er definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1, i henholdsvis punkt 39 og 40, og utdypet i kommisjonsforordning (EU) 2017/565.

I MiFID II artikkel 17 nr. 1 til 4. om algoritmehandel stilles det flere krav til egnede systemer og risikokontroller for verdipapirforetak som utfører algoritmehandel i sin virksomhet. Kravene er utdypet i kommisjonsforordning (EU) 2017/589. Disse bestemmelsene gjelder i tillegg til organiseringskravene til verdipapirforetakene i artikkel 16.

Det er enkelte tilleggskrav for verdipapirforetak som utfører *høyfrekvent algoritmehandel,* og for verdipapirforetak som utfører algoritmehandel som en del av en prisstillerstrategi.

Reglene om algoritmehandel gjelder i utgangspunktet verdipapirforetak, men omfatter også nærmere angitte typer virksomhet unntatt fra konsesjonskravene dersom de er medlemmer på regulert marked eller deltakere på MHF, jf. MiFID II artikkel 1 nr. 5.

Et regulert marked skal etter MiFID II artikkel 48 nr. 6 ha systemer på plass for å sikre at algoritmehandel ikke skaper eller medvirker til forstyrrelser i handelen. Regelen er gitt tilsvarende anvendelse for MHFer og OHFer.

EØS-retten er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.11.2

Direkte elektronisk tilgang

MiFID II artikkel 17 nr. 5 har regler om hvilke plikter som gjelder for verdipapirforetak som tilbyr direkte elektronisk tilgang til en handelsplass for sine kunder. Med direkte elektronisk tilgang (eng. direct electronic access – DEA) menes at et foretak tilbyr kundene å handle direkte på handelsplassen gjennom foretakets handelsidentitet (eng. trading code), slik at personene kan sende elektroniske ordre knyttet til et finansielt instrument direkte til handelsplassen. Direkte elektronisk tilgang omfatter både direkte markedsadgang (eng. direct market access – DMA) og sponset tilgang (eng. sponsored access), og er nærmere definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 41. Definisjonen er utdypet i kommisjonsforordning (EU) 2017/565.

Det følger av MiFID II artikkel 17 nr. 5 at foretak som tilbyr sine kunder direkte elektronisk tilgang, forblir ansvarlige etter bestemmelsene i direktivet for handelen som gjøres gjennom tilgangen, og det stilles nærmere krav til denne virksomheten, herunder til overvåkning av transaksjonene og avtaleinngåelsen med kunden. Reglene om direkte elektronisk tilgang er utdypet i kommisjonsforordning (EU) 2017/589.

MiFID II artikkel 48 nr. 7 stiller krav til at regulert marked som tillater direkte elektronisk tilgang, har på plass effektive systemer for å sikre at kun medlemmer som har tillatelse etter MiFID II eller kredittinstitusjoner etter direktiv 2013/36/EU (CRD IV) tilbyr slik tilgang, at medlemmer som tilbyr slik tilgang har fastsatt hensiktsmessige kriterier til egnethet av brukerne, og at medlemmet har ansvaret relatert til krav etter MiFID II for ordre og handler som utføres ved

bruk av slik tilgang. Regelen er gitt tilsvarende anvendelse for deltakere på MHFer og kunder av OHFer.

EØS-retten er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.11.2

Clearingtjenester

Etter MiFID II artikkel 17 nr. 6 stilles det krav til verdipapirforetak som er alminnelig clearingmedlem for andre personer. Med alminnelig clearingmedlem (eng. general clearing member – GCM) menes et foretak som har blitt godkjent av den sentrale motparten til å cleare egne transaksjoner og kundetransaksjoner på vegne av kunder som har inngått avtale med clearingmedlemmet. Disse kundene er ikke selv clearingmedlemmer, men får clearet egne og kunders transaksjoner ved å inngå avtale med et alminnelig clearingmedlem.

Verdipapirforetak som er GCM må blant annet ha effektive systemer og kontroller som sikrer at clearingtjenester kun tilbys til personer som er egnet og som tilfredsstiller klare kriterier. Kravene i artikkel 17 nr. 6 om alminnelige clearingmedlemmer er utdypet i kommisjonsforordning (EU) 2017/589.

EØS-retten er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.11.2.

6.3 Utvalgets vurderinger

Algoritmehandel

Utvalget viser til at reguleringen av algoritmehandel i MiFID II har sin bakgrunn i den betydelige utviklingen og økte bruken av handelsteknologi det seneste tiåret, og at risikoen ved bruk av slik teknologi bør reguleres, jf. også fortalen til MiFID II punkt 59. Reguleringen innebærer ifølge utvalget en kombinasjon av ulike tiltak og spesifikke risikokontroller som pålegges foretak som utfører algoritmehandel, høyfrekvent algoritmehandel og som tilbyr direkte elektronisk tilgang.

Utvalget foreslår å gjennomføre definisjonen av algoritmehandel i utkastet til verdipapirhandellov § 9-34 og regulering av algoritmehandel i § 9-35.

Utvalgets vurderinger er ytterligere beskrevet i NOU 2017: 1 kapittel 3.11.3.

Direkte elektronisk tilgang

Utvalget foreslår å gjennomføre definisjonen av direkte elektronisk tilgang sammen med definisjonene av algoritmebasert handel i utkastet til verdipapirhandellov § 9-34 tredje ledd, og reguleringen av foretakene som tilbyr slik tilgang i § 9-36.

Utvalgets vurderinger er ytterligere beskrevet i NOU 2017: 1 kapittel 3.11.3.

Clearingtjenester

Utvalget foreslår å gjennomføre reguleringen av verdipapirforetak som opptrer som alminnelige clearingmedlemmer for kunde i utkast til verdipapirhandellov § 9-37.

Utvalgets vurderinger er ytterligere beskrevet i NOU 2017: 1 kapittel 3.11.3.

6.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

6.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger og utkast til definisjon og regulering av algoritmehandel og direkte elektronisk tilgang, og regulering av alminnelig clearingmedlem på vegne av kunde. Se departementets forslag til definisjoner i § 9-22 og regulering av henholdsvis algoritmehandel, direkte elektronisk tilgang og alminnelig clearingmedlem i verdipapirhandelloven §§ 9-23 til 9-25, som tilsvarer utvalgets utkast til §§ 9-34 til 9-37 med mindre endringer.

I definisjonen av direkte elektronisk tilgang foreslår departementet at *medlemsidentitet* erstattes med *handelsidentitet*, da tilgangen gjelder alle tre typer handelsplasser (OHF, MHF og regulert marked). Tilsvarende foreslår departementet at *medlem* på en handelsplass erstattes med *medlem, deltaker eller kunde*. Se omtale av begrepsbruken i kapittel 7.2.5.

Departementet foreslår videre at det presiseres i definisjonen at direkte elektronisk tilgang også omfatter ordninger som innebærer at en person bruker medlemmets infrastruktur, *eller annet tilkoblingssystem stilt til disposisjon fra medlemmet, deltakeren eller kunden*, for å overføre ordrene, jf. definisjonen i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 41.

Departementet bemerker at foretak med direkte elektronisk tilgang som hovedregel ikke er unntatt fra kravet om tillatelse ved egenhandel i finansielle instrumenter som ikke er varederivater, utslippskvoter eller derivater på slike, jf. forslag til verdipapirhandelloven § 9-3 annet ledd nr. 6 og nærmere omtale i kapittel 5.1.3. Det materielle innholdet av definisjonen får derved betyd-

ning utover bestemmelsen som direkte regulerer den elektroniske tilgangen.

Definisjonen av direkte elektronisk tilgang er utdypet i kommisjonsforordning (EU) 2017/565. Under arbeidet med denne kommisjonsforordningen ble det ført en diskusjon på EØS-nivå om rekkevidden av definisjonen, herunder grensen mellom direkte elektronisk tilgang og handel via verdipapirforetak. Departementet bemerker i den sammenheng at de nærmere grenser for definisjonen av direkte elektronisk tilgang, og derved rekkevidden av ovennevnte unntak fra egenhandel, i første rekke må baseres på de utfyllende bestemmelsene i kommisjonsforordningen og fortolkningen av disse på EØS-nivå.

Departementet tilføyer at også definisjonen av høyfrekvent algoritmehandel vil ha betydning for den nærmere rekkevidden av unntaksbestemmelsene, da både ovennevnte egenhandelsunntak, og unntaket for varederivater og utslippskvoter, ikke vil komme til anvendelse dersom foretaket driver høyfrekvent algoritmehandel, jf. forslaget til verdipapirhandelloven § 9-3 annet ledd nr. 6 og 7.

Departementet bemerker at ovennevnte regulering av henholdsvis algoritmehandel, direkte elektronisk tilgang og alminnelig clearingmedlem i utgangspunktet gjelder for verdipapirforetak og kredittinstitusjoners som yter investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet. Ifølge MiFID II artikkel 1 nr. 5 skal imidlertid reglene også gjelde for medlemmer på regulert marked eller deltakere på MHF som er unntatt fra kravet om tillatelse etter artikkel 2 nr. 1 bokstav a), e), i) og j). Som beskrevet ovenfor i kapittel 5.1.3 foreslås det at denne utvidelsen av virkeområdet reguleres sammen med unntakene fra krav til tillatelse, jf. forslag til verdipapirhandelloven § 9-3 tredje ledd.

Departementet viser videre til at reguleringen av foretak som gir direkte elektronisk tilgang for sine kunder til handelsplassen, må ses i sammenheng med krav etter MiFID II artikkel 48 nr. 7. Ifølge denne bestemmelsen skal regulert marked som tillater direkte elektronisk tilgang, ha prosedyrer for de aktuelle medlemmenes egnethet, og for at medlemmer beholder ansvaret for ordre og handler som utføres ved bruk av direkte elektronisk tilgang. Videre skal handelsplassen påse at medlemmene kun kan yte slike tjenester dersom de er verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner. Bestemmelsen er gitt tilsvarende anvendelse for OHF og MHF, jf. MiFID II artikkel 18 nr. 5.

Departementet foreslår å gjennomføre MiFID II artikkel 48 nr. 7 i verdipapirhandelloven § 11-22 første ledd nr. 5 for regulert marked, og for MHF og OHF i § 9-26 gjennom henvisning til § 11-22. Forslaget tilsvarer utvalgets utkast med mindre endringer. Departementet viser herunder til at det på EØS-nivå har vært diskusjoner om den nærmere rekkevidden av bestemmelsen overfor tredjeland, og departementet mener det er hensiktsmessig at ordlyden i verdipapirhandelloven legges nærmere direktivet. Det foreslås på denne bakgrunn tilføyet i § 11-22 at regulert marked skal ha effektive systemer og prosedyrer og treffe nødvendige tiltak som sikrer at bare medlemmer som har tillatelse som verdipapirforetak *etter direktiv 2014/65/EU* (MiFID II) eller kredittinstitusjon *med tillatelse etter direktiv 2013/36/EU* (CRD IV) tilbyr slik tilgang.

7 Infrastruktur og transparens mv.

7.1 Innledning

Organisert handel (handelsplasser og systematisk internaliserer)

Endringene i MiFID II skal sammen med MiFIR bidra til at all organisert handel med finansielle instrumenter skjer under regulering. I MiFID II fastsettes at alle multilaterale systemer for handel i finansielle instrumenter, skal ha tillatelse og følge reglene for enten regulert marked, multilateral handelsfasilitet (MHF) eller organisert handelsfasilitet (OHF). OHF er en nye type regulert handelsplass under MiFID II for obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter eller derivater. OHF omfatter ikke handel med aksjer.

MiFID II deler systemer for den organiserte handelen inn i *handelsplasser* (eng. trading venues) og *systematiske internaliserere* (SI). SI er verdipapirforetak som på en organisert, regelmessig og systematisk måte, og i betydelig omfang, handler for egen regning ved utførelse av kundeordre. Som handelsplasser anses regulerte markeder, multilateral handelsfasilitet (MHF) og organisert handelsfasilitet (OHF).

Handelsplassene kjennetegnes ved at de er multilaterale systemer og er i betydelig utstrekning underlagt det samme regelverket. Systematiske internaliserere legger på den annen side til rette for bilateral handel og handler for egen regning ved utførelse av handel over handelsplass. Transaksjonene som gjøres gjennom SI, kan dermed sies å skje OTC. OTC-handel er handel som gjennomføres utenfor de regulerte handelsplassene, fra det engelske begrepet *«over the counter»*. Gitt at SIer kan omsette store volumer, er disse likevel underlagt deler av den samme reguleringen som handelsplassene etter MiFIR, særlig når det gjelder krav til transparens. Reguleringen er imidlertid tilpasset SIenes særegenheter. Reglene for når et foretak er en SI, er endret fra MiFID I, og vil trolig føre til at flere foretak vil bli SIer.

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

Hensikten med MiFID II-reguleringen av handelsplasser og SIer er, sammen med transparensregler og handelsplikten etter MiFIR som omtalt nedenfor, å sikre at en større del av handelen i finansielle instrumenter gjøres på handelsplattformer som er åpne og transparente. Med transparente handelsplattformer menes i denne sammenheng at både informasjon om innlagte ordre og informasjon om handler som er gjennomført, offentliggjøres. Slik informasjon er sentral for et velfungerende og effektivt verdipapirmarked med størst mulig informasjonslikhet for investorene. Ved å regulere flere typer organiserte handelsplattformer vil også omfanget av OTC-handel reduseres.

Offentliggjøring av informasjon om ordre og handler (pre- og post-trade transparens)

Etter MiFID I var transparensreglene for aksjer som er tatt opp til handel på regulert marked, fullharmoniserte. Med innføringen av MiFIR ble dette utvidet både til å gjelde andre typer finansielle instrumenter som handles på lignende måte som aksjer (samlet omtalt som «*aksjer mv.*»), og for ikke-egenkapitalinstrumenter som obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater (samlet omtalt som «*obligasjoner mv.*»). Transparenskravene er videre utvidet til å gjelde når disse instrumentene handles på MHF og OHF.

Transparenskravene innebærer både krav til offentliggjøring av informasjon om innlagte ordre (pre-trade transparens), og informasjon om handler som er gjennomført (post-trade transparens).

I tillegg til krav til handelsplassers offentliggjøring av innlagte ordre og handler som er gjennomført (pre- og post-trade transparens), er også SIer underlagt krav til offentliggjøring av kurser (pre-trade), og verdipapirforetak er pålagt krav til offentliggjøring av informasjon om handler (post-trade), for OTC-handel i finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på regulert marked eller handles på MHF eller OHF. Bakgrunnen er at slik OTC-handel ikke skal redusere effektiv prisdannelse.

Handelsplikt

Transparensregelverket for aksjer må også ses i sammenheng med innføringen av handelsplikt for aksjer i MiFIR, det vil si krav til at handler i aksjer som er tatt opp til handel på regulert marked, eller som handles på en handelsplass, skal gjennomføres på en handelsplass eller gjennom SI.

Tilsvarende må transparenskravene for derivater ses i sammenheng med innføring av handelsplikt for derivater i MiFIR. Med handelsplikt for derivater menes plikt til at handel i nærmere bestemte clearingpliktige, tilstrekkelig likvide derivater tatt opp til handel på handelsplass, også skal gjennomføres på en handelsplass, slik at større andel av handelen underlegges handelsplassenes transparenskrav.

Transaksjonsrapportering (kontroll)

Videre pålegger MiFIR økt transaksjonsrapportering til tilsynsmyndighetene for overvåkningsformål, slik at tilsynsmyndigheten kan overvåke markedet bedre og mer helhetlig og bidra til å ivareta markedets integritet og transparens.

Datarapporteringsforetak

God kvalitet på og tilgang til handelsinformasjon (post-trade informasjon) er vesentlig for å kunne danne seg et riktig bilde av handelen i finansielle instrumenter, som igjen er viktig for prisingen og tilliten til markedet. Tilgangen til informasjon om handelen bør herunder være den samme for alle aktører i markedet og omfatte de samme opplysningene med samme kvalitet uavhengig av hvor handelen gjøres. En viktig del av dette vil være å legge til rette for at informasjon om handlene i instrumenter som kan handles på handelsplass, kan hentes fra en samlet datastrøm på en effektiv måte, og som gir et dekkende bilde av markedet, uavhengig av om handelen er gjort på ulike typer handelsplasser eller OTC.

Det ble på denne bakgrunn innført regulering av datarapporteringstjenester med MiFID II i form av krav om tillatelse og nærmere regulering av tjenestene som leveres. Leverandører av datarapporteringstjenester omfatter tre ulike typer foretak, henholdsvis *godkjente offentliggjøringsordninger* (eng. Approved Publication Arrangements – APAer), *konsoliderte offentliggjøringssystemer* (eng. Consolidated Tape Providers – CTPer) og *godkjente rapporteringsordninger* (eng. Approved Reporting Arrangements – ARMer). Tjenestene omtales samlet som *datarapporteringstjenester* og foretakene som *datarapporteringsforetak*.

Ikke diskriminerende tilgang til handelsplasser og annen infrastruktur

Ifølge MiFID II skal handelsplasser ha transparente og ikke-diskriminerende regler om tilgang til handelsplassen. I tillegg har MiFID II bestemmelser som hindrer EØS-statene i å begrense tilgangen til infrastrukturen for bruk etter utført handel (sentrale motparter og oppgjørssystemer) på urettmessig måte. Disse bestemmelsen kompletteres av MiFIR-regler som skal sikre at kommersielle hindringer ikke kan brukes til å begrense konkurransen i forbindelse med clearing av finansielle instrumenter, herunder tilgang på referanseverdier som benyttes til å verdsette enkelte finansielle instrumenter både for handels- og clearingformål.

7.2 Sentrale infrastrukturbegreper

7.2.1 Gjeldende rett

Etter det gjeldende regelverket som gjennomfører MiFID I i norsk rett (verdipapirhandelloven og børsloven), er det to ulike hovedtyper regulerte handelsplasser. Dette er regulerte markeder og multilaterale handelsfasiliteter (MHF). I tillegg kunne handel i finansielle instrumenter utføres gjennom et verdipapirforetak som er registrert som systematisk internaliserer (SI).

MiFID II-forskriften fastsatte bestemmelser om sentrale infrastrukturbegreper tilsvarende endringer i MiFID II.

7.2.2 EØS-rett

Definisjonene av *regulert marked*, *markedsoperatør* og *multilateral handelsfasilitet* (MHF) er ikke endret med MiFID II. Definisjonene er videreført i artikkel 4 nr. 1 henholdsvis punkt 21, 18 og 22.

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

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

Som følge av innføringen av en ny type handelsplass er også definisjonen av *handelsplass* endret med MiFID II. I artikkel 4 nr. 1 punkt 24 er handelsplass definert som regulert marked, MHF og OHF.

Under MiFID I var også SI omfattet av definisjonen handelsplass, men dette er ikke videreført i MiFID II.

MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 19 innfører også en ny definisjon av *multilateralt system*.

I MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 25 defineres begrepet *likvid marked*. Definisjonen er ny i sammenliknet med MiFID I.

MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 38 definerer *prinsipalmatchingshandel*. Dette er en ny definisjon, og begrepet er heller ikke kjent fra MiFID I.

Det er ytterligere redegjort for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 3.2.2.2.

7.2.3 Utvalgets vurderinger

Utvalgets mener definisjonen av de ulike handelsplassene bør gjennomføres direktivnært. Utvalget anser det følgelig hensiktsmessig å gjøre enkelte endringer i gjeldende definisjoner av regulert marked og MHF. Utvalget foreslår videre å ta inn definisjonen av multilateralt system etter MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 19, ettersom dette begrepet ligger til grunn for alle de tre typene handelsplasser. Utvalget foreslår for øvrig at definisjonen av den nye handelsplassen OHF gjennomføres i verdipapirhandelloven. Utvalget viser til utkast til ny verdipapirhandellov § 2-8 nr. 4, 5, 6 og 9.

Utvalget viser videre til at begrepet handelsplass er flyttet fra kommisjonsforordning under MiFID I til MiFID II, og at det ikke lenger omfatter systematisk internaliserer (SI). Utvalget bemerker at det på flere områder er felles bestemmelser for regulerte markeder, MHF og OHF, og at MiFID II og MiFIR omtaler disse samlet sett som handelsplasser (eng. trading venues). Utvalget foreslår derfor å ta inn en definisjon av handelsplasser i samme bestemmelse som definerer den enkelte handelsplass. Det vises til utkast til ny verdipapirhandellov § 2-8 nr. 8.

Utvalget viser til at MiFID I skilte mellom markedsoperatør av et regulert marked og markedet selv, men at definisjonen ikke er gjennomført i gjeldende verdipapirhandellov. Dette ble ifølge utvalget begrunnet med at det norske systemet (uten skillet) var enkelt og fungerte godt i praksis. Markedsoperatør ble definert i MiFID I artikkel 4 nr. 1 punkt (13), og er videreført i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (18) som *«a person or persons who manages and/or operates the business of a regulated market and may be the regulated market itself»*. Selv om markedsoperatøren kan være det regulerte markedet selv, bemerker utvalget at det er et prinsipielt skille mellom markedet som sådant og den som drifter dette. Dette fremkommer ifølge utvalget av bestemmelsene knyttet til kravene til tillatelse og virksomhetskravene. Enkelte krav retter seg mot markedsoperatøren, mens andre retter seg mot det regulerte markedet. Utvalget anser at skillet mellom markedsoperatøren og det regulerte markedet bør gjennomføres i ny verdipapirhandellov for å sikre en mer hensiktsmessig gjennomføring av MiFID II. Utvalget foreslår å ta definisjonen av markedsoperatør inn i samme bestemmelse som definisjonene av regulert marked ettersom disse henger sammen. Det vises til utkast til ny § 2-8 nr. 3.

Utvalget bemerker at prinsipalmatchingshandel er et nytt begrep med MiFID II om måten å utføre en transaksjon, jf. definisjon i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 38, og utvalgte viser til at denne måten å utføre ordre på anses som en form for egenhandel (jf. fortalen til MiFID II punkt 24). Utvalget redegjør nærmere for begrepet og hvilken betydning det har i reguleringen og foreslår å ta inn definisjonen i utkastet § 2-9 femte ledd.

Utvalget foreslår videre å lovfeste direktivets definisjon av likvid marked i utkastet § 2-9 sjette ledd.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.2.2.3.

7.2.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

7.2.5 Departementets vurdering

Departementet foreslår å gjennomføre definisjoner av begreper knyttet til handelsplasser mv. i lovforslaget § 2-7. Det vil si definisjon av *regulert mar-*

ked, *markedsoperatør*, *multilateral handelsfasilitet (MHF)*, *organisert handelsfasilitet (OHF)*, *handelsplass, multilateralt system og systematisk internaliserer*.

Definisjonen av *likvid marked* og *prinsipalmatchingshandel* foreslås gjennomført i tilknytning til de materielle reglene i henholdsvis § 9-28 fjerde ledd og § 9-27 femte ledd.

Departementet foreslår at definisjonen av *multilateral handelsfasilitet* og *organisert handelsfasilitet* også omfatter henholdsvis forkortelsen «MHF» og «OHF». Departementet viser til at dette samsvarer med definisjonen i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 22 og 23 som likestiller forkortelsene, og at forkortelsene i betydelig utstrekning brukes i MiFIR som foreslås gjennomført i lov ved inkorporasjon, jf. § 8-1.

Departement bemerker at begrepene *handelsplass* og *utførelsesplass* benyttes gjennomgående i forslaget til lovtekst, slik at *utførelsesplass* tilsvarer eng. *execution venue* i MiFID II og *handelsplass* tilsvarer eng. *trading venue*. Det følger av lovforslaget § 2-7 åttende ledd at det med handelsplass menes *regulert marked, multilateral handelsfasilitet eller organisert handelsfasilitet*, jf. MiFID II artikkel 4 nr.1 punkt 24. Departementet bemerker at det ikke foreligger en særskilt definisjon i MiFID II av termen eng. *execution venue* (utførelsesplass). Den nærmere betydningen av dette begrepet fremkommer imidlertid av kommisjonsrettsakter om henholdsvis beste resultat ved utførelse av ordre, og krav til offentliggjøring av informasjon om ordreutførelse, som utfyller reglene i MiFID II, jf. herunder kommisjonsforordning (EU) 2017/576 artikkel 1. Disse bestemmelsene lister opp systematiske internaliserer og prisstillere (eng. market makers) i tillegg til handelsplasser som *utførelsesplasser*, mens det varierer om også enheter som utfører motsvarende funksjoner i tredjeland er inntatt i bestemmelsene.

Departementet bemerker også at MiFID II benytter begrepet *medlem* (eng. member) og *deltaker* (eng. participant) om personer som har tilgang til regulert marked eller MHF. I departementets forslag til lovbestemmelser brukes som et utgangspunkt *medlem på regulert marked*, *deltaker på MHF* og *kunde av OHF* og om *handelsplass* brukes alle tre (medlem, deltaker og kunde på handelsplass). Departementet presiserer imidlertid at eventuelle variasjoner i bruken av disse begrepen ikke er ment å ha materiell betydning. Som angitt i fortalen til MiFID II punkt 16 er ikke brukere av regulert marked eller MHF som kun har tilgang via *direkte elektronisk tilgang,* omfattet av begrepet *medlem* eller *deltaker.*

Departementet er for øvrig innforstått med at enkelte engelskbaserte markedsuttrykk kan fremstå noe fremmed i norsk lovspråk, og bemerker herunder at «spreads» er å anse som *differanse mellom kjøpskurs og salgskurs* eller *kjøpskurs-salgskursdifferanse*, «proximity hosting» er *nærhetsbaserte vertstjenester*, «tick size» er *minste tillatte kursendring*, «proprietary capital» er *egen beholdning* «limit order» er *ordrer som angir pris og antall aksjer* og «basket of shares» er *en kurv med aksjer*.

7.3 Regulert marked

7.3.1 Gjeldende rett

Regulerte markeder er lovregulert både i gjeldende børslov og verdipapirhandelloven, og bygger dels på MiFID I og dels på nasjonale regler.

Se redegjørelse i NOU 2017: 1 kapittel 8 og i kapittel 3.3.

I MiFID II-forskriften er det bestemmelser om regulerte markeder i samsvar med endringer i MiFID II.

7.3.2 EØS-rett

Vilkår og tillatelse

Etter MiFID II artikkel 44 skal tillatelse til å drive virksomhet som regulert marked kun gis dersom både markedsoperatøren og systemene på markedsplassen tilfredsstiller kravene i direktivet. Markedsoperatøren er ansvarlig for at det regulerte markedet etterlever sine forpliktelser etter direktivet, jf. MiFID II artikkel 44 nr. 3. Markedsoperatøren skal videre kunne utøve rettighetene som ligger til det regulerte markedet markedsoperatøren driver.

I NOU 2017: 1 kapittel 8.1.2 og 8.2.2 er det redegjort nærmere for EØS-reglene om vilkår og tillatelse.

Organisatoriske krav

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

MiFID II artikkel 48 er en ny bestemmelse som inneholder relativt detaljerte krav til hvilke rutiner og systemer et regulert marked må ha for å sikre at handelen skjer på velordnet måte.

Artikkel 48 nr. 2 og 3 inneholder krav til et regulert marked når det gjelder avtaler med

prisstillere. Regulert marked skal etter direktivet sørge for at de har et tilstrekkelig antall verdipapirforetak på handelsplassen som tilbyr likviditet til markedet.

Etter artikkel 48 nr. 4 skal det regulerte markedet ha på plass effektive systemer og rutiner som forhindrer ordreinnleggelser som går ut over fastsatte terskler for volum og pris, eller som er klart feilaktige

Etter artikkel 48 nr. 5 skal et regulert marked ha mulighet til midlertidig å stanse eller begrense handelen i en kort periode ved betydelige prissvingninger, og i særlige tilfeller kunne kansellere, endre eller korrigere transaksjoner.

Et regulert marked skal etter artikkel 48 nr. 6 ha systemer på plass for å sikre at algoritmehandel ikke skaper eller medvirker til forstyrrelser i handelen, og artikkel 48 nr. 7 fastsetter krav til regulert marked som tillater direkte elektronisk tilgang (eng. direct electronic access – DEA). Se nærmere omtale ovenfor i kapittel 6.

Etter artikkel 48 nr. 8 og 9 skal regulert marked ha gjennomsiktige, rettferdige og ikke-diskriminerende regler om samlokalisering, det vil si at medlemmenes servere som benyttes i handelen, plasseres i samme lokaler som handelssystemets servere.

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

Regulert marked skal etablere et regime for minste tillatte kursendringer (eng. tick size) etter artikkel 49. Minste tillatte kursendring er den minste lovlige prisendringen på et instrument, og dermed også den minste lovlige forskjell mellom kjøps- og salgskurs (eng. spreads).

I NOU 2017: 1 kapittel 3.3.2.2 er det nærmere redegjort for EØS-reglene om organisatoriske krav og systemkrav.

Opptak til handel

Opptak av finansielle instrumenter til handel på regulert marked er regulert i MiFID II artikkel 51. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.3.4.2 er det nærmere redegjort for EØS-reglene om opptak til handel.

Suspensjon og strykning

MiFID II artikkel 52 har bestemmelser om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter på regulert marked. Bestemmelsen bygger på MiFID I, men er utvidet til å gjelde derivatinstrumenter som har det noterte instrumentet som strykes eller suspenderes som underliggende, jf. artikkel 52 nr. 2.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.3.5.2 er det redegjort nærmere for EØS-reglene om suspensjon og strykning.

Medlemskap på regulert marked

Tilgang til regulert marked gjennom medlemskap er regulert i artikkel 53. Bestemmelsen er en videreføring av MiFID I, men er noe endret hva gjelder kravene til andre personer enn kredittinstitusjoner og verdipapirforetak som kan være medlem.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.3.6.2 er det redegjort nærmere for EØS-reglene om medlemskap og tilgang til regulert marked.

Markedsovervåkning

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

I NOU 2017: 1 kapittel 3.3.7.2 er det redegjort nærmere for EØS-reglene om markedsovervåkning.

7.3.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår at børsloven og verdipapirhandelloven slås sammen, og at bestemmelsene om regulert marked samles i del 4 i utkast til verdipapirhandellov.

Vilkår og tillatelse

Utvalget foreslår at reglene om tillatelse og vilkår i for regulert marked i børsloven i det vesentlige videreføres i utkastet til verdipapirhandellov kapittel 11 del I, men slik at MiFIDs skille mellom regulert marked og markedsoperatør gjennomføres i bestemmelsene.

Utvalget foreslår også å videreføre reglene om tillatelse i børsloven kapittel 6 om regulert marked som er børs, jf. utkast til verdipapirhandelloven § 13-1.

I NOU 2017: 1 kapittel 8.1.3 og 8.2.3 er utvalgtes vurderinger om vilkår og tillatelse for henholdsvis regulert marked og børs ytterligere beskrevet.

Organisatoriske krav

Utvalget viser til at MiFID II artikkel 47 nr. 1 om organisatoriske krav er en videreføring av gjeldende bestemmelse i MiFID I. Utvalget foreslår i det alt vesentlige å videreføre gjeldende bestemmelser om organisatoriske krav i gjeldende børslov i utkastet til verdipapirhandellov § 11-18 første ledd og §§ 11-16 og 11-17.

Utvalget viser til at MiFID II artikkel 47 nr. 2 innfører forbud mot at markedsoperatører utfører kundeordre mot egen beholdning (eng. proprietary capital) eller gjennom prinsipalmatchingshandel. Utvalget bemerker at prinsipalmatchingshandel innebærer å gå mellom kjøper og selger i transaksjonen, uten å utsette seg for markedsrisiko, og viser til omtalen av definisjonen av dette begrepet. Utvalget foreslår å gjennomføre artikkel 47 nr. 2 i et nytt annet ledd i bestemmelsen om organiseringskrav, jf. utkast til verdipapirhandellov § 11-18 annet ledd.

Utvalget viser videre til at artikkel 48 i MiFID II er en ny bestemmelse som blant annet inneholder krav til handelssystemenes robusthet og kapasitet. Utvalget bemerker at økt bruk av teknologi ved handel i finansielle instrumenter, som bruk av algoritmer og direkte elektronisk tilgang, medfører økt risiko for markedet, og at det derfor er fastsatt omfattende organisatoriske krav til elektroniske handelssystemer for å sikre at disse er tilstrekkelig robuste. Utvalget viser til at artikkel 48 er omfattende, og dekker ulike temaer, og anser det derfor hensiktsmessig å dele den opp i flere bestemmelsen ved gjennomføringen for å gjøre den lettere tilgjengelig, jf. utkast til verdipapirhandellov §§ 11-19 til 11-23.

Utvalget bemerker at MiFID II artikkel 49 har regler om at regulert marked må fastsette regler om *tick sizes* som kan benyttes. Begrunnelsen for å ha slike regler om minste tillatte kursendring, er ifølge utvalget at det ikke skal være mulig å få bedre prioritet ved å endre prisen ubetydelig. Utvalget foreslår å gjennomføre bestemmelsen i utkast til verdipapirhandellov § 11-24.

Utvalget foreslår å gjennomføre MiFID II artikkel 50 om synkronisering av klokker i utkast til verdipapirhandellov § 11-25. Utvalget viser til at synkronisering av klokker er sentralt blant annet for å sørge for at handelsinformasjon (post-trade informasjon) kan gå direkte inn i en pålitelig samlet datastrøm (eng. consolidated tape) og for å kunne overvåke ordre på tvers av handelsplasser og avdekke og forhindre markedsmisbruk

Utvalget foreslår at børsloven § 22 første og annet ledd om generelle prinsipper for drift av regulert marked ikke behøver å videreføres, da virksomheten til regulerte markeder nå er omfattende, og det synes ifølge utvalget unødvendig å lovfeste generelle prinsipper i tillegg til de konkrete reglene.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.3.2.3 er utvalgets vurderinger av organisatoriske krav nærmere omtalt.

Opptak til handel

Utvalget viser til at reglene om opptak til notering i børsloven har sitt opphav i opptaksdirektivet (direktiv 2001/34/EF), og at for børser gjelder både MiFID II del 3 (regulert marked) og opptaksdirektivet (særskilt for børser), mens for regulerte markeder for øvrig gjelder bare MiFID II del 3. Utvalget viser til at MiFID II ikke gjør endringer i opptaksdirektivet som gjelder «offisiell notering på fondsbørs», og ved motstrid mellom MiFID II og opptaksdirektivet skal sistnevnte gis forrang, jf. fortalen til MiFID II pkt. 122. Utvalget foreslår at børslovens bestemmelser om opptak til notering i den vesentlige videreføres i utkast til verdipapirhandellov § 12-2, med mindre endringer for å gjøre enkelte av bestemmelsene mer direktivnære.

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

Utvalget viser til at enkelte utstedere benytter «management-selskaper» som utfører ledelsesfunksjoner for utstederselskapet, og at det er relativt vanlig at slik tjenesteyting omfatter alle ledelsesfunksjoner. Utvalget mener det er hensiktsmes-

sig at også slike tjenestetilbydere og deres ansatte og tillitsvalgte er underlagt tilsvarende lovbestemt opplysningsplikt overfor regulert marked. Utvalget foreslår derfor å utvide bestemmelsen til også å omfatte slike management-selskaper. Det vises til utkast til verdipapirhandellov § 12-2 syvende ledd.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.3.4.3 er utvalgets vurderinger av opptak til handel nærmere omtalt.

Suspensjon og strykning

Utvalget foreslår å videreføre bestemmelsen som regulerer handelsplassens adgang til å suspendere og stryke finansielle instrumenter fra handel i utkast til ny verdipapirhandellov § 12-3. Utvalget bemerker imidlertid at gjeldende børslov § 25 gir adgang til strykning og suspensjon i «særlige tilfeller» i tillegg til der vilkårene for handel ikke lenger er til stede, og at dette kan synes å gå noe lenger enn direktivet, som fastsetter adgang dersom instrumentet ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets krav. Utvalget bemerker at adgangen til å gå ut over kravene i MiFID I generelt ble vurdert i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) kapittel 10.2.5 jf. kapittel 8.1.5. Ettersom det under MiFID II legges opp til ytterligere fullharmonisering, har utvalget vurdert behovet for å beholde ordlyden «særlige tilfeller» på nytt. Utvalget kan ikke se at dette kriteriet i praksis gir noe mer enn direktivets ordlyd, og anser det unødvendig å videreføre dette som et alternativt kriterium som hjemler suspensjon og strykning. Utvalget viser imidlertid til at det er relativt mye forvaltningspraksis og rettspraksis knyttet til bestemmelsen som er sentral for tolkningen av kriteriene for suspensjon og strykning, og understreker at denne praksisen vil være relevant også etter endring av ordlyden.

Plikten til å suspendere eller stryke derivatinstrumenter som har det aktuelle finansielle instrumentet som underliggende, eller på annen måte relaterer seg til det finansielle instrumentet, innføres med MiFID II, og utvalget foreslår å ta inn dette som nytt annet ledd i bestemmelsen. Utvalget foreslår videre å gjennomføre reglene om suspensjon og strykning på andre handelsplasser i utkastet § 12-3 fjerde ledd.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.3.5.3 er utvalgets vurderinger av suspensjon og strykning nærmere omtalt.

Medlemskap på regulert marked

Utvalget viser til at det ikke er gjort vesentlige endringer i bestemmelsen om medlemskap og tilgang til regulert marked med MiFID II artikkel 53, og foreslår å videreføre bestemmelsen i børsloven i utkast til ny verdipapirhandellov § 12-4 med enkelte mindre endringer.

Utvalget foreslår ikke å videreføre det norske særkravet til medlemmer i gjeldende børslov § 26.

Utvalget foreslår å ta inn i kravet etter MiFID II artikkel 53 nr. 7 om at regulert marked regelmessig skal sende en liste over markedets medlemmer til Finanstilsynet, jf. nytt syvende ledd i utkast til ny verdipapirhandellov § 12-4.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.3.6.3 er utvalgets vurderinger av medlemskap og tilgang til regulert marked nærmere omtalt.

Markedsovervåkning

Utvalget viser til at artikkel 54 i MiFID II i stor grad er en videreføring av MiFID I, men at det er fastsatt strengere regler for bruken av algoritmer og strategier som innebærer hyppige ordreinnleggelser og kanselleringer. For å kunne følge opp dette og ivareta tilliten til verdipapirmarkedet, er bestemmelsen om markedsovervåkning også utvidet. Utvalget foreslår å ta endringene inn i utkast til ny verdipapirhandellov § 12-5.

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

I NOU 2017: 1 kapittel 3.3.7.3 er utvalgets vurderinger av markedsovervåkning på regulert marked nærmere omtalt.

Virksomhetsbegrensninger

Utvalget foreslår å videreføre børsloven § 23 om begrensninger for hvilken virksomhet et regulert marked kan drive. Utvalget viser til at lignende virksomhetsbegrensninger også er fastsatt for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper, verdipapirfondsforvaltning og verdipapirforetak som utøver funksjoner som har så viktige samfunnsmessige sider at kjernevirksomheten skal skjermes mot ansvar og risiko som kan overføres fra annen virksomhet, og som vil gå utover kjernevirksomheten. Utvalget kan ikke se at gjennomføringen av MiFID II er til hinder for at børsloven § 23 videreføres, og viser til utkast til verdipapirhandellov § 12-1.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.3.3.3 er det ytterligere redegjort for utvalgets vurderinger i av virksomhetsbegrensninger.

Krav til eiere

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende krav etter børsloven § 17 til eiere i regulert marked som

ikke er børs, med mindre endringer i struktur og oppbygging, jf. utkast til ny verdipapirhandelloven § 11-10.

Se NOU 2017: 1 kapittel 8.2.3.3 for nærmere omtale.

Særlig om børs

Utvalget foreslår å videreføre de særlige reglene i gjeldende børslov om regulert marked som er børs, jf. utkast til verdipapirhandelloven kapittel 13. Utvalget viser herunder til at MiFID II ikke gjør endringer i opptaksdirektivet (direktiv 2001/34), og at Oslo Børs er en slik «official stock exchange».

Se NOU 2017: 1 kapittel 8.3 for nærmere vurdering.

7.3.4 Høringsmerknader

Advokatforeningen støtter lovutvalgets forslag om å oppheve gjeldende børslov og flytte disse reglene til et nytt kapittel 11 i verdipapirhandelloven, der lovtekstene dels er mer direktivnære bestemmelser og dels videreføring av bestemmelsene i gjeldende børslov. Advokatforeningen viser imidlertid til at det ikke fremkommer klart av lovteksten at kravene til tillatelse for markedsoperatør gjelder hvert enkelt regulert marked, samt at lovforslaget dels har markedsoperatøren som pliktsubjekt, og dels det regulerte markedet, men uten at dette synes konsekvent.

Oslo Børs bemerker at Norge er en av de EØS-statene som etter MiFID I har valgt å videreføre skillet mellom regulert marked og særvarianten regulert marked som er børs, og Oslo Børs er enig i at dette skillet bør videreføres.

Oslo Børs støtter utvalgets forslag til og utforming av opplysningsplikt for utsteder og medlemmer, herunder slik at bestemmelsen omfatter andre som utfører landsfunksjoner for utstederforetakene. Oslo Børs er videre enig i at reglene om krav til eiere videreføres i sin nåværende form gitt at de ble endret så sent som i 2014 og MiFID II ikke medfører nye krav.

7.3.5 Departementets vurdering

Departementet foreslår å innta bestemmelsene om regulert marked, herunder regulert marked som er børs, i utkastet til verdipapirhandelloven kapittel 11 til 13 i samsvar med utvalgets forslag, med mindre endringer.

Departementet viser til høringsmerknaden fra Advokatforeningen om at skillet mellom markedsoperatøren og det regulerte markedet ikke synes å være konsekvent gjennomført. Departementet bemerker at MiFID II-reglene er utformet slik at de dels tar sikte på det regulerte markedet og dels på markedsoperatøren som driver det regulerte markedet, og i enkelte tilfeller begge. Departementet har gjort justeringer i forslaget til enkelte av lovbestemmelsene avhengig av om det er markedsoperatør eller regulert marked bestemmelsen hovedsakelig er rettet mot. Departementet foreslår imidlertid at det i tillegg gis hjemmel til å fastsette i forskrift hvilke bestemmelser som skal gjelde både markedsoperatøren og regulert marked der disse er to ulike rettssubjekt, jf. også MiFID II artikkel 44 nr. 1 tredje ledd. Se forslag til verdipapirhandelloven § 11-1 femte ledd for regulert marked og § 13-1 femte ledd om børs.

Departementet har videre foreslått å klargjøre i forslaget til verdipapirhandelloven § 11-1 nytt tredje ledd at markedsoperatøren er ansvarlig for det regulerte markedet og kan utøve rettigheter på vegne av markedet, jf. MiFID II artikkel 44 nr. 3. Dette vil også gjelder for regulert marked som er børs.

Departementet er enig i utvalgets forslag om å videreføre bestemmelsen i gjeldende børslov § 25 om regulert markeds adgang til å suspendere og stryke finansielle instrumenter fra handel, med unntak av kriteriet «i særlige tilfeller», jf. forslag til verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd. Departementet er videre enig i utvalgets vurdering av at det ikke synes som kriteriet «særlige tilfeller» materielt tilfører bestemmelsen mer enn øvrig kriterier, og at slik ordlyd avviker fra direktivet. Departementet mener på denne bakgrunn at det ikke er hensiktsmessig å videreføre dette som et alternativ for suspensjon og strykning. I likhet med utvalget mener departementet at gjeldende forvaltningspraksis og rettspraksis knyttet til tolkningen av kriteriene for suspensjon og strykning etter børsloven § 25, vil være relevant også etter endring av ordlyden.

Plikten til å suspendere eller stryke derivatinstrumenter som har det aktuelle finansielle instrumentet som underliggende, eller på annen måte relaterer seg til det finansielle instrumentet, foreslås tatt inn som annet ledd i forslaget § 12-3 i samsvar med utvalgets utkast. Gjennomføring av reglene om suspensjon og strykning på andre handelsplasser fremgår av forslaget § 12-3 fjerde ledd.

7.4 Særlig om regulert markeds notering av egne aksjer

7.4.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende rett kan regulert marked ikke ta opp til handel omsettelige verdipapirer utstedt av det regulerte markedet selv eller finansielle instrumenter knyttet til slike, jf. børsloven § 19.

Departementet kan samtykke til at et regulert marked tar opp til handel omsettelige verdipapirer utstedt av et foretak i samme konsern som det regulerte markedet eller finansielle instrumenter knyttet til slike. Departementet kan stille vilkår for samtykket.

7.4.2 EØS-rett

Det er ikke særskilte EØS-regler om notering av regulert markeds egne aksjer.

7.4.3 Utvalgets vurdering

Utvalget viser til at regulert marked etter MiFID II artikkel 47 nr. 1 bokstav a) skal ha systemer for å identifisere og håndtere interessekonflikter, men at MiFID II ikke har særlige bestemmelser om notering av egenutstedte instrumenter. Utvalget bemerker at bestemmelsen om notering er begrunnet i hensynet til interessekonflikter, og er en videreføring av reguleringen av børser som gjaldt før gjennomføringen av MiFID I. Utvalget anser det hensiktsmessig å videreføre bestemmelsen og foreslår å videreføre denne i utkastet § 12-7.

Et mindretall at utvalgets medlemmer foreslår at det ikke bør være et generelt forbud mot at regulert marked kan ta opp til notering omsettelige verdipapirer utstedt av det regulerte markedet selv. Det vises til at notering på eget regulert marked kan være viktig for konkurransesituasjonen til regulert marked, og at flere av de største regulerte markedene i EØS er notert på eget regulert marked. Det vises videre til at forbudet mot notering på eget regulert marked hovedsakelig er begrunnet i de offentligrettslige oppgavene som etter norsk nasjonal særlovgivning er gitt regulerte markeder, men at de problemstillinger notering på eget regulert marked kan medføre, bør håndteres innenfor særlovgivningen og ikke som et generelt forbud, og at for virksomhet og oppgaver som regulerte markeder driver, er MiFID II sine bestemmelser om identifisering og håndtering av interessekonflikter tilfredsstillende og tilstrekkelige.

7.4.4 Høringsmerknader

Advokatforeningen bemerker at utvalgsflertallets vurdering synes å være svært summarisk. Advokatforeningen viser til at verdipapirhandelloven og MiFID aksepterer interessekonflikter dersom disse håndteres forsvarlig. Med de fordeler som potensielt kan være for en notering av en norsk markedsoperatør, synes det ifølge Advokatforeningen lite hensiktsmessig om markedsoperatøren skal måtte notere sine verdipapirer på et annet regulert marked i Norge eller utlandet. Det vises til at en rekke europeiske land tillater slik notering og har funnet ordninger for å håndtere dette.

Oslo Børs mener forbudet ikke bør videreføres, og at de interessekonflikter notering kan medføre, bør finne sin løsning i relevant særregulering og ikke gjennom et generelt forbud. Børsen viser for øvrig til mindretallets merknader.

7.4.5 Departementets vurdering

Departementet viser til at et flertall av utvalget har foreslått å opprettholde det generelle forbudet mot at regulert marked kan noteres på eget marked, mens et mindretall foreslår at forbudet oppheves.

Departementet bemerker at operatør av norsk regulert marked utøver en rekke kontroll- og tilsynsoppgaver overfor foretak som utsteder verdipapirer på markedsplassene. Den er herunder gitt offentligrettslig sanksjonskompetanse overfor utstedere som overtrer informasjonsforpliktelse etter lov- og forskrift, og for overtredelse av noteringsforpliktelser etter børsens eget regelverk. Markedsoperatøren er videre gitt kompetanse som tilbudsmyndighet. Utredninger i forbindelse med tidligere søknad om dispensasjon fra noteringsforbudet, viser at omfanget av særordninger for å ivareta ulike former for interessekonflikter ved notering av egne aksjer, vil måtte være forholdsvis omfattende. Departementet er av den oppfatning at etablering av en rekke særordninger vil kunne bidra til uklarhet med hensyn til hvem som har det faktiske tilsyns- og kontrollansvaret med aksjen, og at det må vurderes konkret i det enkelte tilfellet om særordningene i tilstrekkelig grad vil sikre markedsaktørenes tillit til det regulerte markedet som en uavhengig markedsplass. Departementet kan heller ikke se at utvalget i tilstrekkelig grad har utredet og utarbeidet forslag til slike særordninger som tilsier at det generelle forbudet kan oppheves.

Advokatforeningen og Oslo Børs bemerker i sine høringsmerknader at flere av de regulerte markedene Oslo Børs konkurrerer og sammen-

likner seg med innenfor EØS-området, er notert på egen markedsplass, og at dette taler for at også aksjer utstedt av norsk regulert marked bør kunne noteres på egen markedsplass. Departementet er kjent med at det finnes eksempler på at konsernselskaper er notert på egen markedsplass, men viser til at dette er en ulikeartet gruppe der konserntilhørigheten varierer, og der de aktuelle markedsplassene utøver ulik grad av offentligrettslig kontroll- og sanksjonsmyndighet. Departementet er derfor av den oppfatning at en sammenligning av konkurrerende regulerte markeder ikke er av en slik karakter at dette kan anføres som tungtveiende argument for en generell adgang til notering. Høringsinstansene viser videre til at en notering vil forenkle tilgang på og handel i aksjen, og vil kunne bidra til at prisingen blir mer på nivå med andre selskaper i samme bransje og i seg selv føre til økt likviditet i aksjen. Departementet er enig i at en notering på regulert marked vil kunne ha slike effekter, men mener at denne effekten i stor utstrekning også vil kunne realiseres gjennom notering på annen regulert markedsplass utenfor eget konsern.

Etter en samlet vurdering foreslår departementet på denne bakgrunn å opprettholde utvalgets forslag til bestemmelse om generelt forbud mot notering av egne aksjer med dispensasjonsadgang, jf. forslag til verdipapirhandelloven § 12-7.

7.5 Multilateral handelsfasilitet (MHF) og organisert handelsfasilitet (OHF)

7.5.1 Gjeldende rett

Multilaterale handelsfasiliteter (MHFer) er regulert i verdipapirhandelloven.

Se redegjørelse i NOU 2017: 1 kapittel 3.4.

Regler om organiserte handelsfasiliteter (OHF) er nye med MiFID II.

I MiFID II-forskriften er det bestemmelser om OHF og MHF i samsvar med endringer i MiFID II.

7.5.2 EØS-rett

Organisatoriske krav og virksomhetskrav

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

MiFID II artikkel 18 om handelsprosessen og gjennomføring av transaksjoner på MHF og OHF viderefører flere av kravene i MiFID I, men gjelder for både MHF og OHF. Kravene i artikkel 18 kommer i tillegg til organiseringskravene i MiFID II artikkel 16, som gjelder for verdipapirforetak generelt. Etter MiFID II artikkel 18 skal MHF og OHF blant annet ha transparente regler og prosedyrer som legger til rette for rettferdig og ordnet handel, og transparente regler for hvilke finansielle instrumenter som kan omsettes på handelsfasiliteten, og for tilgang til fasiliteten, og det er nye bestemmelser i MiFID II om forsvarlig styring av de tekniske systemene på handelsfasiliteten.

Videre skal operatøren ifølge MiFID II artikkel 18 påse at det finnes tilstrekkelig offentlig tilgjengelig informasjon til at aktørene på fasiliteten kan fatte en investeringsbeslutning, men det kreves ikke at utsteder skal være underlagt løpende eller periodisk informasjonsplikt overfor MHFen eller OHFen, i motsetning til kravene på regulert marked.

Videre innføres det ny bestemmelse om interessekonflikter, og kravene for regulerte markeder til robuste systemer, automatiske handelssperrer og elektronisk handel, samt minste tillatte kursendring gjelder tilsvarende for den som driver en MHF eller en OHF. Det gis regler om fasilitetenes rapportering til offentlige myndigheter, og krav om at fasilitetene skal stryke eller suspendere finansielle instrumenter etter pålegg fra tilsynsmyndigheten videreføres for MFH og gjøres gjeldende for OHF.

MiFID II artikkel 19 har enkelte tilleggskrav til MHFer, og viser blant annet til at kravene for medlemskap på regulert marked gjelder tilsvarende for MHF. Dette er i stor grad en videreføring av MiFID I artikkel 14 for så vidt gjelder de bestemmelsene som ikke skal gjelde OHF, men presiserer blant annet at verdipapirforetak eller markedsoperatør for MHF ikke skal tillates å utføre kundeordre mot egen beholdning (eng. proprietary capital), eller ved prinsipalmatchingshandel.

MiFID II artikkel 20 har særskilte regler for OHF, og pålegger blant annet verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en OHF, å eta-

blere ordninger som hindrer at kundeordre utføres mot deres egen beholdning (eng. proprietary capital). Det følger videre at verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en OHF, kan utføre kundeordre ved prinsipalmatchingshandel dersom kunden har samtykket i dette og handelen gjelder obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippstillatelser og enkelte derivater. En OHF kan kun drive annen egenhandel enn prinsipalmatchingshandel i forbindelse med statsobligasjoner som det ikke er et likvid marked for. Det følger videre av artikkel 20 at en OHF og en systematisk internaliserer (SI) ikke kan drives innen samme juridiske enhet eller ha en slik tilknytning til en SI at ordre som legges inn på OHFen, kan matches med ordre eller kurser på en SI. Tilsvarende gjelder for to OHFer.

Etter MiFID II artikkel 20 skal det være tillatt for en OHF å engasjere et verdipapirforetak til å være uavhengig prisstiller på handelsfasiliteten. Det følger videre av artikkel 20 at OHFer skal utføre ordre på diskresjonær basis, som nærmere angitt.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.4.2.2 har utvalget redegjort ytterligere for EØS-rett om organisatoriske krav og virksomhetskrav til MHF og OHF.

Markedsovervåkning

Reglene om markedsovervåkning på MHF og OHF er gitt i MiFID II artikkel 31. Bestemmelsen viderefører MiFID I, men slik at virkeområdet er utvidet til også å gjelde for OHF. Kravene i artikkel 31 er de samme som gjelder for regulert marked etter artikkel 54. Reglene innebærer blant annet at MHF og OHF skal ha effektive systemer og ordninger for å overvåke at deltakerne på MHF og kundene på OHF overholder handelsreglene på handelsplassen og identifiserer rettsstridige handelsforhold og overtredelser av markedsmisbruksforordningen. På samme måte som for regulert marked, utvides overvåkningsplikten til å omfatte ordreinnleggelse og kanselleringer i tillegg til transaksjonene. I tillegg skal overvåkningen også kunne avdekke forstyrrelser i handelssystemet relatert til et finansielt instrument.

Artikkel 31 regulerer plikten til å rapportere vesentlige overtredelser av handelsreglene eller rettsstridige handelsforhold eller handlinger som kan indikere markedsmisbruk eller systemforstyrrelser til tilsynsmyndigheten.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.4.3.2 har utvalget ytterligere redegjort for EØS-rett om markedsovervåkning på MHF og OHF.

Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel

I MiFID II artikkel 32 innføres det en ny bestemmelse om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel på MHF og OHF som tilsvarer bestemmelsen om suspensjon og strykning for regulerte markeder i MiFID II artikkel 52. Bestemmelsen innebærer at det som utgangspunkt er fasiliteten selv som skal fatte beslutning om å suspendere eller stryke finansielle instrumenter fra handel i deres systemer. Slik beslutning kan fattes dersom instrumentet ikke lenger tilfredsstiller fasilitetens regler, med mindre slik beslutning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for investorenes interesser eller fasilitetens funksjon. Operatøren av MHF eller OHF skal på nærmere angitte vilkår også suspendere eller stryke derivatinstrumenter som har instrumentet som ble strøket eller suspendert som underliggende

I NOU 2017: 1 kapittel 3.4.4.2 har utvalget ytterligere redegjort for EØS-rett om suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel.

7.5.3 Utvalgets vurderinger

Organisatoriske krav og virksomhetskrav

Utvalget bemerker innledningsvis at verdipapirforetak og markedsoperatør med tillatelse til å drive MHF eller OHF omtales som «operatøren» som en fellesbetegnelse.

Utvalget viser til at bestemmelsene om drift av MHF er samlet i gjeldende verdipapirhandellov kapittel 11, men anser det hensiktsmessig å endre strukturen, slik at man oppnår lovstruktur som er tilsvarende som MiFID II. Utvalget foreslår derfor å plassere bestemmelsene om handel og gjennomføring av transaksjoner på MHF og OHF, og de øvrige særkravene til henholdsvis MHF og OHF, i kapittelet om tillatelse og vilkår for verdipapirforetak.

Utvalget foreslår å gjennomføre artikkel 18 om handelsprosessen og gjennomføring av transaksjoner på MHF og OHF i utkast til verdipapirhandelloven § 9-38.

Utvalget foreslår å gjennomføre artikkel 19 om særskilte krav til MHF, i utkast til verdipapirhandelloven § 9-39, og særkravene til OHF i MiFID II artikkel 20 foreslås gjennomført i utkast til § 9-40.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.4.2.3 er utvalgets vurderinger om organisatoriske krav og virksomhetskrav ytterligere omtalt.

Markedsovervåkning

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

Utvalget foreslår å videreføre gjeldende verdipapirhandelloven § 11-2 i utkast til verdipapirhandellov § 9-41 med nødvendige endringer som følge av endringene i MiFID II artikkel 31.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.4.3.3 er utvalgets vurderinger om markedsovervåkning ytterligere omtalt.

Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel

Utvalget viser til bestemmelsen i MiFID II artikkel 32 om strykning og suspensjon av finansielle instrumenter på MHF og OHF, og bemerker at vurderingene for suspensjon og styrkning av finansiell instrumenter for regulerte markeder også gjør seg gjeldende for gjennomføring for MHF og OHF. Utvalget viser til utkast til verdipapirhandellov § 9-42.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.4.4.3 er utvalgets vurderinger om suspensjon og strykning ytterligere omtalt.

7.5.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

7.5.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger og utkast til gjennomføring av bestemmelsene om henholdsvis multilaterale handelsfasiliteter (MHF) og organisert handelsfasiliteter (OHF). Se forslag til verdipapirhandelloven §§ 9-26 til 9-30 som med enkelte mindre endringer tilsvarer utvalgets utkast til §§ 9-38 til 9-41.

7.6 Systematisk internaliserer (SI)

7.6.1 Gjeldende rett

Systematisk internaliserer (SI) er definert i gjeldende verdipapirhandellov § 2-4 fjerde ledd.

I MiFID II-forskriften er det bestemmelser om systematisk internaliserer i samsvar med endringer i MiFID II.

7.6.2 EØS-rett

Begrepet *systematisk internaliserer* videreføres fra MiFID I til MiFID II, jf. artikkel 4 nr. 1 punkt 20, men med endrede kriterier.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.2.2.2 er det redegjort nærmere for EØS-retten.

7.6.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at en systematisk internaliserer (SI) er et verdipapirforetak som handler for egen regning ved utførelse av kundeordre, og at slik aktivitet må skje på organisert, regelmessig og systematisk måte og i et betydelig omfang. Utvalget viser til at begrepet ble introdusert med MiFID I, men at annet ledd i definisjonen i MiFID II fastsetter nærmere regler om nevnte kriterier som er nye sammenlignet med MiFID I. Dette innebærer slik utvalget ser det at enkelte norske verdipapirforetak sannsynligvis vil anses som SI dersom de fortsetter sin virksomhet, selv om de ikke var å anse som SI etter MiFID I-reglene.

Utvalget bemerker at både kriteriet om regelmessig og systematisk handel og kriteriet om betydelig omfang må oppfylles for at foretaket får plikt til å registrere seg som SI, men at verdipapirforetak har muligheten til å velge å registrere seg som SI selv om kriteriene ikke er oppfylt, det vil si at det er en adgang til «opt-in» i regimet.

Utvalget kommenterer at registreringen er knyttet til de enkelte finansielle instrumentene som det utføres ordre i, og at som SI plikter verdipapirforetaket blant annet å stille forpliktende kurser i de instrumentene de er registrert som SI for, og de har forpliktelser knyttet til offentliggjøring av handelsinformasjon (post-trade).

Utvalget påpeker at under MiFID II er systematisk internaliserer (SI) ikke lenger å anse som en handelsplass, og at dette betyr at handel gjennom en SI er å anse som OTC-handel.

Utvalget foreslår å gjennomføre kravet om registrering som SI i utkast til verdipapirhandelloven § 9-2. Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov.

Utvalget foreslår å ta inn definisjonen av SI sammen med de øvrige definisjonene i lovutkastet § 2-8, se lovutkastet § 2-8 tiende ledd.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.2.2.3 er utvalgets vurderinger av SI-reglene nærmere omtalt.

7.6.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

7.6.5 Departementets vurdering

Departementet foreslår å gjennomføre MiFID IIs definisjon av *systematisk internaliserer* i verdipapirhandelloven i samsvar med utvalgets utkast. Se forslag til verdipapirhandelloven § 2-7 tiende ledd og kravet til registrering i § 9-2.

7.7 Vekstmarkeder for små og mellomstore bedrifter

7.7.1 Gjeldende rett

Regler om vekstmarkeder for små og mellomstore bedrifter i samsvar med MiFID II, er fastsatt i MiFID II-forskriften.

Før MiFID II-forskriften var det ikke særskilte regler om vekstmarkeder for små og mellomstore bedrifter.

7.7.2 EØS-rett

MiFID II legger til rette for at operatører av multilateral handelsfasilitet (MHF) skal kunne registrere MHFen som vekstmarked for små og mellomstore bedrifter (vekstmarked for SMBer – eng. SME growth markets) for å øke handelen i små og mellomstore bedrifter og derved lette deres tilgang på kapital.

Dette gjøres ved å redusere kravene for opptak til handel for slike utstedere, og samtidig ha bestemmelser om offentliggjøring av opplysninger og krav til markedsovervåkning som skal gjøre det attraktivt for investorer å handle på handelsplassen.

Reguleringen av vekstmarkeder for SMBer følger av MiFID II artikkel 33. Bestemmelsen stiller blant annet krav om at minst 50 prosent av utstederne av finansielle instrumenter som tas opp til handel på MHFen, skal tilfredsstille kravene til små og mellomstore bedrifter. SMBer defineres i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 13 som et selskap som har en gjennomsnittlig markedsverdi på under 200 millioner euro beregnet på grunnlag av sluttkursen for de tre foregående kalenderårene. Til sammenligning er om lag ¾ av utstederne av aksjer notert på Oslo Børs per november 2016 å anse som SMBer.

MHFen må videre ha hensiktsmessige kriterier for opptak til handel på handelsplassen og hensiktsmessige løpende forpliktelser.

Ved opptak til handel skal det foreligge tilstrekkelig offentlig informasjon til at investorene kan fatte en informert investeringsbeslutning. Utstedere med finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på vekstmarked for SMBer, er unntatt fra enkelte av forpliktelsene som er pålagt utstedere etter markedsmisbruksforordningen.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.5.2 er det redegjort ytterligere for EØS-retten.

7.7.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår å gjennomføre MiFID II artikkel 33 om vekstmarkeder for SMBer i utkast til ny verdipapirhandellov § 9-43, det vil si i samme kapittel i loven som de øvrige kravene til MHFer foreslås inntatt, ettersom vekstmarkeder for SMBer anses som en underkategori av MHFene.

Utvalget bemerker at MiFID II artikkel 33 fastslår at kravene etter bestemmelsen gjelder i tillegg til de øvrige kravene som stilles til MHFer, men utvalget anser det ikke nødvendig å lovfeste dette, ettersom det av utkastet § 9-43 fremkommer at det er MHFer som kan registreres som vekstmarked for SMB.

Utvalget bemerker at MHFer ikke er forpliktet til å søke om å bli registrert som vekstmarked for SMBer selv om de tilfredsstiller kravene for dette. Utstedere er heller ikke forpliktet til å søke opptak til handel på slike markeder, selv om de er å anse som SMBer etter direktivet.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.5.3 er utvalgets vurderinger nærmere omtalt.

7.7.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

7.7.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger og utkast til gjennomføring av bestemmelsene om vekstmarkeder for små og mellomstore bedrifter. Se forslag til verdipapirhandelloven § 9-31, som tilsvarer utvalgets utkast til § 9-43.

7.8 Datarapporteringsforetak

7.8.1 Gjeldende rett

I den norske MiFID II-forskriften del 4 er det innført bestemmelser om datarapporteringstjenester i samsvar med MiFID II.

Før MiFID II-forskriften var det ikke særskilte regler om datarapporteringstjenester.

7.8.2 EØS-regler

I MiFID II ble det innført regulering av datarapporteringstjenester i form av krav om tillatelse, og krav til tjenestene som leveres. Bakgrunnen for de nye reglene var at handelen er fragmentert, og god kvalitet på tilgang til handelsinformasjon (post-trade informasjon) er vesentlig for å kunne danne seg et riktig bilde av handelen i finansielle instrumenter, som igjen er viktig for prisingen og tilliten til markedet.

Leverandører av datarapporteringstjenester omfatter tre ulike typer foretak. Det er for det første foretak som sørger for at verdipapirforetak og systematiske internaliserere (SI) rapporterer handelsinformasjon for handler som skjer OTC i finansielle instrumenter som også handles på handelsplass, omtalt som *godkjente offentliggjøringsordninger* (eng. Approved Publication Arrangements – APAer). For det andre er det foretak som henter handelsinformasjon fra handelsplasser og APAer og samler denne informasjonen i en og samme datastrøm som markedsaktører kan få tilgang til, omtalt som *konsoliderte offentliggjøringssystemer* (eng. Consolidated Tape Providers – CTPer). For det tredje er det foretak som tilbyr tjenester knyttet til transaksjonsrapporteringen etter MiFIR artikkel 26, omtalt som *godkjente rapporteringsordninger* (eng. Approved Reporting Arrangements – ARMer). Tjenestene omtales samlet som *datarapporteringstjenester*.

Reguleringen av datarapporteringstjenester er bygget opp med fellesbestemmelser knyttet til søknadsprosedyre, krav til tillatelse og krav til styre og ledelse i MiFID II artikkel 59 flg.

I MiFID II artikkel 64 er det nærmere regler om hvilken informasjon som skal offentliggjøres fra APAer, og bestemmelser om hvordan denne informasjonen skal offentliggjøres. Tilsvarende reguleres informasjonen fra CTPer i MiFID II artikkel 65 og fra ARMer i MiFID II artikkel 66.

I NOU 2017: 1 kapittel 3.10.1 og 3.10.2 er det redegjort nærmere for EØS-retten.

7.8.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget foreslår gjennomføre MiFID II-reglene om datarapporteringstjenester i utkast til verdipapirhandelloven kapittel 14.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.10

7.8.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

7.8.5 Departementets vurderinger

Departementet er enig i utvalgets vurdering og utkast til bestemmelsene om datarapporteringstjenester. Se forslag til kapittel 14 som med enkelte strukturelle endringer tilsvarer utvalgets utkast.

Departementet foreslår at definisjonen av datarapporteringstjenester og datarapporteringsforetak i MiFID II gjennomføres i § 14-1. I tillegg foreslår departementet at definisjonen av henholdsvis *godkjente offentliggjøringsordninger*, *konsoliderte offentliggjøringssystemer* og *godkjente rapporteringsordninger* gjennomføres i lovforslaget § 14-1 annet til fjerde ledd.

7.9 Verdipapirmarkedsforordningen (MiFIR)

7.9.1 Gjeldende rett

Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/2014, omtalt som MiFIR eller verdipapirmarkedsforordningen, ble vedtatt i EU samtidig med MiFID II, og fikk anvendelse i EU 3. januar 2018.

Det er tett sammenheng mellom definisjoner og øvrige bestemmelser i MiFIR og MiFID II, og samlet erstatter disse rettsaktene MiFID I. MiFIR er som MiFID II ennå ikke tatt inn i EØS-avtalen.

Regler som speiler MiFIR, er fastsatt i MiFIR-forskriften, jf. omtale i kapittel 2.2.

7.9.2 EØS-rett

Gjennom MiFIR innføres økte krav til offentliggjøring av informasjon om innlagte ordre (pre-trade transparens) og informasjon om handler som er gjennomført (post-trade transparens).

Videre innfører MiFIR såkalt handelsplikt, som innebærer at det er plikt til å handle nærmere angitte aksjer og derivater på handelsplattformer.

De økte transparenskravene skal sammen med handelsplikten sikre at større del av handelen i finansielle instrumenter gjøres på handelsplattformer som er åpne og transparente.

MiFIR del II – transparens for handelsplasser

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

Ifølge MiFIR del II kapittel 1 om transparens for egenkapitalinstrumenter, er handelsplasser forpliktet til å offentliggjøre kjøps- og salgstilbud, herunder ordredybde på ulike prisnivåer, som legges inn i markedets handelssystem, det vi si

ordreinformasjon. Offentliggjøring skal skje kontinuerlig under handelsplassens ordinære åpningstid.

Plikten er utvidet i to retninger sammenlignet med MiFID I. For det første er plikten utvidet til å gjelde enkelte instrumenter som handles på lignende måte som aksjer, nemlig *depotbevis* (eng. depositary receipts), *børshandlede fond* (eng. exchange traded funds – ETFer), *sertifikater* (eng. certificates) og lignende instrumenter – i MiFIR samlet omtalt som *egenkapitalinstrumenter* (eng. equity instruments).

I det følgende brukes «aksjer mv.» som dekkende for disse instrumentene, med mindre det klart fremkommer at bare enkelte skal være omfattet. Se for øvrig kapittel 4.2.5 om *sertifikater* (i NOU 2017: 1 omtalt som «etterprioriterte obligasjoner») som er omfattet av samlebegrepet «aksjer mv».

For det andre er plikten til å offentliggjøre ordreinformasjon utvidet til også å gjelde instrumenter som handles på andre handelsplasser, ikke bare de instrumenter som er opptatt til handel på et regulert marked.

Transparensreglene er i tillegg utvidet til å gjelde såkalte gjennomførbare interessemarkeringer som definert i MiFIR.

Som under MiFID I, kan tilsynsmyndigheten etter MiFIR gi unntak (eng. waiver) fra plikten til å offentliggjøre kjøps- og salgstilbud på nærmere angitte vilkår. Det er gjort enkelte endringer i vilkårene fra MiFID I.

En sentral endring i MiFIR fra MiFID I er videre innføringen av «tak» på bruken av unntak fra offentliggjøring. Taket omtales som *double volume cap*. Det er for det første oppstilt en begrensning ved at handel under unntakene på én enkelt handelsplass ikke kan overstige 4 % av all handel i det aktuelle instrumentet på handelsplasser i EØS-området de siste tolv månedene. For det andre kan handel under unntakene på handelsplasser i EØS-stater samlet sett ikke overstige 8 % av all handel i det aktuelle instrumentet på handelsplasser i EØS de siste tolv måneder.

Det er ytterligere redegjort for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 3.7.2.1

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

Ifølge MiFIR del II, kapittel 1 er det også krav om offentliggjøring av handelsinformasjon (post-trade transparens) for aksjer. Reglene er i stor utstrekning videreført fra MiFID I, men også for offentliggjøring av handler er regimet utvidet til å gjelde depotbevis, børsomsatte fond, sertifikater og lignende instrumenter. Kravet er ikke lenger begrenset til instrumenter som er opptatt til handel på regulerte markeder, men gjelder også instrumenter som handles på andre *handelsplasser*.

Det åpnes i likhet med MiFID I for utsatt offentliggjøring av handler basert på transaksjonens omfang, men med enkelte endringer i vilkårene.

Det er ytterligere redegjort for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 3.7.2.2

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

I MiFIR del II kapittel 2 om handelsplassers transparens for ikke-egenkapitalinstrumenter, innføres nye krav til å offentliggjøre kjøps- og salgstilbud, herunder ordredybde på ulike prisnivåer, i obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater, i MiFIR omtalt som andre instrumenter enn egenkapitalinstrumenter (eng. non-equity instruments). I det følgende brukes «obligasjoner mv.» som dekkende for alle ovenfor nevnte instrumenter, med mindre det klart fremkommer at bare enkelte av disse skal være omfattet.

Transparenskravet gjelder også såkalte pakkeordre og pakke-transaksjoner, og for gjennomførbare interessemarkeringer.

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

Etter MiFIR kan handelsplassene gis unntak på nærmere angitte vilkår (eng. waiver) fra plikten til å offentliggjøre kjøps- og salgstilbud.

Det er ytterligere redegjort for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 3.8.2.1

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

MiFIR del II, kapittel 2 innføres også nye krav til at handelsplasser offentliggjør informasjon om handler – det vil si pris, volum og tidspunkt for en handel – i obligasjoner mv. Offentliggjøringen skal skje så nær sanntid som teknisk mulig.

Tilsynsmyndigheten til handelsplassen kan godkjenne utsatt offentliggjøring av handler på nærmere angitte vilkår.

Det er ytterligere redegjort for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 3.8.2.2.

MiFIR del III – transparens for systematiske internaliserer og verdipapirforetak som handler OTC

Systematiske internaliserere – offentliggjøring av kurser i aksjer mv. (pre-trade transparens)

Ifølge MiFIR del III gjelder pre-trade transparenskrav for aksjer for verdipapirforetak som er systematiske internaliserer (SIer) på samme måte som under MiFID I. Transparenskravet for de kurser en SI stiller, er med MiFID II endret til å gjelde alle slike instrumenter som handles på en *handelsplass*, ikke bare de som er opptatt til handel på et regulert marked. Formålet med utvidelsene er blant annet å sikre at OTC-handel i de aktuelle instrumentene ikke truer effektiv prisdannelse.

SIer er pålagt å offentliggjøre forpliktende kurser på nærmere angitte vilkår hvis det er et likvid marked for det aktuelle instrumentet. Er det et illikvid marked for det aktuelle finansielle instrumentet, må SIen på forespørsel oppgi kurser til kunder. Disse utgangspunktene viderefører transparens-regimet for aksjer etter MiFID I, med enkelte endringer i hvordan kursene skal gis.

SIer er som hovedregel forpliktet til å utføre kundeordre i finansielle instrumenter de er SIer for, til de kurser som er gitt på tidspunktet ordrene blir mottatt. Det er imidlertid opp til SIen selv å bestemme hvilke kunder som får tilgang til foretakets kurser, så lenge avgjørelsen er basert på SIens forretningsplan og fattes på en objektiv og ikke-diskriminerende måte. Det er også en viss adgang til å begrense antallet transaksjoner SIen velger å inngå med én og samme kunde til de aktuelle prisene, og med ulike kunder på samme tidspunkt

Det er ytterligere redegjort for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 3.7.2.3

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

Ifølge MiFIR del III må samtlige verdipapirforetak, ikke bare SIer, offentliggjøre informasjon om volum, pris og tidspunkt for de handler de gjennomfører i aksjer mv. utenfor en markedsplass (OTC) når de handler for egen regning eller på vegne av kunder i finansielle instrumenter som handles på en *handelsplass,* med nærmere angitte unntak. Til forskjell fra MiFID I er det et krav at offentliggjøring skal skje via godkjente offentliggjøringsordninger (APA).

Det er ytterligere redegjort for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 3.7.2.4

Systematiske internaliserer- offentliggjøring av kurser i obligasjoner mv. (pre-trade transparens)

Ifølge MiFIR del III pålegges verdipapirforetak som er SIer, transparenskrav hva gjelder «ikke-egenkapital»-instrumentene (obligasjoner mv.) de er SIer for. Kravene er nye sammenlignet med MiFID I, men bygger på kravene som gjelder for aksjer mv. Likevel avviker reglene noe. I motsetning til det som gjelder for aksjer mv., gjelder offentliggjøringsplikten kun hvis en kunde av SIen har bedt SIen om å stille en kurs, og SIen aksepterer å stille en kurs. SIer kan videre unntas forpliktelsen til å oppgi kurser i et illikvid instrument til andre kunder hvis vilkårene i MiFIR er til stede. Det vil si at SIer for illikvide instrumenter har samme unntaksmuligheter som handelsplassene.

Det er ytterligere redegjort for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 3.8.2.3

Verdipapirforetaks offentliggjøring av handelsinformasjon i obligasjoner mv. (post-trade transparens)

Ifølge MiFIR del III må samtlige verdipapirforetak, ikke bare de som er systematiske internaliserere, etterkomme nye krav om å offentliggjøre volum, pris og tidspunkt når de handler for egen regning eller på vegne av kunder i obligasjoner mv. som handles på en handelsplass med nærmere angitte unntak. Det er presisert at offentliggjøringen av slik informasjon skal skje via en godkjent offentliggjøringsordning (APA).

Det er ytterligere redegjort for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 3.8.2.4

Transparenskrav for pakke-ordre og pakke-transaksjoner

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

MiFIR del III ble sommeren 2016 endret til å omfatte særskilte regler om offentliggjøring av pakke-ordre (pre-trade) ved at slike ordre ble omfattet av kravene til offentliggjøring for handelsplasser av ordreinformasjon i MiFIR, samt nye unntaksbestemmelser (waivere). Samtidig ble det innført særregler for ordreinformasjon for SIer i MiFIR.

Hva som menes med pakke-ordre og pakke-transaksjon, er definert i MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt 49 og 50.

Det er ytterligere redegjort for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 3.8.2.5.

MiFIR del IV – transaksjonsrapportering og oppgaveplikt

MiFIR del IV pålegger verdipapirforetakene å føre registre over alle ordrer og alle transaksjoner med finansielle instrumenter de har gjennomført, enten for egen regning eller på vegne av en kunde. Bestemmelsen viderefører MiFID I, men slik at virksomhetsområdet er utvidet til også å gjelde ordrer, ikke bare transaksjoner.

MiFIR innfører videre en ny bestemmelse sammenliknet med MiFID I, om at operatøren av en handelsplass skal føre register over alle ordrer som gjelder finansielle instrumenter, og som vises i deres systemer.

Reglene om transaksjonsrapportering til tilsynsmyndigheten etter MiFIR viderefører MiFID I med enkelte utvidelser og endringer. Bruken av forordning ved reguleringen av transaksjonsrapporteringsplikten understreker betydningen av at alle EØS-landene har felles krav til rapporteringen, både når det gjelder hvilke finansielle instrumenter som er omfattet, og hvilke opplysninger som skal rapporteres.

MiFIR utvider kravene til transaksjonsrapportering på to måter. For det første utvides virkeområdet for rapporteringsplikten. Transaksjoner i finansielle instrumenter som er opptatt til handel, eller som handles på en handelsplass, eller som det er søkt om opptak til handel for på slikt marked, finansielle instrumenter med finansielt instrument som handles på handelsplass som underliggende, og finansielle instrumenter som har indekser eller en kurv av finansielle instrumenter som handles på handelsplass som underliggende, omfattes av rapporteringsplikten.

Det gjøres også en utvidelse når det gjelder hvilke opplysninger som skal rapporteres inn til tilsynsmyndigheten, ved at kravene etter MiFIR også gjelder betegnelse som identifiserer de kundene som verdipapirforetaket har utført transaksjonen på vegne av, og enkelte andre opplysninger. Det følger av MiFIR at identifikatoren etablert for juridiske personer (eng. Legal entity identifyer – LEI) skal benyttes for kunder som er foretak.

MiFIR gir også nye bestemmelser som skal bidra til å hindre dobbeltrapportering og sikre at alle transaksjoner som utføres på en handelsplass innenfor EØS, dekkes.

Det følger av MiFIR at rapportene kan sendes tilsynsmyndigheten av verdipapirforetaket selv, av en godkjent rapporteringsordning (ARM) som opptrer på deres vegne, eller av den handelsplassen der transaksjonen ble utført.

Etter MiFIR skal EØS-statene fastsette nærmere bestemte krav til handelsplasser når disse rapporterer på vegne av verdipapirforetak.

Det er ytterligere redegjort for EØS-retten i NOU kapittel 3.9.2.

MiFIR artikkel 28 – plikten til å handle derivater på handelsplass mv.

MiFIR artikkel 28 stiller krav om at finansielle motparter skal gjennomføre sine transaksjoner mot andre finansielle motparter, og mot nærmere angitte ikke-finansielle motparter, på handelsplass eller likeverdig tredjestatsmarked, dersom derivatene er tatt opp til handel på handelsplass, er clearingspliktige og tilstrekkelig likvide mv.

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

Det er ytterligere redegjort for EØS-retten i NOU kapittel 3.6.2.

MiFIR artikkel 23 – handelsplikt i aksjer

Som ledd i å redusere OTC-handel, innfører MiFIR et krav om at alle handler som utføres av verdipapirforetak i aksjer som er opptatt til handel på et regulert marked, eller som handles på en handelsplass, skal gjennomføres på et regulert marked, en MHF, eller en SI eller et likeverdig tredjestatsmarked, jf. MiFIR artikkel 23 nr. 1. Det gjelder både ved utføring av handler for egen regning og utføring av kundeordre, jf. fortalen til MiFIR punkt 11.

Handelsplikten gjelder ikke dersom handlene er ikke-systematiske, tilfeldige, uregelmessige og sjeldne, eller utføres mellom kvalifiserte eller profesjonelle motparter og ikke bidrar til prisdannelsen.

Det er ytterligere redegjort for EØS-retten i NOU kapittel 3.13.1.2.

MiFIR del V om derivater og del VI om ikke-diskriminerende tilgang til sentral motpart

MiFIR inneholder også enkelte regler om derivater utover handelsplikten, og om clearing og til-

gang til sentral motpart. Dette er omtalt i kapittel 6.11 om tilgang til handelsplasser og sentrale motparter mv.

MiFIR regulerer også i hvilken grad verdipapirforetak og markedsoperatører skal være underlagt reglene om beste utførelse av ordrer, transparens og posisjonsregimet når de yter investeringstjenester i sammenheng med porteføljekomprimering.

MiFIR del VII – tilsynsvirkemidler for produktinngrep og derivatposisjoner

MiFIR inneholder regler om produktintervensjon for nasjonale tilsynsmyndigheter og ESMA (EFTAs overvåkingsorgan for EFTA-statene), samt særskilt inngrepsmyndighet knyttet til posisjonsregimet. Dette er nærmere omtalt nedenfor i henholdsvis kapittel 7.10 om produktintervensjon og kapittel 8.1.4 om håndheving av posisjonsgrenseregimet for varederivater.

MiFIR del VIII – Investeringsvirksomhet fra tredjestatsforetak overfor profesjonelle.

MIIFR inneholder også regler om investeringsvirksomhet fra tredjestatsforetak overfor profesjonelle. Dette er omtalt i kapittel 9 om grensekryssende virksomhet.

7.9.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at transparensregelverket fastsatt i MiFIR gjennomføres ved inkorporasjon. Utvalget foreslår å gjennomføre MiFIR i utkast til § 8-1 i eget kapittel 8. Utvalget foreslår å oppheve børsloven §§ 28 og 29 og verdipapirhandelloven §§ 10-20, 11-3 og 11-4. Utvalget foreslår videre å oppheve verdipapirhandelloven § 10-19 første ledd annet punktum, samt annet til fjerde ledd. Verdipapirhandelloven § 10-19 første ledd første punktum, om melding av virksomhet som SI, foreslås videreført i utkastet § 9-2.

Utvalget viser videre til at MiFIR artikkel 26 nr. 7 femte ledd må gjennomføres i norsk rett, ettersom bestemmelsen krever at EØS-statene skal fastsette nærmere bestemte krav til handelsplassene når de rapporterer på vegne av verdipapirforetak. Utvalget foreslår å ta inn dette kravet i utkast til ny verdipapirhandellov § 11-26 for regulerte markeder og i § 9-38 første ledd nr. 5 for MHF og OHF.

Utvalget bemerker at ettersom MiFIR-reglene om transaksjonsrapportering erstatter flere MiFID I-regler som er gjennomført i verdipapirhandelloven, vil gjennomføringen av MiFIR medføre at bestemmelsene i verdipapirhandelloven § 10-18 og § 15-9 ikke videreføres i ny verdipapirhandellov.

Utvalget bemerker videre at handelsplikten for handler som utføres av verdipapirforetak i aksjer som er tatt opp til handel på regulert marked, eller som handles på handelsplass, også er ment å skulle redusere OTC-handelen. Denne bestemmelsen antar utvalget har mindre betydning i det norske markedet, ettersom denne typen instrumenter i stor grad handles på handelsplass allerede. Endringen innebærer ikke behov for å oppheve gjeldende bestemmelser i børsloven eller verdipapirhandelloven.

Utvalget bemerker videre at reglene for det som omtales som handelsplikt på handelsplassene for nærmere bestemte derivater og øvrige bestemmelser knyttet til dette, er fastsatt i MiFIR, og at bruken av forordning bidrar til å sikre lik gjennomføring av regelverket på dette området i EØS-området. Utvalget foreslår samtidig å oppheve verdipapirhandelloven § 10-8 om clearingplikt for derivater notert på regulert marked, ettersom denne bestemmelsen dekkes av MiFIR.

7.9.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

7.9.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger og viser til forslag til gjennomføring av verdipapirmarkedsforordningen (MiFIR) i EØS-tilpasset form i verdipapirhandelloven § 8-1.

Det følger av forslaget til § 8-1 annet ledd at når det vises til «verdipapirmarkedsforordningen», menes forordningen slik den er gjennomført i første ledd, det vil si forordningen i EØS-tilpasset form. Med EØS-tilpasset form menes forordningsteksten som endret ved EØS-komitebeslutningen som innlemmer forordningen i EØS-avtalen, og som lest i lys av de generelle prinsippene i EØS-avtalen, herunder protokoll 1.

Departementet viser til kapittel 3.2 for nærmere omtale av forslaget til forskriftshjemmel i § 8-1 tredje ledd.

7.10 Særlig om produktintervensjon

7.10.1 Gjeldende rett

Regler om myndighet til å foreta produktinngrep (eng. product intervention) som speiler bestem-

melsene i MiFIR beskrevet nedenfor, er fastsatt i MiFIR-forskriften, men ennå ikke trådt i kraft.

7.10.2 EØS-rett

I MiFIR del VII kapittel I gis regler om overvåkning av markedet for finansielle instrumenter og strukturerte innskudd, og om de nasjonale og europeiske tilsynsmyndighetenes adgang til å forby eller begrense salg og markedsføring av produktene.

Det fastslås blant annet at *nasjonale tilsynsmyndigheter* på nærmere angitte vilkår skal kunne forby eller begrense markedsføring, distribusjon eller salg av finansielle instrumenter og strukturerte innskudd med visse egenskaper, eller en type finansiell virksomhet eller praksis.

MiFIR legger videre myndighet til ESMA (Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet) og EBA (Den europeiske banktilsynsmyndighet) til å forby eller begrense markedsføring, distribusjon og salg av henholdsvis visse finansielle instrumenter eller visse typer finansiell aktivitet eller praksis, og visse typer strukturerte innskudd eller visse typer finansiell aktivitet eller praksis.

ESMA og EBA kan etter forordningen bare treffe et vedtak som nevnt dersom nasjonale tilsynsmyndigheter ikke har truffet tilstrekkelige tiltak for å avverge trusselen, og det foreslåtte tiltaket gjelder et alvorlig problem knyttet til investorvern eller en trussel mot finansmarkedenes (eller for ESMA, også varemarkedenes) ordnede virkemåte og integritet, eller mot stabiliteten i hele eller deler av finanssystemet i EØS. Videre er det et vilkår at de krav som etter EØS-retten får anvendelse på praksisen, virksomheten eller det berørte finansielle instrumentet eller strukturerte innskuddet, ikke avverger trusselen.

EØS-tilpasningen til MiFIR innebærer at ESMAs og EBAs myndighet til å treffe vedtak med direkte virkning i Norge, ligger hos EFTAs overvåkningsorgan med adgang til overprøving av EFTA-domstolen.

Det er ytterligere redegjort for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 9.4.2 og i Prop. 100 S kapittel 10.7 (om EØS-tilslutningen til EUs finanstilsynssystem).

7.10.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker blant annet at myndighetene til produktinngrep etter MiFIR kommer til anvendelse der andre tiltak ikke er tilstrekkelig effektive, men hvor hensynet til investorbeskyttelsen eller markedets integritet og funksjon medfører et sterkt behov for å forby eller begrense markedsføring, distribusjon eller salg av et finansielt instrument, et strukturert innskudd eller en praksis eller atferd. Utvalget viser videre til at en rekke vilkår må være oppfylt for at inngrepshjemmelen skal kunne benyttes.

7.10.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

7.10.5 Departementets vurdering

Departementet bemerker at MiFIRs regler om produktinngrep gir inngrepshjemler både for nasjonale tilsynsmyndigheter, og for ESMA og EBA direkte etter forordningen, og vil gjelde som norsk lov ved inkorporasjon av MiFIR i EØS-tilpasset form i verdipapirhandelloven. For EFTA-statene vil det følge av EØS-tilpasninger til bestemmelsene at det er EFTAs overvåkingsorgan som har kompetansen, ikke ESMA og EBA.

Departementet viser til nærmere omtale av bestemmelsene og EØS-tilpasningene i Prop. 100 S kapittel 10.7 (om EØS-tilslutningen til EUs finanstilsynssystem).

7.11 Særlig om tilgang til handelsplasser og sentrale motparter mv.

7.11.1 Gjeldende rett

Gjeldende børslov § 26 slår fast at regulert marked skal gi foretak som har hovedkontor i annen EØS-stat og tillatelse til å yte investeringstjenester, adgang til medlemskap på like vilkår som andre medlemmer.

Ifølge MiFID II-forskriften gjelder børsloven § 26 tilsvarende for multilaterale handelsfasiliteter (MHF) om tilgang til fasiliteten, og bestemmelser som speiler MiFIR, som nærmere omtalt nedenfor, er gjennomført i MiFIR-forskriften.

7.11.2 EØS-rett

MiFID II artikkel 36 regulerer verdipapirforetaks tilgang til regulert marked, og viderefører MiFID I. Bestemmelsen krever at verdipapirforetak fra andre EØS-land som har tillatelse til å utføre kundeordre eller til å drive egenhandel, skal ha adgang til medlemskap på det regulerte markedet på like vilkår som andre medlemmer. Dette skal

kunne gjøres både ved filialetablering og ved fjernmedlemskap.

Etter MiFID II artikkel 37 nr. 1 første ledd skal verdipapirforetak fra andre EØS-land gis tilgang til sentrale motparter, clearing og oppgjørssystemer for å gjennomføre oppgjøret av transaksjoner med finansielle instrumenter. Bestemmelsen er utvidet til også å gjelde indirekte tilgang, ikke bare direkte, slik bestemmelsen var etter MiFID I.

Regulerte markeder skal etter MiFID II artikkel 37 nr. 2 på nærmere angitte vilkår gi sine medlemmer rett til å velge oppgjørssystem for transaksjoner i finansielle instrumenter inngått på markedet. Bestemmelsen viderefører MiFID I, men slik at regelen om at sentral motpart og operatører av clearing- eller verdipapiroppgjørssystemer kan nekte verdipapirforetak adgang på kommersielt grunnlag, ikke er videreført.

MiFID II artikkel 38 regulerer MHFers adgang til å inngå avtaler med sentrale motparter, clearinghus og oppgjørssystemer i andre EØS-land. Slik adgang skal ikke begrenses, med mindre dette er nødvendig for at MHFen skal virke på ordnet måte. Bestemmelsen viderefører MiFID I.

I tillegg til disse bestemmelsene i MiFID II innfører MiFIR regler som skal sikre at ikke andre kommersielle hindringer kan brukes til å begrense konkurransen i forbindelse med clearing av finansielle instrumenter. Dette gjøres i form av bestemmelser som skal sikre at sentrale motparter aksepterer å cleare transaksjoner i finansielle instrumenter som er utført på ulike handelsplasser, dersom handelsplassene oppfyller nærmere bestemte krav fastsatt av den sentrale motparten. Videre skal handelsplasser på nærmere angitte vilkår gi tilgang til sentrale motparter, og sikre sentrale motparters tilgang til opplysninger fra handelsplasser.

EMIR artikkel 7 og 8 gir tilsvarende bestemmelser om tilgang til sentrale motparter og handelsplasser for OTC-derivater. Med OTC-derivater menes i EMIR derivatkontrakter som ikke er inngått på *regulert marked*. Bestemmelsene i MiFIR gjelder derfor i stor grad andre finansielle instrumenter enn de som er omfattet av tilgangsbestemmelsene i EMIR. CSDR regulerer for øvrig tilgangen mellom verdipapirregistre, sentrale motparter og handelsplasser.

Etter MiFIR skal den som har eiendomsrett til referanseverdier som benyttes til å verdsette finansielle instrumenter, sikre at sentrale motparter og handelsplasser får ikke-diskriminerende tilgang til relevante pris- og datastrømmer og informasjon om sammensetningen, metodikk og prisingen av referanseverdien for clearing og handelsformål og tilgang til lisenser.

I tillegg innfører MiFIR enkelte andre regler om clearing, herunder skal markedsoperatører av regulert marked sørge for at alle transaksjoner som utføres på markedet, cleares av en sentral motpart. Bestemmelsen speiler kravene i EMIR, som regulerer pliktene til sentrale motparter, men har også en side til bestemmelsen i MiFIR om krav på ikke-diskriminerende tilgang til sentral motpart.

Indirekte clearing (dvs. et clearingmedlems kunde kan tilby clearing til sin kunde igjen) reguleres av EMIR, og det stilles flere krav til slike ordninger. MiFIR setter krav om at dersom indirekte clearing benyttes ved børshandlede derivater, kan motpartsrisikoen ved slike arrangementer ikke øke, og partenes aktiva og posisjoner må ha tilsvarende beskyttelse som de har etter EMIR.

Det er ytterligere redegjort for EØS-rett i NOU 2017: 1 kapittel 3.12.2.

7.11.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget legger til grunn at bestemmelsene om adgang til regulert marked og sentrale motparter i MiFID II artikkel 36, 37 og 38 må videreføres i norsk rett, i det vesentlige på samme måte som de er gjennomført i gjeldende verdipapirhandellov.

Utvalget viser til utkast til verdipapirhandelloven § 12-4 femteledd om rett til medlemskap på regulert marked, som viderefører børsloven § 26, og gjennomfører MiFID II artikkel 36. Utvalget viser videre til utkast til ny bestemmelse i verdipapirhandelloven § 12-6 om krav til regulert marked om å gi sine medlemmer rett til å velge oppgjørssystem for transaksjoner som er inngått på markedet, som gjennomfører artikkel 37 nr. 2.

Utvalget er av den oppfatning at det ikke er nødvendig å eksplisitt gjennomføre MiFID II artikkel 37 nr. 1 første ledd eller artikkel 38, da det etter utvalgets syn er tilstrekkelig at det ikke foreligger noen hindringer som angitt i nevnte bestemmelser.

Utvalget viser til at reglene i MiFIR gjennomføres ved inkorporasjon.

Det er ytterligere redegjort for utvalgtes vurderinger i NOU 2017: 1 kapittel 3.12.3

7.11.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

7.11.5 Departementets vurderinger

Departementet er enig i utvalgets vurderinger om gjennomføring av MiFID II artikkel 36 (tilgang til regulert marked for verdipapirforetak) og artikkel 37 (tilgang til sentral motpart etc. for verdipapirforetak), og at artikkel 38 (tilgang til sentral motpart etc. for MHFer) ikke krever eksplisitt lovregulering. Se forslag til § 12-4 om rett til medlemskap på regulert marked og § 12-6 om krav til regulert marked om å gi sine medlemmer rett til å velge oppgjørssystem for transaksjoner som er inngått på markedet.

Reglene i MiFIR følger direkte etter forordningen, og MiFIR gjennomføres ved inkorporasjon i verdipapirhandelloven i EØS-tilpasset form.

8 Posisjonsregimet for varederivater

8.1 Innledning

Et derivat er en kontrakt hvor verdien av kontrakten og partenes rettigheter og plikter er knyttet til et finansielt instrument, renter, valuta, indeks, vare eller liknende (underliggende). Derivatkontrakter gjøres opp på forskjellige måter. Noen gjøres opp ved fysisk levering av det underliggende, mens andre har et finansielt oppgjør i form av en kontantavregning.

Se nærmere omtale ovenfor under kapittel 4.2 om finansielle instrumenter.

Derivater som har varer som underliggende, omtales som *varederivater*. Varer brukes i denne sammenheng som fellesbetegnelse for råvarer, varer og tjenester (tilsvarende «commodities»).

Råvaremarkedene består i grove trekk av energi, metaller, jordbruksprodukter, eksotiske råvarer og øvrig (frakt mv.). Disse markedene kjennetegnes ved store prissvingninger. Handel i varederivater kan derfor ha som formål å sikre prisstabilitet i de fysiske varemarkedene, og ved slik bruk kan varederivater bidra til mer effektive markeder og økt samfunnsøkonomisk og bedriftsøkonomisk lønnsomhet. Aktører som benytter varederivater for å sikre prisrisiko, kalles vanligvis for en kommersiell aktør eller fundamental aktør. Varederivater har imidlertid også vært brukt til å spekulere i råvarepriser av foretak som ikke investerer direkte i de underliggende markedene.

Varederivater handles både på handelsplasser og som OTC-kontrakter (dvs. utenfor handelsplasser, av eng. over-the-counter). I OTC-markedet varierer det om kontraktene omsettes med eller uten fysisk levering avhengig av hva som er underliggende.

Det norske markedet for varederivater er beskrevet i NOU 2017: 1 kapittel 4.1.

Finanskrisen i 2008 viste at markedet for varederivater ikke var underlagt tilstrekkelig regulering. MiFID II adresserer dette ved å regulere denne sektoren i langt større grad enn MiFID I. Se herunder kapittel 4.2 om endringer i definisjonen av finansielle instrumenter, og kapittel 5.1.3 om endringer i unntaket fra konsesjonsplikt ved egenhandel i varederivater mv.

Reguleringen som innføres med MiFID II reflekterer også bekymringer blant annet fra G20-landene knyttet til den potensielt destabiliserende effekten handelen i varederivater kan ha på råvareprisene. Som svar på dette, innfører MiFID II blant annet et regime som setter grenser for hvor store posisjoner som kan holdes i varederivater og fastsetter krav til oppfølging og overvåkning av posisjonene.

Posisjonsregimet retter seg både mot handelsplasser og mot fysiske og juridiske personer som handler i varederivater, uavhengig av om de er underlagt konsesjonsplikt eller ikke. Posisjonsgrensene skal gjelde horisontalt for alle varederivatmarkedene, være transparente og ikke-diskriminerende. Rapporteringskravene vil også omfatte utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende.

Det nye regelverket er komplett i den forstand at det omfatter regler om fastsettelse av grenser for hvor store posisjoner som kan innehas i varederivater, regler om når fastsatte grenser skal vurderes på nytt og tilsynsmyndighetens håndheving av grensene, herunder hjemler til å be om informasjon og til å fatte vedtak om å redusere posisjoner eller begrense adgangen til å inngå nye kontrakter. Det er videre fastsatt krav om kontrollmekanismer på markedsplassene for overvåkning av aktørenes posisjoner, og regler for rapportering av posisjonene til tilsynsmyndigheten.

8.1.1 Posisjonsgrenser – fastsettelse og anvendelse

8.1.1.1 Gjeldende rett

I MiFID II-forskriften ble det fastsatt regler som beskrevet under EØS-rett. Før vedtakelsen av denne forskriften var det ikke grenser for hvor store posisjoner som kan holdes i varederivater.

8.1.1.2 EØS-rett

Regler om posisjonsgrenser er inntatt i MiFID II artikkel 57.

I MiFID II artikkel 57 nr. 4 er det angitt at tilsynsmyndighet for handelsplass i EØS-land fastsetter posisjonsgrenser for varederivater som handles på handelsplass i vedkommende EØS-land og økonomisk likeverdige OTC-kontrakter.

I MiFID II artikkel 57 nr. 6 er det gitt bestemmelser om sentral tilsynsmyndighet. Dersom samme varederivat handles i betydelig volum på handelsplasser i flere medlemsstater, er det tilsynsmyndigheten til handelsplassen som har det største handelsvolumet som skal fastsette posisjonsgrensen for dette varederivatet som sentral tilsynsmyndighet.

I NOU 2017: 1 kapittel 4.4.1 og 4.4.2.2 redegjøres det nærmere for posisjonsregimet og EØS-retten.

8.1.1.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget har i NOU 2017: 1 foreslått å gjennomføre reglene knyttet til posisjonsregimet i et eget kapittel (kapittel 15) i verdipapirhandelloven. Reglene om posisjonsgrenser er foreslått gjennomført i verdipapirhandelloven § 15-1.

I NOU 2018: 1 har utvalget foreslått å forskriftsfastsette hvilke lands tilsynsmyndigheter som skal fastsette posisjonsgrensene i varederivatene som handles på de ulike handelsplassene i EØS, herunder å innta bestemmelsene om sentral tilsynsmyndighet jf. MiFID II artikkel 57 nr. 6.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 4.4.2.3 og NOU 2018: 1 kapittel 4.3.

8.1.1.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

8.1.1.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurdering og utkast til gjennomføring av reglene posisjonsgrenser i verdipapirhandelloven. Departementet mener imidlertid at klargjøringen av hvilke lands tilsynsmyndigheter som skal fastsette posisjonsgrensene i varederivatene som handles på de ulike handelsplassene i EØS, herunder bestemmelsene om sentral tilsynsmyndighet etter MiFID II artikkel 57 nr. 6, bør inntas i lovbestemmelsen om posisjonsgrenser, og ikke i forskrift. Departementet viser herunder til bestemmelsenes karakter, og at bestemmelsen følger av MiFID II, ikke utfyllende kommisjonsrettsakter. Se forslag til verdipapirhandelloven § 15-1.

8.1.2 Rapportering av derivatposisjoner

8.1.2.1 Gjeldende rett

I MiFID II-forskriften ble det fastsatt regler som beskrevet under EØS-rett. Før vedtakelsen av denne forskriften var det ikke plikt til å rapportere posisjoner i varederivater.

8.1.2.2 EØS-rett

I MiFID II artikkel 58 innføres plikt for handelsplasser og verdipapirforetak som handler med varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende, å rapportere posisjoner i slike instrumenter. Bestemmelsen omfatter plikt til både daglig og ukentlig rapportering.

Det er nærmere redegjort for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 4.4.3.2.

8.1.2.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget har foreslått å gjennomføre reglene om posisjonsrapportering etter MiFID II artikkel 58 i ny bestemmelse i verdipapirhandelloven § 15-3.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 4.4.3.3.

8.1.2.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

8.1.2.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurdering og forslag om å gjennomføre reglene om posisjonsrapportering i ny bestemmelse, jf. forslag til verdipapirhandelloven § 15-3.

8.1.3 Handelsplassers kontroll av posisjonshåndteringen

8.1.3.1 Gjeldende rett

I MiFID II-forskriften ble det fastsatt regler som beskrevet under EØS-rett. Før vedtakelsen av denne forskriften gjaldt det ikke særskilte forpliktelser knyttet til posisjoner i varederivater for handelsplassene.

8.1.3.2 EØS-rett

Regler knyttet til handelsplassers kontroll av posisjonshåndteringen for personer som handler vare-

derivater på handelsplassen, er gitt i MiFID II artikkel 57 nr. 8, 9 og 10.

EØS-retten er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 4.4.5.2.

8.1.3.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget har i NOU 2017: 1 foreslått å gjennomføre reglene om handelsplassers kontroll av posisjonshåndteringen i ny bestemmelse i verdipapirhandelloven § 15-2. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr. 8, 9 og 10.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 4.4.5.3.

8.1.3.4 Høringsinstansenes merknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

8.1.3.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurdering og forslag om å gjennomføre reglene om handelsplassers kontroll av posisjonsregimet i ny bestemmelse, jf. forslag til verdipapirhandelloven § 15-2.

8.1.4 Håndheving og kontroll av posisjonsgrenser for tilsynsmyndigheter

8.1.4.1 Gjeldende rett

I MiFID II-forskriften ble det fastsatt regler som beskrevet under EØS-rett. Før vedtakelsen av denne forskriften var det ikke regler om håndheving og kontroll av posisjonsgrenser i gjeldende verdipapirhandellov.

8.1.4.2 EØS-rett

I MiFID II artikkel 69 er det gitt regler om nasjonale myndigheters håndheving og kontroll som er nødvendig for å kunne utføre oppgaver som følger av direktivet, herunder oppfølging av posisjonsregimet.

I følge MiFID II artikkel 57 nr. 14 skal den nasjonale tilsynsmyndigheten kunne ilegge sanksjoner for overtredelse av posisjonsgrenser som holdes av fysiske eller juridiske personer som er etablert eller har virksomhet i territoriet eller utenlands, og som overtrer posisjonsgrenser som den nasjonale tilsynsmyndigheten har satt. Videre skal den kunne sanksjonere fysiske eller juridiske personer som er etablert eller har virksomhet i territoriet og som overtrer posisjonsgrenser satt av tilsynsmyndigheter i andre EØS-stater.

I MiFIR artikkel 45 er ESMA gitt særskilt myndighet knyttet til posisjonsregimet, og denne kompetansen er lagt til EFTAs overvåkingsorgan for EFTA-statene. Vedtakskompetansen er i stor grad materielt tilsvarende kompetansen som nasjonale tilsynsmyndigheter har etter forordningen. ESMA kan etter MiFIR artikkel 45 anmode enhver person om alle relevante opplysninger med hensyn til størrelsen på, og formålet med, en posisjon eller et engasjement inngått ved hjelp av et derivat. Videre kan ESMA kreve at vedkommende reduserer størrelsen på, eller eliminerer, posisjonen eller engasjementet, og i særlige tilfeller pålegge enkeltpersoner begrensninger adgangen inngå varederivatkontrakter.

ESMA kan bare treffe vedtak dersom nasjonale tilsynsmyndigheter ikke har truffet tilstrekkelige tiltak for å avverge trusselen. Eventuelle tiltak må videre i betydelig grad avverge trusler mot finansmarkedenes ordnede virkemåte og integritet, herunder varederivatmarkedene, eller trusler mot stabiliteten i hele eller deler av finanssystemet i EØS, eller betraktelig forbedre vedkommende myndigheters evne til å overvåke.

EØS-retten er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 4.4.4.2. og 4.4.6.2. Kompetansen til ESMA og EFTAs overvåkingsorgan etter MiFIR er også nærme omtalt i Prop. 100 S kapittel 10.7 (om EØS-tilslutningen til EUs finanstilsynssystem).

8.1.4.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget har i NOU 2017: 1 foreslått å innta en bestemmelse om opplysningsplikt og Finanstilsynets håndhevingsmidler knyttet til posisjonsregimet i ny bestemmelse i verdipapirhandelloven § 15-4.

I NOU 2018: 1 foreslår utvalget å forskriftsfastsette en presisering av anvendelsesområdet til ny verdipapirhandellov § 15-4 for å gjennomføre MiFID II artikkel 57 nr. 14.

Utvalgets vurderinger er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 4.4.4.3 og NOU 2018: 1 kapittel 4.3.

8.1.4.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

8.1.4.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurdering og forslag om å gjennomføre reglene om håndheving

og kontroll i verdipapirhandelloven § 15-4. Departementet mener imidlertid at presiseringen av anvendelsesområdet til ny § 15-4 i verdipapirhandelloven om opplysningsplikt og pålegg for å gjennomføre MiFID II artikkel 57 nr. 14., bør fastlegges i lovbestemmelse, og ikke i forskrift. Departementet viser herunder til bestemmelsenes karakter, og til at reglene følger av MiFID II, ikke utfyllende kommisjonsrettsakter. Se forslag til verdipapirhandelloven § 15-4.

Departementet bemerker at reglene om ESMAs myndighet knyttet til posisjonsregimet følger av MiFIR i EØS-tilpasset form, som gjennomføres ved inkorporasjon i verdipapirhandelloven.

9 Grensekryssende virksomhet for verdipapirforetak

9.1 Grensekryssende virksomhet og filialetablering innenfor EØS

9.1.1 Innledning

MiFID I innførte et såkalt «single passport»-regime, som innebærer at et foretak som har tillatelse til å yte investeringstjenester i sitt hjemland, kan yte de samme tjenestene i andre EØS-stater. Tillatelse til å yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester er dermed gyldig i hele EØS-området, og det er tilstrekkelig å gi tilsynsmyndigheten melding om at slik virksomhet vil ytes. Regelverket inneholder nærmere regler for slike meldinger og fastsetter regler for hvilke tilsynsbeføyelser som kan utøves av henholdsvis hjemstat og vertsstat.

Grensekryssende investeringstjenestevirksomhet kan ytes på ulike måter, med og uten etablering i det landet der tjenestene skal ytes. Investeringstjenester og tilknyttede tjenester kan ytes over landegrensene gjennom telefon eller annen elektronisk kommunikasjon uten å etablere kontor i landet, det vil si direkte fra forretningsstedet i hjemstaten. Verdipapirforetaket kan yte slike tjenester selv, eller benytte tilknyttet agent etablert i hjemstaten. Dersom foretaket ønsker tilstedeværelse i annen EØS-stat (vertsstaten), kan det enten etableres filial eller benytte en tilknyttet agent etablert i verstsstaten.

9.1.2 Gjeldende rett

Norske verdipapirforetaks virksomhet i andre EØS-stater er regulert i verdipapirhandelloven § 9-23.

Verdipapirforetak som har tillatelse og er under tilsyn i andre EØS-stater, kan yte tjenester i Norge etter reglene i verdipapirhandelloven § 9-24.

MiFID II-forskriften fastsetter enkelte bestemmelser om grensekryssende virksomhet i tillegg til reglene i verdipapirhandelloven, for å gjøre regelverket i samsvar med MiFID II, jf. nedenfor under EØS-rett og utvalgets vurderinger.

Det er ytterligere redegjort for gjeldende rett i NOU 2017: 1 kapittel 7.1.1

9.1.3 EØS-rett

9.1.3.1 Rettigheter til grensekryssende virksomhet

Det følger av MiFID II artikkel 6 at tillatelsen til et verdipapirforetak skal gjøre det mulig å yte tjenester eller utøve virksomhet som foretaket har fått tillatelse til i hele EØS, enten gjennom etableringsretten (herunder gjennom filial) eller gjennom adgangen til å yte tjenester grensekryssende direkte fra forretningssted. Dette er en videreføring fra MiFID I.

9.1.3.2 Grensekryssende virksomhet direkte fra forretningssted

Bestemmelsen om grensekryssende virksomhet direkte fra forretningssted i MiFID I artikkel 31 er videreført i MiFID II artikkel 34 med enkelte mindre språklig endringer. I tillegg er det innført en ny bestemmelse for kredittinstitusjoner som ønsker å benytte tilknyttede agenter etablert i hjemstaten, se MiFID II artikkel 34 nr. 5.

Prinsippet om at verdipapirforetak kan yte investeringstjenester, investeringsvirksomhet og tilknyttede tjenester i kraft av sin tillatelse fra en EØS-stat, er slått fast i MiFID II artikkel 34 nr. 1. Forutsetningen er at de grensekryssende tjenestene er dekket av tillatelsen i hjemstaten. Tilknyttede tjenester kan kun ytes sammen med en investeringstjeneste eller med investeringsvirksomhet.

MiFID II artikkel 34 nr. 2 gir regler om hvilken informasjon verdipapirforetaket skal gi til sin hjemstatsmyndighet ved melding om grensekryssende virksomhet, herunder informasjon om tilknyttede agenter etablert i foretakets hjemstat.

MiFID II artikkel 34 nr. 5 gir særregler for kredittinstitusjoner som ønsker å yte grensekryssende investeringstjeneste eller -virksomhet, eller tilknyttede tjenester gjennom tilknyttede agenter etablert i kredittinstitusjonens hjemstat.

I MiFID II artikkel 34 nr. 6 videreføres reglene for grensekryssende virksomhet for MHFer. Bestemmelsen utvides til å omfatte OHFer. Utover dette er det ikke gjort endringer i bestemmelsen sammenlignet med MiFID I. Bestemmel-

sen fastsetter at EØS-staten ikke skal hindre operatører av MHF og OHF fra andre EØS-stater i å tilby hensiktsmessige ordninger som tilrettelegger for at deltakere som er etablert på deres territorium får tilgang til og kan handle på fasilitetene som fjerndeltakere.

Hvilke opplysninger som skal gis etter MiFID II artikkel 34 nr. 2, 4, 5 og 7 er utdypet i kommisjonsforordning.

Det er redegjort ytterligere for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 7.1.2.1.

9.1.3.3 Etablering av filial mv. i annen EØS-stat

MiFID II artikkel 35 regulerer adgangen til filialetablering i andre EØS-stater. Bestemmelsen viderefører reguleringen i MiFID I artikkel 32, men med enkelte endringer knyttet til kredittinstitusjoners bruk av tilknyttede agenter, samt reguleringen av tilknyttede agenter etablert i vertsstaten, og hvilke opplysninger som skal fremkomme av meldingen.

Etter MiFID II artikkel 35 nr. 1 har verdipapirforetak som yter investeringstjenester rett til å etablere filial i, eller benytte tilknyttede agenter etablert i, annen EØS-stat (vertsstaten). Fra filialen kan det ytes tilsvarende investeringstjenester, investeringsvirksomhet og tilknyttede tjenester som foretaket har tillatelse til fra hjemstaten. Tilknyttede tjenester kan bare ytes sammen med investeringstjenester eller investeringsvirksomhet.

Hvilke opplysninger som skal gis sammen med melding om å etablere filial fremkommer av MiFID II artikkel 35 nr. 2. Dersom foretaket skal benytte tilknyttede agenter etablert i vertsstaten, uten at det er etablert filial, skal det gis opplysninger om foretakets organisasjonsstruktur, herunder rapporteringslinjer, som viser hvordan de tilknyttede agenter inngår i verdipapirforetakets foretaksstruktur. Det følger videre av artikkel 35 nr. 2 annet avsnitt at de tilknyttede agentene skal anses å være tilknyttet filialen dersom det er etablert filial i EØS-staten, og at de tilknyttede agentene skal uansett være underlagt tilsvarende bestemmelser som gjelder for filialer etter direktivet.

Hjemstatsmyndigheten skal etter MiFID II artikkel 35 nr. 3 vurdere om verdipapirforetakets administrative struktur eller finansielle stilling er hensiktsmessig ut fra den virksomhet som er planlagt. Dersom hjemstaten ikke har grunn til å tvile på at den er hensiktsmessig, skal den oversende meldingen til tilsynsmyndigheten i vertsstaten senest tre måneder etter at den har mottatt alle opplysninger i saken. Et eventuelt avslag på å oversende meldingen om etablering til tilsynsmyndigheten i vertsstaten skal begrunnes overfor verdipapirforetaket innen tre måneder, jf. artikkel 35 nr. 5.

Etter MiFID II artikkel 35 nr. 6 kan verdipapirforetaket etablere filialen og starte sin virksomhet i vertsstaten så snart det har mottatt melding fra tilsynsmyndigheten der, eller dersom det ikke mottas noen slik melding, innen to måneder etter at hjemstatsmyndigheten oversendte meldingen.

Artikkel 35 nr. 7 fastsetter særregler for kredittinstitusjoners bruk av tilknyttede agenter som er etablert i vertsstaten. Bestemmelsen er tilsvarende det som gjelder for verdipapirforetak etter artikkel 35 nr. 2 til 6.

Bestemmelsene i MiFID II artikkel 35 nr. 8 og 9 regulerer vertsstatsmyndighetens kompetanse overfor filialen. Vertsstaten har ansvar for å føre tilsyn med at filialen etterlever kravene i artikkel 24, 25, 27 og 28 i MiFID II og artikkel 14 til 26 i MiFIR.

Det er redegjort ytterligere for EØS-retten i NOU 2017: 1 kapittel 7.1.2.2

9.1.4 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at reglene i MiFID I når det ytes investeringstjenester, investeringsvirksomhet og tilknyttede tjenester over landegrensene i stor grad er videreført i MiFID II. Utvalget foreslår likevel å gjøre enkelte endringer i den norske gjennomføringen av regelverket for å gjøre disse noe mer direktivnære i sin utforming.

Utvalget viser til at reglene når det ytes tjenester direkte fra forretningsstedet i hjemstaten til kunder i andre EØS-stater, følger av MiFID II artikkel 34, mens reglene for filialetablering og bruk av tilknyttede agenter som er etablert i vertsstaten reguleres av MiFID II artikkel 35. Utvalget mener det er hensiktsmessig å gjennomføre disse bestemmelsene i to bestemmelser i verdipapirhandelloven.

Utvalget viser videre til at bestemmelsen i MiFID II artikkel 35 om filialetablering ikke har særregler for MHF og OHF slik artikkel 34 om grensekryssende virksomhet har, og bemerker at det for slike handelsfasiliteter ikke er hensiktsmessig å etablere filial ettersom fjerndeltakere, det vil si at et foretak blir deltaker på handelsfasiliteten uten å være etablert i landet, er tilstrekkelig.

Utvalget bemerker at når det gjelder melding om grensekryssende ytelse av investeringstjenester etter artikkel 34, fremkommer det av MiFID II artikkel 34 nr. 2 bokstav b) at det skal gis

opplysninger om eventuell bruk av tilknyttede agenter som er etablert i hjemstaten. Utvalget forstår dette slik at ikke er adgang for en tilknyttet agent etablert i en vertsstat å melde grensekryssende virksomhet til andre EØS-stater.

Utvalget bemerker for øvrig at bestemmelsene i MiFID II artikkel 34 og artikkel 35 også gjelder for kredittinstitusjoner, jf. MiFID II artikkel 1 nr. 3 bokstav c), unntatt artikkel 34 nr. 2 og 3 og artikkel 35 nr. 2 til 6 og nr. 9. Utvalget forstår dette slik at prinsippet om «single-passport» i MiFID II gjelder for kredittinstitusjoner når de yter investeringstjenester, men at selve meldingen om grensekryssende tjenesteytelse eller filialetablering skal sendes etter lovgivningen for kredittinstitusjoner, det vi si finansforetaksloven kapittel 4 og 5. Unntaket gjelder dersom institusjoner benytter tilknyttede agenter. Ved bruk av tilknyttede agenter, skal ifølge utvalget reglene i MiFID II følges, og det vises til henholdsvis artikkel 34 nr. 5 og artikkel 35 nr.7.

Utvalget viser til at tilknyttede agenter kan etableres i andre EØS-stater enn hjemstaten under regelverket for filialer, og at MiFID II presiserer i artikkel 35 nr. 2 annet ledd at tilknyttet agent kan etableres selv om verdipapirforetaket ikke etablerer filial i vertsstaten, men dersom det er etablert filial, vil agenten anses tilknyttet filialen. Utvalget bemerker at de tilknyttede agentene skal uansett være underlagt tilsvarende bestemmelser som gjelder for filialer etter direktivet.

Utvalget bemerker at vertsstaten etter artikkel 35 nr. 8 har ansvar for å føre tilsyn med at filialen etterlever kravene nasjonale regler som gjennomfører artikkel 24, 25, 27 og 28 i MiFID II og artikkel 14 til 26 i MiFIR.

Når det gjelder tilsynsbeføyelsene i MiFID II artikkel 35 nr. 9 viser utvalget til at disse er gjennomført i utkast til verdipapirhandellov § 20-2.

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

9.1.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger og utkast til bestemmelser om norske foretaks grensekryssende virksomhet i andre EØS-stater, og viser til forslag til verdipapirhandelloven §§ 9-32 og 9-33 som med mindre språklige endringer tilsvarer utvalgets utkast til §§9-44 og 9-45. Departementet er herunder enig i utvalgets forslag om å dele opp reglene for norske verdipapirforetak som yter investeringstjenester ut av Norge i henholdsvis én bestemmelse om når det ytes tjenester direkte fra forretningsstedet i Norge jf. forslaget til § 9-32, og en annen bestemmelse om filialetablering og bruk av tilknyttede agenter som er etablert i vertsstaten, jf. forslaget til § 9-33.

Departementet foreslår at det også gjøres tilsvarende oppdeling for virksomheten i Norge fra foretak med hovedsete i andre EØS-stater, og viser til departementets forslag til henholdsvis § 9-34 første ledd nr. 1 om grensekryssende virksomhet direkte fra forretningssted i annet EØS-land, og § 9-34 første ledd nr. 2 om foretak som yter tjenester via filial eller tilknyttet agent etablert i Norge. Forslaget bygger på utvalgets utkast til § 9-46. Bakgrunnen for forslaget til oppdeling er at det er ulik regulering og tilsynsvirkemidler for henholdsvis grensekryssende virksomhet direkte fra forretningssted etter nr. 1, og ved etablering etter nr. 2.

Departementet foreslår videre å presisere at tilknyttede tjenester fra foretak med hovedsete utenfor EØS bare kan ytes sammen med investeringstjenester eller investeringsvirksomhet, jf. forslag til § 9-34 annet ledd.

Departementet foreslår også å presisere i § 9-34 at reguleringen av EØS-foretaks virksomhet i Norge direkte fra forretningssted omfatter bruk av tilknyttet agent etablert i foretakets hjemland, og at virksomhet gjennom etablering omfatter bruk av norsk tilknyttet agent. Med dette presiseres også at foretak med hovedsete i andre EØS-land ikke kan ha virksomhet i Norge gjennom tilknyttede agenter etablert i andre EØS-land enn hjemlandet eller i Norge, jf. også utvalgets fortolkning av MiFID II artikkel 34 nr. 2 bokstav b).

Departementet viser til at det i MiFID II artikkel 35 nr. 2 annet ledd angis at tilknyttet agent skal anses tilknyttet filialen dersom det er etablert filial i vertsstaten, og at de tilknyttede agentene uansett skal være underlagt tilsvarende bestemmelser som gjelder for filialer etter direktivet. Departementet viser til at utvalget har foreslått å gjennomføre dette generelle prinsippet i utkastet § 9-46 fjerde ledd, som tilsvarer departementets forslag til § 9-34 femte ledd. Departementet mener det i tillegg bør fremgå eksplisitt at bestemmelsene vil omfatte agenten som en del av reguleringen av filialen dersom filial er etablert, eller agenten på selvstendig grunnlag dersom det benyttes norsk tilknyttet agent uten at filial er etablert. Det vises på denne bakgrunn til forslaget til verdipapirhandelloven § 9-35 om hvilke regler som kommer til anvendelse på filial og norsk tilknyttet agent, og forslag til endring i verdipapirhandelloven kapittel 20 om tilsyn, der tilsynsvirkemidler overfor agenten fremgår eksplisitt av de relevante bestemmelser.

9.2 Verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS-området (tredjestatsforetak)

9.2.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 9-25 har regler for utenlandske verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS, og deres adgang til å drive virksomhet i Norge. Dette er en nasjonal regel ettersom MiFID I ikke regulerer forholdet til utenlandske verdipapirforetak utenfor EØS.

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-25 første ledd at utenlandske foretak med hovedsete utenfor EØS-området kan gis tillatelse til å yte investeringstjenester i Norge dersom de har tillatelse til å yte investeringstjenester og er underlagt betryggende tilsyn i hjemstaten. Slik tillatelse kan gis ved filialetablering. I særlige tilfeller kan slike foretak gis tillatelse til å yte tjenester i Norge direkte fra forretningssted utenfor EØS.

9.2.2 EØS-rett

Innledning

Både MiFIR og MiFID II har regler om adgangen for utenlandske verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS (tredjestatsforetak) til å yte investeringstjenester og utøve investeringsvirksomhet i EØS. Disse bestemmelsene er nye sammenliknet med MiFID I.

Etter MiFIR kan tredjestatsforetak på visse vilkår yte investeringstjenester og utøve investeringsvirksomhet overfor kvalifiserte motparter og kunder som er profesjonelle (kunder som kan anmode om å bli klassifisert som profesjonelle er ikke omfattet).

MiFID II åpner for at medlemstatene *kan* kreve at tredjestatsforetaket etablerer filial i medlemstaten for å kunne yte tjenester overfor ikke-profesjonelle kunder og kunder som kan anmode om å bli klassifisert som profesjonelle.

Tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter og kunder som i seg selv er profesjonelle (MiFIR)

Det følger av MiFIR artikkel 46 nr. 1 at et tredjestatsforetak kan yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet med eller uten tilknyttede tjenester til kvalifiserte motparter og profesjonelle kunder etablert i hele unionen, uten å opprette en filial. Dette forutsetter at foretaket er registrert i registeret over tredjestatsforetak som ESMA fører i samsvar med artikkel 47.

Det følger av artikkel 46 nr. 2 at ESMA bare skal registrere et tredjestatsforetak som har søkt om å yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet i samsvar med nr. 1 dersom Kommisjonen har vedtatt en beslutning om likeverdighet i samsvar med artikkel 47 nr. 1 (eng. equivalence decision).

Kommisjonsbeslutning om likeverdighet innlemmes i EØS-avtalen og gjennomføres i norsk rett i tråd med topillar-strukturen i EØS-avtalen.

Videre må foretaket ha tillatelse i hjemstaten til å yte de investeringstjenestene eller utøve den investeringsvirksomheten som det ønsker å yte i EØS, og være omfattet av effektive tilsyns- og håndhevingstiltak som sikrer full overholdelse av kravene som gjelder i den berørte tredjestat, og det må være inngått samarbeidsavtaler i henhold til artikkel 47 nr. 2.

EØS-statene kan velge å tillate tredjestatsforetak å yte investeringstjenester eller utøve investeringsvirksomhet overfor slike kunder dersom Kommisjonen ikke har truffet en beslutning om likeverdighet eller dersom en slik beslutning ikke lenger gjelder, jf. artikkel 46 nr. 4 femte avsnitt.

Dersom tjenestene utelukkende ytes på initiativ fra en kvalifisert motpart eller profesjonell kunde per se, kommer ikke reglene i artikkel 46 til anvendelse, jf. artikkel 46 nr. 5 tredje avsnitt.

Artikkel 47 angir fremgangsmåten for og kravene til Kommisjonens beslutning om likeverdighet. Det skal fastsettes at den rettslige og tilsynsmessige rammen i tredjestaten sikrer at et foretak som har tillatelse i denne tredjestaten oppfyller rettslig bindende krav med hensyn til tilsyn og forretningsførsel som er likeverdige med kravene fastsatt i MiFIR, MiFID II og CRD IV og at tredjestaten har et effektivt likeverdig system for anerkjennelse av verdipapirforetak som er godkjent i tredjestater.

Artikkel 48 regulerer ESMAs register over foretak som har tillatelse etter artikkel 46 og i artikkel 49 fremgår regler for tilbakekall av registrering.

Tjenesteyting overfor ikke-profesjonelle og kunder som kan anmode om å bli klassifisert som profesjonelle (MiFID II)

Det følger av MiFID II artikkel 39 nr. 1 at en EØS-stat kan kreve at et tredjestatsforetak som har til hensikt å tilby investeringstjenester eller investeringsvirksomhet med eller uten tilknyttede tjenes-

ter på dens område til ikke-profesjonelle kunder eller profesjonelle kunder som etter anmodning blir behandlet som profesjonelle, skal opprette en filial i denne EØS-staten.

Dersom det innføres et slikt krav om filialetablering, skal vilkårene som følger av MiFID II artikkel 39 nr. 2 bokstav a) til f) være oppfylt for at relevant myndighet skal kunne gi slik tillatelse. Det stilles blant annet krav om at de tjenestene foretaket skal yte er underlagt konsesjonsplikt i hjemstaten, at foretaket er underlagt tilsyn, at det er innført samarbeidsordninger mellom tilsynsmyndighetene, at filialen har fri råderett over en tilstrekkelig startkapital, at filialledelsen oppfyller egnethetskrav, at det er inngått skatteavtale etter OECDs mønsteravtale og at foretaket er medlem i en erstatningsordning for investorer som er godkjent eller anerkjent i samsvar med direktiv 97/9/EF. MiFID II artikkel 40 angir videre hvilke opplysninger tredjestatsforetaket skal gi i søknad om filialetablering etter artikkel 39.

Tillatelse skal bare gis dersom myndigheten er overbevist om at vilkårene i artikkel 39 er oppfylt, og at filialen vil kunne overholde de nasjonale bestemmelsene som gjelder for slike filialer, jf. artikkel 41 nr. 1.

Det følger av artikkel 41 nr. 2 at filial av tredjestatsforetak skal oppfylle forpliktelsene som er fastsatt i MiFID II artikkel 16–20, 23–25 og 27, artikkel 28 nr. 1 og artikkel 30–32, artikkel 3–26 i MiFIR samt i bestemmelser vedtatt i henhold til disse artiklene. Filialen skal være underlagt tilsyn av vedkommende myndighet i EØS-staten der tillatelsen ble gitt. EØS-statene skal ikke pålegge filialen ytterligere krav til organisering og drift av filialen med hensyn til forholdene som omfattes av MiFID II, og skal ikke behandle slike filialer gunstigere enn foretak etablert i EØS.

Dersom et tredjestatsforetak yter en investeringstjeneste eller utøver investeringsvirksomhet på initiativ fra kunden, følger det av artikkel 42 at EØS-statene skal sikre at kravet om tillatelse i artikkel 39 ikke får anvendelse på tredjestatsforetakets yting av denne tjenesten eller utøvelse av denne virksomheten for denne personen og heller ikke på en forbindelse som spesifikt er forbundet med yting av tjenesten eller utøvelse av virksomheten. Et initiativ fra en slik kunde skal ikke gi tredjestatsforetaket rett til å markedsføre nye kategorier av investeringsprodukter eller investeringstjenester overfor den berørte kunden på annen måte enn gjennom filialen.

MiFID II artikkel 43 regulerer vilkårene for tilbakekall av tillatelser.

9.2.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at MiFIR inkorporeres i norsk lov, jf. utkastet § 8-1, og at MiFIR artikkel 46 til 49 skal ikke gjennomføres ved egne bestemmelser i verdipapirhandelloven.

Det er utvalgets vurdering at tredjestatsforetak som har til hensikt å yte investeringstjenester eller investeringsvirksomhet til ikke-profesjonelle kunder eller profesjonelle kunder i henhold til MiFID II vedlegg II avsnitt II (se § 10-7 i utkastet) i Norge må opprette en norsk filial. Overfor slike kunder mener utvalget det må sikres at tredjestatsforetaket må følge norske regler for verdipapirforetakenes virksomhet, herunder reglene for god forretningsskikk, og at Finanstilsynet kan føre tilsyn med den virksomheten som drives i Norge.

Utvalget foreslår at MiFID II artikkel 39 til 43 gjennomføres i ny § 9-48. Utvalget viser til at foretak med hovedsete utenfor EØS etter gjeldende verdipapirhandellov i særlige tilfeller også kan gis tillatelse til å yte tjenester i Norge direkte fra forretningssted utenfor EØS. Utvalget foreslår at dette ikke videreføres i ny bestemmelse, og viser til at MiFIR regulerer adgangen for tredjestatsforetak til å yte investeringstjenester overfor kvalifiserte motparter og kunder som i seg selv er profesjonelle uten å etablere filial i EØS. Etter utvalgets vurdering bør det ikke åpnes for at tredjestatsforetak kan markedsføre sine tjenester overfor ikke-profesjonelle kunder i Norge direkte fra forretningssted utenfor EØS, og mener derfor det ikke er behov for å videreføre gjeldende rett på dette punktet.

9.2.4 Høringsinstansenes merknader

Advokatforeningen viser til utvalgets forslag om krav til filialetablering for tjenesteyting til ikke-profesjonelle fra tredjestatsforetak, og at MiFID II art 39 nr. 1 gir medlemsstaten anledning til å kreve filialetablering, men krever ikke dette. Advokatforeningen gir uttrykk for at de ikke har innsigelser mot utvalgets forslag som utgangspunkt, men foreslår at det vurderes å gi en åpning som i dagens lov for at myndighetene i det minste har en hjemmel til å vurdere å tillate grensekrysende tjenesteytelse i slike tilfeller. Advokatforeningen skriver at det systemet som etableres med ESMA-godkjennelse av tredjestatsforetak vil kunne vise seg å være forsvarlig tillitvekkende og godt, også i slike tilfeller, og videre at dersom de fleste andre EU land generelt åpner for dette, kan det være ønskelig at norske myndigheter har

mulighet til å tillate det samme i Norge. Advokatforeningen viser herunder til at enkelte tredjestatsforetak fra f.eks. Sveits eller Storbritannia vil i særskilte tilfelle kunne utgjøre et nyttig supplement til det norske tjenestetilbudet, og gir videre uttrykk for at en diskresjonær myndighet vil også kunne gis på vilkår som oppfyller de behov man måtte ha det enkelte tilfellet.

9.2.5 Departementets vurdering

Departementet er enig i utvalgets vurderinger, og foreslår at utvalgets utkast til § 9-48 om etablering av filial av foretak med hovedsete utenfor EØS, gjennomføres i henholdsvis forslag til verdipapirhandelloven § 9-36 om reglene for filialetablering og § 9-37 om verdipapirlovens anvendelse på slike filialer.

I tillegg til oppdeling av bestemmelsen, foreslår departementet også mindre materielle endringer slik at det fremkommer at filial etablert i Norge av foretak med hovedsete i land utenfor EØS (tredjestatsforetak) også kan yte tjenester til kunder som er å anse som profesjonelle etter § 10-6, i tillegg til ikke-profesjonelle kunder og kunder som har anmodet om å behandles som profesjonelle etter § 10-7.

Som beskrevet av utvalget, vil tredjestatsforetak også kunne yte tjenester direkte, uten etablering av filial, til kunder som er å anse som profesjonelle etter §10-6 på nærmere angitte vilkår etter MiFIR artikkel 46 til 49 i EØS-tilpasset form. For å tydeliggjøre sammenhengen mellom disse reglene, foreslår departementet at det fremkommer eksplisitt i § 9-36 at det ikke er krav om etablering av filial dersom foretaket oppfyller vilkårene for grensekryssende virksomhet etter i MiFIR i EØS-tilpasset form, og herunder at Finanstilsynet har fattet vedtak om likeverdighet. Videre foreslår departementet at det gis hjemmel til å gi bestemmelser i forskrift om at foretak med hovedsete utenfor EØS kan yte investeringstjenester og utøve investeringsvirksomhet uten filialetablering etter § 9-36 også i andre tilfeller enn etter MiFIR.

10 Varsling, tilsyn og sanksjoner

10.1 Varsling

10.1.1 Gjeldende rett

Arbeidsmiljøloven kapittel 2 A inneholder regler som gir arbeidstakere rett til å varsle om kritikkverdige forhold.

I arbeidsmiljøloven § 2 A-2 er det regler som gir arbeidstakere vern mot gjengjeldelse ved varsling. § 2 A-4 fastsetter at offentlige myndigheter skal ha taushetsplikt om identiteten til ansatte som varsler om forhold hos arbeidsgiveren. Taushetsplikten skal også gjelde overfor «sakens parter og deres representanter». Det er bare identiteten som skal være taushetsbelagt, ikke innholdet i det varselet myndighetene har mottatt.

Det er ingen eksplisitte regler i gjeldende verdipapirhandellov om vern ved varsling.

10.1.2 EØS-rett

MiFID II artikkel 73 gir nye regler om varsling til tilsynsmyndigheten om overtredelser eller kritikkverdige forhold, såkalt «whistle blowing».

Etter artikkel 73 nr. 1 første ledd skal medlemsstatene sørge for at tilsynsmyndighetene etablerer effektive ordninger som legger til rette for å rapportere potensielle eller faktiske overtredelser av MiFIR eller nasjonale bestemmelser som gjennomfører MiFID II, til tilsynsmyndigheten.

Etter artikkel 73 nr. 1 annet ledd skal ordningene minst omfatte:

- særskilte rutiner for mottak av meldinger om overtredelser og oppfølgningen av disse, inkludert etablering av sikre kommunikasjonskanaler for slike rapporter,
- tilstrekkelig beskyttelse av ansatte i finansinstitusjoner som varsler om overtredelser i finansinstitusjonen, og som minimum beskyttelse mot gjengjeldelse, diskriminering og andre former for urettferdig behandling,
- beskyttelse av identiteten til både personen som varsler, og den fysiske personen som antas å være ansvarlig for overtredelsen, i alle faser av prosessen, med mindre offentliggjøring kreves etter nasjonal lovgivning som ledd i ytterligere undersøkelser eller etterfølgende administrativ sak eller rettssak.

EØS-statene skal etter artikkel 73 nr. 2 kreve at verdipapirforetak, markedsoperatører, datarapporteringsforetak, kredittinstitusjoner med konsesjon til å yte investeringstjenester og tilknyttede tjenester, samt filialer fra tredjeland, har interne rutiner for at ansatte kan varsle om mulige overtredelser internt gjennom en særskilt uavhengig og selvstendig kanal.

10.1.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget viser til at nye regler om beskyttelse av varslere er gjennomført på flere direktivområder. Utvalget bemerker at reglene om varsling er vurdert av Finansdepartementet i forbindelse med gjennomføring av UCITS V. Reglene i MiFID II artikkel 73 svarer, med enkelte forskjeller i språk og oppbygning, til tilsvarende bestemmelse i UCITS V. Utvalget legger på denne bakgrunn Prop. 154 L (2015–2016), kapittel 2.4.5.5 til grunn for sine vurderinger.

MiFID II artikkel 73 nr. 1 a) om rutiner for mottak av varsler om overtredelser og oppfølging av varslene, retter seg mot Finanstilsynet som tilsynsmyndighet for verdipapirlovgivningen. Utvalget legger til grunn at Finanstilsynet er forpliktet til å innrette sine rutiner mv. slik at de oppfyller kravene som stilles til offentlige myndigheter i artikkel 73, slik at det ikke nødvendig å fastsette regler på dette punktet. Utvalget viser videre til at foretakene som omfattes av MiFID II, i kraft av å være arbeidsgivere plikter å ha rutiner for varsling etter arbeidsmiljøloven kapittel 2 A. Her fremgår det også at arbeidstaker har rett til å varsle relevante offentlige myndigheter og skal beskyttes mot gjengjeldelse, forskjellsbehandling og urettferdig behandling slik at kravene i MiFID II artikkel 73 nr. 1 bokstav a) og b) samt artikkel 73 nr. 2 allerede er oppfylt. En nærmere redegjørelse er gitt i NOU 2017: 1 kapittel 10.6.3.

Utvalget viser videre til at MiFID II artikkel 73 nr. 1 c) fastsetter at identiteten til både varsleren og den fysiske personen som varsler omfatter, til

enhver tid beskyttes, med mindre offentliggjøring kreves etter nasjonal lovgivning som ledd i ytterligere undersøkelser eller etterfølgende rettssak, ikke er fullt ut gjennomført i norsk rett. Utvalget viser videre til at departementet i Prop. 154 L (2015–2016) om gjennomføring av tilvarende bestemmelse i UCITS V har foreslått en bestemmelse i verdipapirfondloven § 11-8 andre ledd som gir Finanstilsynet og departementet taushetsplikt om identiteten til den som gir meldinger, tips og liknende opplysninger om overtredelser. Bestemmelsen har et videre virkeområde enn tilsvarende bestemmelse om taushetsplikt i arbeidsmiljøloven, idet den også dekker tips fra andre enn arbeidstakere. Utvalget foreslår at det tas inn en tilsvarende regel om taushetsplikt i verdipapirhandelloven, men slik at identiteten til den det varsles om, også beskyttes slik MiFID II artikkel 73 nr. 1 bokstav c) krever. En nærmere redegjørelse for utvalgets forslag er gitt i NOU 2017: 1 kapittel 10.6.3.

10.1.4 Høringsmerknader

Høringsinstansene har ikke hatt merknader.

10.1.5 Departementets vurderinger

MiFID II artikkel 73 stiller nye krav til vern av varslere. Departementet er enig med utvalget i at arbeidsmiljøloven kapittel 2 A inneholder regler som dekker kravene som stilles i MiFID II artikkel 73 nr. 1 bokstav a) og bokstav b) samt nr. 2.

Utvalget har foreslått at det tas inn en regel i verdipapirhandelloven som gjennomfører MiFID II artikkel 73 nr. 1 bokstav c), hvor det fastsettes at identiteten til både varsler og den det varsles om, skal beskyttes med mindre offentliggjøring kreves etter nasjonal lovgivning som ledd i ytterligere undersøkelser eller etterfølgende rettsak. Departementet bemerker at blant annet tilsynsloven § 7 om taushetsplikt, offentleglova § 24 annet ledd om unntak for dokumenter om lovbrudd og forvaltningsloven § 19 annet ledd bokstav b) om innskrenket adgang til visse slags opplysninger, etter omstendighetene kan gi hjemmel for å unnta denne typen opplysninger, men da etter en konkret vurdering. MiFID II artikkel 73 innebærer imidlertid et krav om at varslers identitet *skal* beskyttes med mindre nærmere angitte vilkår er oppfylt, og går dermed noe lengre. Departementet er enig med utvalget i at det bør innføres en regel om vern av varslerens og den det varsles om sin identitet, og at denne bestemmelsen bør utformes på samme måte som bestemmelsen i verdipapirfondloven § 11-8. Se forslag til verdipapirhandelloven § 19-6 fjerde ledd.

10.2 Tilsyn og sanksjoner

10.2.1 Gjeldende rett

I verdipapirhandelloven er tilsynsvirkemidlene omhandlet i kapittel 15 og sanksjoner omhandlet i kapittel 17.

Se nærmere redegjørelse av gjeldene rett i NOU 2017: 1 kapittel 10.2.

10.2.2 Utvalgets vurderinger

I NOU 2017: 1 «Markeder for finansielle instrumenter» kapittel 10 og NOU 2017: 14 «Nye regler om markedsmisbruk – sanksjoner og straff» kapittel 11 har utvalget utredet og foreslått en rekke endringer i tilsyns- og sanksjonsreglene.

10.2.3 Høringsmerknader

Høringsinstansenes merknader til NOU 2017: 1 om utvidede og endrede sanksjonsbestemmelser, vil gjengis i tilknytning til den senere oppfølgingen av disse forslagene.

10.2.4 Departementets vurderinger

Departementet bemerker at tilsyns- og sanksjonshjemlene i rapporteringsdirektivet, MiFID II, markedsmisbruksforordningen og prospektforordningen, er i stor grad sammenfallende, og det er slik departementet ser det betydelige fordeler forbundet med å se reglene i sammenheng slik at de gis en konsistent behandling.

Verdipapirlovutvalget foretok i NOU 2017: 14 en gjennomgang av tilsyns- og sanksjonshjemlene i verdipapirhandelloven i lys av det samlede EØS-regelverket, og departementet vil følge opp i en samlet gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om tilsyn og sanksjoner på bakgrunn av utvalgets gjennomgang.

I denne proposisjonen foreslås i hovedsak konsekvensjusteringer, det vil si oppdatering av relevante henvisninger, samt justeringer som følge av at børsloven foreslås innarbeidet i verdipapirhandelloven. Det gjøres også nødvendige endringer som følge av at nye institusjoner og områder kommer under tilsyn. I sistnevnte tilfelle utvides de gjeldende reglene om tilsynsvirkemidler til å omfatte de nye tilsynsområdene. Dette gjelder for eksempel den nye typen handelsplass, organisert handelsfasilitet og datarapporteringsforetak. Utvi-

delser av de relevante hjemlene er behandlet i merknadene til de forskjellige bestemmelsene.

Enkelte bestemmelser erstattes av regler som er gjennomført ved inkorporeringen av MiFIR. Dette gjelder gjeldende § 17-9 om utveksling av informasjon med andre tilsynsmyndigheter. Bestemmelsen gjelder transaksjonsrapportering. Regler om transaksjonsrapportering vil nå finnes i MiFIR artikkel 24–27, slik at verdipapirhandelloven § 17-9 må oppheves.

I enkelte tilfeller er de eldre materielle reglene erstattet med mer detaljerte og flere regler. Dette gjelder for eksempel reglene om god forretningsskikk. I disse tilfellene foreslås tilsyns- og sanksjonshjemlene å omfatte de nye, mer omfattende reglene i tråd med utvalgets forslag. Dette gjelder for eksempel reglene om god forretningsskikk.

Etter forslaget utvides bestemmelsene om overtredelsesgebyr til å omfatte enkelte nye overtredelser. Det dreier seg om reglene om rapportering av posisjoner i varederivatmarkedet i forslaget til verdipapirhandelloven § 15-3 og reglene om transaksjonsrapportering og lagring av ordreinformasjon i MiFIR artikkel 25–27. Dette er bestemmelser som ikke hadde noe motstykke i tidligere lov. Bestemmelsene skal blant annet bidra til økt gjennomsiktighet og til å styrke markedsovervåkningen.

Gjeldende verdipapirhandellov gir allerede adgang til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på sammenlignbare rapporteringsforpliktelser og overtredelser hvor objektive brudd på bestemmelsene enkelt kan konstateres, for eksempel reglene om melde- og flaggeplikt og overtredelse av enkelte bestemmelser i shortsalgforordningen. På samme måte som for disse bestemmelsene, er det tale om formalovertredelser hvor det i liten grad må benyttes skjønn for å vurdere om en overtredelse har funnet sted. Samtidig er overholdelse av rapporteringsforpliktelsene av betydning for tilliten til det norske markedet.

I tillegg til foretak og markedsplasser som er underlagt tilsyn, omfatter rapporteringsforpliktelsene enhver. Muligheten for å ilegge overtredelsesgebyr er nødvendig for å kunne håndheve plikten til å rapportere på en effektiv måte. På denne bakgrunn legges det opp til å utvide dagens regler om overtredelsesgebyr til å omfatte nevnte rapporteringsforpliktelser nå, og ikke vente til den felles gjennomgangen av tilsyns- og sanksjonsbestemmelsene.

Departementet viser til forslag til endringer i kapittel 19 (tilsyn) og 21 (sanksjoner). Kapitlene er renummererer fra gjeldende kapittel 15 og 17. Forslag til kapittel 20 om tilsyn med grensekryssende virksomhet er omtalt i kapittel 8.

11 Økonomiske og administrative konsekvenser

11.1 Utgangspunkt

MiFID II og MiFIR med tilhørende kommisjonsdirektiver og -forordninger utgjør til sammen et meget omfattende og detaljert regelverk. Gjennom EØS-avtalen er Norge forpliktet til å gjennomføre regelverket i norsk rett. Mens direktiver skal gjennomføres i norsk lov- og forskriftsverk ved utarbeidelse av nødvendige nasjonale bestemmelser, gjøres forordningene direkte gjeldende gjennom inkorporasjonsbestemmelser.

Etter departementets vurdering er innlemmelse i EØS-avtalen og gjennomføring av MiFID II og MiFIR nødvendig for å gi norske markedsaktører tilgang til europeiske markeder og for å sikre at europeiske foretak fortsatt vil handle på norske markedsplasser og med norske foretak. EU-baserte foretak står for en betydelig andel av den daglige likviditeten i det norske markedet, og bortfall av denne handelen vil kunne ha store økonomiske konsekvenser i Norge. Det legges derfor til grunn at gjennomføringen av MiFID II og MiFIR har positive økonomiske virkninger for aktører i verdipapirmarkedet og for norske kapitalmarkeder.

Økt harmonisering av regelverket for verdipapirhandel kan bidra til effektivitet i finansmarkedene. Økt effektivitet vil generelt lede til lavere finansieringskostnader for næringslivet og bedre risikohåndtering ved bruk av derivatmarkedene, noe som igjen vil ha positiv effekt på samfunnsøkonomien og bidra til høyere økonomisk vekst. Videre vil lavere systemrisiko som følge av styrket tilsyn, ha en implisitt verdi ved å redusere potensialet for finansielle kriser.

På den annen side vil innføringen av regelverket innebære betydelige omstillingskostnader, bl.a. i form av nye tekniske og administrative systemer, og løpende kostnader til rapportering, drift og oppfølging. I hovedsak vil disse kostnadene falle på foretakene i verdipapirmarkedene og Finanstilsynet, men investorer og brukere av finansielle tjenester kan indirekte påvirkes.

Økte kostnader eller øvrige krav som følger av regelverket, kan påvirke både tilbud og etterspørsel etter enkelte finansielle tjenester. Noen av dagens tjenester kan bli ansett for kostbare eller uhensiktsmessige, og både tjenester og foretak kan forsvinne fra markedet. Samtidig kan det forventes at nye forretningsmuligheter vil oppstå.

11.2 Konkret om gjennomføring i norsk rett; nasjonale valg og strukturendringer

Regler som samsvarer med MiFID II og MiFIR, ble vedtatt i norsk rett ved forskrift 4. desember 2017 nr. 1913 (MiFID II-forskriften) og forskrift 4. desember 2017 nr. 1914 (MiFIR-forskriften) som nærmere redegjort for i kapittel 2.

MiFID II-forskriften bygger på lovutkastet i NOU 2017: 1, men uten at det er tatt stilling til utvalgets utredning og forslag om nasjonale valg ved gjennomføringen. MiFIR-forskriften er en speiling av reglene som følger av MiFIR. Når MiFIR innlemmes i EØS-avtalen, skal MiFIR i EØS-tilpasset form gjennomføres i norsk rett ved inkorporasjon i tråd med den alminnelige EØS-retten.

Gjennomføring av MiFIR ved inkorporasjon etter innlemmelse i EØS-avtalen vil imidlertid ikke ha økonomiske eller administrative konsekvenser av betydning fordi tilsvarende regler allerede følger av nasjonal rett. Tilsvarende gjelder for de krav som følger av MiFID II.

En nærmere gjennomgang av økonomiske- og administrative konsekvenser som fulgte ved gjennomføringen av MiFID II og MiFIR, er redegjort for i NOU 2017: 1 kapittel 11. I NOU 2017: 1 kapittel 11 viser utvalget til at EØS-avtalen innebærer en plikt til å gjennomføre det aktuelle EU-regelverket, og utvalget har derfor ikke ansett det hensiktsmessig å skissere alternative løsninger eller foreta en full avveining av nytten av regelverket sett opp mot kostnaden. Utvalget har derfor valgt å foreta en overordnet analyse av det nye regelverkets konsekvenser for næringsliv, forbrukere og myndigheter i henhold til utredningsinstruksen.

Utdypning av funnene fra utvalgets analyse finnes i NOU 2017: 1 kapittel 11.3, 11.4 og 11.5. Utvalget redegjør der for økonomiske og admini-

strative konsekvenser for henholdsvis foretak under tilsyn, andre foretak, samt myndighetene. Utredningen omfatter blant annet konsekvensen av endringer i verdipapirmarkedets infrastruktur, endringer for varederivathandel, transaksjonsrapportering, algoritmehandel, transparenskrav i markedet, foretaksstyring og forbrukerbeskyttelse

For myndighetene er det utredet konsekvensene av flere foretak under tilsyn, tilsyn med markedet for varederivater, mottak og analyse av utvidet transaksjonsrapportering, forbrukerbeskyttelse og samarbeid med andre tilsynsmyndigheter.

For øvrig viser utvalget til den overordnede nytte-kostnadsanalysen på felleseuropeisk nivå publisert av ESMA i desember 2014.

Departementet viser til at det allerede er på plass regler i nasjonal rett som samsvarer med MiFID II og MiFIR, men at departementet har foretatt en vurdering av utvalgets forslag om nasjonale valg i NOU 2017: 1, samt vurdering av forslaget til revisjon eller oppheving av enkelte gjeldende regler. Videre er det foretatt en overordnet gjennomgang av regelverket med formål å forbedre struktur og gjøre de nye reglene lettere tilgjengelig, og derigjennom redusere de økonomiske og administrative kostnadene for foretakene.

Departementet viser herunder til at MiFID II og MIFiR innebærer at det i hovedsak gis fullharmoniserte EØS-regler med lite nasjonalt handlingsrom. MIFiR skal gjennomføres som sådan, mens MiFID II i all hovedsak innebærer fullharmonisering. På noen områder gir MiFID II likevel mulighet for å vedta regler som går ut over direktivets minimumsregler, og på områder som ikke reguleres av MiFID II og MiFIR, vil det fortsatt være mulighet for å gi nasjonale regler.

Departementet har på de få områdene der man har nasjonalt handlingsrom, ikke ansett alternativer ut over minimumskravet som hensiktsmessige, men foreslår å beholde enkelte gjeldende bestemmelser som ligger utenfor direktivet.

MiFID II og MiFIR med tilhørende kommisjonsrettsakter er som nevnt et detaljert og omfattende regelverk. Departementet har vurdert hvordan regelverket kan gjennomføres i norsk rett på en måte som gir best mulig systematikk for brukerne, og har foreslått lovendringer i tråd med dette.

12 Merknader til de enkelte bestemmelser

12.1 Til endringene i lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

Til § 1-1 Lovens formål

Bestemmelsen videreføres, men slik at det presiseres at det også er et formål med loven å sikre investorbeskyttelse.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.

Til § 1-2 Lovens stedlige virkeområde

Bestemmelsen er språklig justert, og annet punktum er nå lik som ordlyden i den tilsvarende bestemmelsen i finansforetaksloven § 1-2 tredje ledd.

Til § 1-3 Forskrifter

Det gis en forskriftshjemmel til departementet for å ivareta hensynet til finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Hjemmelen skal bare benyttes i særlige tilfeller der det er behov for å beskytte disse formålene.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 3.2.

Til § 2-1 Investeringstjenester og investeringsvirksomhet

Bestemmelsens *første ledd* viderefører reglene i gjeldende § 2-1 første ledd, med enkelte endringer. Bestemmelsen angir hva som er å anse som investeringstjenester og investeringsvirksomhet etter loven, jf. MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 2 og Vedlegg I avsnitt A jf. avsnitt C. De nærmere definisjoner knyttet til tjenestene gis i § 2-3. Endringen medfører at lovverket bygges opp etter samme systematikk som MiFID II.

I tråd med dette endres betegnelsen av den konsesjonspliktige virksomhet i *første ledd* fra *«investeringstjenester»* til *«investeringstjenester og investeringsvirksomhet»*. Endringen må ses i sammenheng med at definisjonen av verdipapirforetak i § 2-7 første ledd endres til å være foretak som «yter investeringstjenester overfor tredjemann *eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis*». Se nærmere omtale i kapittel 4.3.5 og NOU 2017: 1 kapittel 2.2.1.

Det gjøres ingen realitetsendringer knyttet til investeringstjenestene som nevnt i nr. 1 til 5 og 8, kun enkelte språklige endringer.

Tjeneste nr. 6 og 7 utgjør til sammen det som tidligere var tjeneste nr. 6. Den norske bestemmelsen svarer til MiFID II vedlegg I avsnitt A nr. 6 og 7. Nr. 6 dekker tilfeller der verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen stiller garanti for fulltegning, enten alene eller sammen med plassering. Garantien kan gjelde hele eller deler av en emisjon. Nr. 7 omhandler tilfeller der verdipapirforetaket påtar seg å plassere finansielle instrumenter uten å stille garanti for fulltegning for noen deler av emisjonen.

Tjeneste nr. 9 (drift av OHF) er ny og gjennomfører MiFID II vedlegg I avsnitt A nr. 9.

Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 2.2.1. og 2.2.2

Til § 2-2 Finansielle instrumenter

Bestemmelsen angir hva som menes med finansielle instrumenter etter loven og gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 15 og vedlegg I avsnitt C. Bestemmelsen skiller seg i struktur og innhold fra gjeldende § 2-2 og utfyllende forskrifter. Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 2.4 og 4.2.

Begrepet verdipapirfondsandeler i gjeldende § 2-2 erstattes med *andeler i innretning for kollektiv investering*. Se nærmere omtale i kapittel 4.2.5.

De ulike klassene av derivater er omhandlet i MiFID II vedlegg I avsnitt C nr. 4 til 10. Disse er inntatt i *første ledd* nr. 4 til 10. Finansielle instrumenter som nevnt i nr. 5, 6, 7 og 10, er å anse som varederivater, og er omtalt i kapittel 4.2.5 og NOU 2017: 1 kapittel 4.2, sammen med utslippskvoter etter § 2-2 første ledd nr. 11. De øvrige derivatene er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 2.4.

Til § 2-3 Definisjoner knyttet til investeringstjenester og investeringsvirksomhet

Bestemmelsen gir definisjoner knyttet til investeringstjenester og investeringsvirksomhet etter § 2-1. Tidligere var de nærmere definisjonene av investeringstjenestene delvis innarbeidet i bestemmelsen som angir investeringstjenestene, andre i egne definisjonsbestemmelser og enkelte var ikke innarbeidet i loven. Bestemmelsen følger systemet i MiFID II, hvor investeringstjenestene listes opp i vedlegg I avsnitt A, mens de enkelte begrepene som benyttes til å angi tjenestene, er definert i artikkel 4.

Første ledd definerer investeringstjenesten «utførelse av ordre på vegne av kunde», og gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 5. Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 2.2.2.

Annet ledd inneholder en definisjon av investeringstjenesten «omsetning av finansielle instrumenter for egen regning» som gjennomfører MiFID artikkel 4 nr. 1 punkt 6. Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 2.2.2.

Tredje ledd gir en definisjon av investeringstjenesten «aktiv forvaltning». Definisjonen gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 8. Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 2.2.2.

Fjerde ledd viderefører definisjonen av investeringsrådgivning i gjeldende § 2-4 første ledd. Definisjonen gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 4.

Til § 2-4 Definisjoner knyttet til finansielle instrumenter

Bestemmelsen inneholder definisjoner av enkelte finansielle instrumenter.

I *første ledd* gis en definisjon av omsettelige verdipapirer som gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 44.

I *annet ledd* gis en definisjon av depotbevis som gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 45.

I *tredje ledd* gis det en definisjon av pengemarkedsinstrumenter. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 17.

I *fjerde ledd* gis en definisjon av børshandlede fond. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 46.

I *femte ledd* gis en definisjon av sertifikater (eng. certificates) ved henvisning til MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt 27. Se kapittel 4.2.5 om begrepet sertifikater.

I *sjette ledd* gis det en definisjon av strukturerte finansielle produkter ved henvisning til MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt 28. Dette må ikke forveksles med strukturerte innskudd i § 2-8 og liknende instrumenter.

I *syvende og åttende ledd* defineres henholdsvis derivater og varederivater i form av en henvisning til MiFIR artikkel 2 nr. 1 punkt 29 og 30.

Se nærmere omtale i kapittel 4.2 og NOU 2017: 1 kapittel 2.4 og 4.2.

Til § 2-5 Nærstående

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 2-5 uendret.

Til § 2-6 Tilknyttede tjenester

Bestemmelsen inneholder reglene som tidligere fulgte av § 2-1 annet ledd. Den angir hvilke tilknyttede tjenester et foretak med tillatelse til å yte investeringstjenester kan utføre, jf. MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 3 og vedlegg I avsnitt B.

Tilknyttet tjeneste nr. 1 presiserer, i samsvar med endringer i MiFID II, at verdipapirforetak ikke kan utføre tjenester som hører inn under verdipapirregistrenes virksomhet. Det foreslås samtidig at den første delen av bestemmelsen skrives om slik at ordlyden legges nærmere opp til direktivets ordlyd, uten at dette innebærer noen materielle endringer.

Tilknyttet tjeneste nr. 2 som gjelder yting av kreditt til investor, endres. Endringen må ses i sammenheng med at bestemmelsen om kreditt i gjeldende § 9-6 oppheves. Etter endringen vil det fremgå av beskrivelsen av selve den tilknyttede tjenesten i hvilke tilfeller foretaket kan yte kreditt.

For de øvrige tilknyttede tjenester er det ingen endringer med unntak av at det i nr. 7 vises til definisjonen av derivater og varederivater i § 2-4.

Til § 2-7 Definisjoner knyttet til foretak og handelsplasser

Bestemmelsen samler definisjoner knyttet til foretak og handelsplasser som tidligere var gitt i lovens kapittel 2.

I bestemmelsens *første ledd* endres definisjonen av verdipapirforetak slik at det fremgår at et verdipapirforetak er et foretak som *yter investeringstjenester overfor tredjepersoner eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis*. Definisjonen gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 1. Se nærmere omtale i kapittel 5.1.2.5 og NOU 2017: 1 kapittel 2.2.1.

Bestemmelsens *annet ledd* viderefører definisjonen av kredittinstitusjon med oppdatert lovhenvisning.

Tredje ledd gjennomfører definisjonen av markedsoperatør i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 18. Begrepet markedsoperatør har ikke tidligere vært benyttet i verdipapirhandelloven. Begrepet er nærmere omtalt i kapittel 7.3.5 og i NOU 2017: 1 kapittel 3.2.2.

Fjerde ledd gjennomfører definisjonen av regulert marked i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 21. Definisjonen fulgte tidligere av verdipapirhandelloven § 2-3 tredje ledd, som viste til børsloven § 3 første ledd. Det er gjort enkelte språklige endringer i definisjonen. Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 3.2.2.

I *femte ledd* defineres multilateral handelsfasilitet. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 22. Definisjonen er noe endret sammenlignet med tidligere definisjon i verdipapirhandelloven § 2-3 nr. 4 for å gjøre definisjonen mer lik direktivteksten. Dette er ikke ment å innebære materielle endringer av definisjonen. Se for øvrig omtale i NOU 2017: 1 kapittel 3.2.2.

Sjette ledd er en ny bestemmelse som gjennomfører definisjonen av organisert handelsfasilitet i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 23. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.2.2.

Syvende ledd viderefører gjeldende børslov § 3 annet ledd.

Åttende ledd gjennomfører definisjonen av handelsplass i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 24. Definisjonen fremkom tidligere i kommisjonsforordning 1287/2006, og var gjennomført i norsk rett ved inkorporasjon av forordningen i verdipapirforskriften. Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 3.2.2.

I *niende ledd* er definisjonen av multilateralt system i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 19 tatt inn. Definisjonen er ny med MiFID II og er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.2.2.

I *tiende ledd* gjennomføres definisjonen av systematisk internaliserer i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 20. Definisjonen sto tidligere i verdipapirhandelloven § 2-4 nr. 4, men er materielt endret som følge av endringer i MiFID II. Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 3.2.2.

Til § 2-8 Andre definisjoner

Bestemmelsen inneholder ulike definisjoner som er gitt i MiFID II artikkel 4.

I *første ledd* gis en definisjon av strukturerte innskudd. Bestemmelsen er ny og gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 43. Se nærmere omtale i kapittel 5.1.7.5 og NOU 2017: 1 kapittel 2.5.

I *annet ledd* er definisjonen av prisstiller tatt inn, jf. MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 7. Definisjonen viderefører gjeldende § 2-4 annet ledd, men slik at det i samsvar med direktivteksten benyttes begrepet person og ikke verdipapirforetak. Person vil omfatte juridiske personer.

I *tredje ledd* defineres tilknyttet agent, som gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 29. Se nærmere omtale i kapittel 5.3.7.5.

Til § 8-1 Gjennomføring av europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/2014

I *første ledd* gjennomføres verdipapirmarkedsforordningen ved inkorporasjon, og bestemmelsene i forordningen vil etter dette gjelde som lov.

I *annet ledd* vises til at det med *verdipapirmarkedsforordningen* menes forordningen slik den er gjennomført i første ledd, det vil si forordningen i EØS-tilpasset form. Med EØS-tilpasset form menes forordningsteksten som endret ved EØS-komitebeslutningen som innlemmer forordningen i EØS-avtalen, og som lest i lys av de generelle prinsippene i EØS-avtalen, herunder protokoll 1.

I *tredje ledd* er det gitt forskriftshjemler til departementet. Departementet får herunder hjemmel til å gjennomføre enkelte mindre endringer i forordningen i forskrifts form. Dette innebærer at endringer som er av en karakter som normalt ville vært gjennomført i forskrift, etter en konkret skjønnsmessig vurdering, kan fastlegges i forskrift selv om forordningen som sådan er gjennomført ved inkorporasjon i lov, jf. første ledd.

Se nærmere omtale i kapittel 3.2 og 7.9.5.

Til § 9-1 Tillatelse til å yte investeringstjenester og investeringsvirksomhet samt tilknyttede tjenester

Bestemmelsens *første ledd* fastslår at investeringstjenester som ytes overfor tredjepersoner og investeringsvirksomhet som drives på forretningsmessig basis, bare kan utøves av kredittinstitusjoner og verdipapirforetak som har tillatelse til det.

Bestemmelsen er endret slik at kredittinstitusjoner skal kunne yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet i kraft av konsesjon etter finansforetaksloven. Se nærmere omtale i kapittel 5.1.6.

Videre er bestemmelsen endret fra å omfatte *«investeringstjenester»* til *«investeringstjenester og investeringsvirksomhet»*. Endringen må ses i sammenheng med at definisjonen av verdipapirforetak i § 2-7 første ledd endres til å være foretak som «*yter investeringstjenester overfor tredjepersoner eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis*». Se nærmere omtale i kapittel 5.1.2.5 og NOU 2017: 1 kapittel 2.2.1.

Annet ledd viderefører gjeldende § 9-1 annet ledd. Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 5.1.1.

Bestemmelsens *tredje og fjerde ledd* viderefører gjeldende bestemmelser uten andre endringer enn at henvisningene i fjerde ledd er endret. Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 5.1.1.

Til § 9-2 Systematisk internalisering

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 10-19 første ledd om at verdipapirforetak skal gi melding til Finanstilsynet ved oppstart eller opphør av systematisk internalisering. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.2.2.

Til § 9-3 Unntak fra krav om tillatelse

Bestemmelsen gir unntak fra kravet om å yte investeringstjenester for nærmere bestemte foretak og situasjoner. Bestemmelsens første og annet ledd gjennomfører unntakene i MiFID II artikkel 2.

Bestemmelsens *første ledd* gir unntak for nærmere bestemte institusjoner og foretak. Bestemmelsen viderefører § 9-2 første ledd uendret, men med to unntak. Bestemmelsens nr. 3 utvider unntaket for offentlige myndigheter som forvalter offentlig gjeld til å gjelde institusjoner som er opprettet for å yte bistand i forbindelse med finanskrisen, for å reflektere MiFID II art 2 nr. 1 bokstav h). I nummer 8 gjøres det unntak for verdipapirregister. I denne bestemmelsen tas i tillegg henvisningen til regulerte markeder ut, ettersom disse nå reguleres av verdipapirhandelloven og vil søke tillatelse til å yte relevante investeringstjenester (tjenestene som MHF og OHF) etter loven her.

Bestemmelsens *annet ledd* gjør unntak for nærmere angitte aktiviteter og handlinger som ellers ville vært omfattet av loven. Bestemmelsens nr. 1 til 5 videreføres uendret fra gjeldende lov.

Annet ledd nr. 6 gjennomfører unntaket etter MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav d) for egenhandel knyttet til andre finansielle instrumenter enn varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende. Se nærmere omtale i kapittel 5.1.3 og NOU 2017: 1 kapittel 2.6.

Annet ledd nr. 7 gjennomfører unntaket MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav j) for egenhandel som ytes i tilknytning til varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvoter som underliggende, og for andre investeringstjenester enn egenhandel til kundene eller leverandørene av hovedvirksomheten. Med yting av tjenester etter direktiver som nevnt i ordlyden menes for norske foretak virksomhet i tråd med den norske gjennomføringslovgivningen. Se nærmere omtale i kapittel 5.1.3 og NOU 2017: 1 kapittel 4.3.

Unntaket i *annet ledd nr. 8* er nytt og gjennomfører unntaket etter MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav n) for operatører av transmisjonssystem som utøver investeringsvirksomhet eller yter investeringstjenester som ledd sine oppgaver etter tredje elmarkedsdirektiv eller tredje naturgassdirektiv. Se nærmere omtale i kapittel 5.1.3 og NOU 2017: 1 kapittel 4.3.

Annet ledd nr. 9 fastsetter unntak for foretak som handler med utslippskvoter i forbindelse med overholdelse av sine forpliktelser etter klimakvoteloven. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 2 nr. 1 bokstav e). Se nærmere omtale i kapittel 5.1.3 og NOU 2017: 1 kapittel 4.3.

I *annet ledd nr. 10* gis det unntak fra nasjonale bestemmelser som er gitt i verdipapirhandelloven § 9-1 tredje ledd. Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 9-2 annet ledd nr. 10 uendret.

Tredje ledd fastsetter at de nye bestemmelsene i § 9-23 (algoritmehandel), § 9-24 (direkte elektronisk tilgang) og § 9-25 (alminnelig clearingmedlem) likevel gjelder for medlemmer eller deltakere på regulert marked eller MHF selv om de er omfattet av unntakene i første ledd nr. 4, 5, 6 eller 9 eller annet ledd nr. 7 eller 9. Se nærmere omtale i kapittel 5.1.3.

Til § 9-4 Lovens anvendelse for kredittinstitusjoner

Paragraf 9-4 fastsetter hvilke av verdipapirhandellovens regler som *ikke* skal gjelde for kredittinstitusjoner som har tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet. Se nærmere omtale i kapittel 5.1.6.

Til § 9-5 Lovens anvendelse ved salg og rådgivning knyttet til strukturerte innskudd

Bestemmelsen fastsetter at en rekke av lovens regler skal komme til anvendelse når verdipapirforetak og kredittinstitusjoner med konsesjon til å yte investeringstjenester selger eller gir råd om strukturerte innskudd. Bestemmelsen gjennomfører MiFID artikkel 1 nr. 4. Se nærmere omtale i kapittel 5.1.7 og NOU 2017: 1 kapittel 2.5.

Til § 9-6 Søknad om tillatelse

Bestemmelsen gir regler om innhold i og saksbehandling av søknad om tillatelse etter § 9-1, og viderefører hovedsakelig gjeldende § 9-3.

Første ledd og annet ledd angir hvilke opplysninger som skal inngis til konsesjonsmyndighetene ved søknad om tillatelse. Bestemmelsene gjennomfører MiFID II artikkel 7 nr. 2.

Tredje ledd viderefører gjeldende § 9-3 tredje ledd uendret.

Det følger av *fjerde ledd* at vedtak om tillatelse skal meddeles søker snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-3 fjerde ledd og gjennomfører MiFID II artikkel 7 nr. 3.

I henhold til *femte ledd* kan foretaket starte sin virksomhet umiddelbart etter at tillatelse er gitt. Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-3 femte ledd.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 5.1.2.

Til § 9-7 Endring og tilbakekall av tillatelse

Første ledd viderefører i det vesentlige gjeldende § 9-4 første ledd, men slik at vilkåret for tilbakekall etter nr. 4 presiseres nærmere og gjeldende nr. 5 oppheves. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 8. Se nærmere omtale i kapittel 5.1.5 og NOU 2017: 1 kapittel 5.1.3 og 10.4.4.

Til § 9-8 Markedsoperatørers adgang til å drive multilateral handelsfasilitet eller organisert handelsfasilitet

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-5, men slik at adgang til å drive OHF er inntatt med i bestemmelsen.

Til § 9-9 Organisasjonsform

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-8 når det gjelder kravet om at tillatelse til å yte investeringstjenester kan gis til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.

Til § 9-10 Krav til ledelsen av foretaket

Bestemmelsen stiller krav til ledelsen i foretaket, jf. MiFID II artikkel 9 og CRD IV artikkel 91.

Første ledd stiller krav til kvalifikasjoner og erfaring mv. hos styremedlemmer, daglig ledere og faktiske ledere.

Annet ledd stiller krav til at personer som nevnt i første ledd skal sette av tilstrekkelig tid til å utføre sine oppgaver i verdipapirforetaket mv.

I *tredje og fjerde ledd* er angitt bestemte grenser for hvor mange verv og/eller stillinger personer i verdipapirforetak, som etter nærmere bestemte kriterier er å anse som vesentlig, kan inneha på samme tid.

Ifølge bestemmelsens *femte ledd* skal foretakets styre inneha tilstrekkelig kollektiv kunnskap mv.

Etter *sjette ledd* stilles krav til at styremedlemmer skal utvise hederlighet, integritet og uavhengighet mv.

Verdipapirforetak skal sette av tilstrekkelige ressurser til opplæring av personer som nevnt i første ledd, jf. *syvende ledd*. Dette omfatter både menneskelige og økonomiske ressurser.

I *åttende ledd* stilles bl.a. krav om å sikre mangfold ved rekruttering av personer som nevnt i første ledd.

I *niende ledd* pålegges foretaket meldeplikt om endringer i ledelsen.

Ifølge *tiende ledd* skal den faktiske ledelsen av verdipapirforetak forestås av minst to personer som oppfyller kravene i første og annet ledd. Finanstilsynet kan gjøre unntak fra dette kravet.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.3 og NOU 2017: 1 kapittel 5.2.1.

Til § 9-11 Styrets oppgaver og ansvar

Bestemmelsens *første og annet ledd* gir regler om styrets ansvar og forpliktelser og prinsipper for forvaltningen, jf. MiFID II artikkel 9 og CRD IV artikkel 88.

I *tredje og fjerde ledd* stilles krav til styrets tilsyn og tilgang til opplysninger og dokumenter, jf. MiFID II artikkel 9.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.3 og NOU 2017: 1 kapittel 5.2.1.

Til § 9-12 Eierforhold mv.

Første ledd fastlegger krav til eiere av kvalifisert eierandel i verdipapirforetak, jf. MiFID II artikkel 10, og viderefører i hovedsak gjeldende § 9-10 første ledd første punktum.

Annet ledd definerer kvalifisert eierandel, som gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 31.

Tredje ledd gir regler om beregning av kvalifisert eierandel som supplerer den generelle definisjonen av kvalifisert eierandel i annet ledd.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.2 og NOU 2017: 1 kapittel 5.2.2.

Til § 9-13 Melding om erverv av eierandeler i verdipapirforetak mv.

Bestemmelsen gir regler om meldeplikt ved erverv av eierandeler i verdipapirforetak, jf. MiFID II artikkel 11.

Første, annet og tredje ledd pålegger erverver av kvalifisert eierandel og erverver av eierandel i verdipapirforetak som innebærer at vedkommendes kvalifiserte eierandel overstiger nærmere angitte grenser, en plikt til å sende melding til Finanstilsynet.

I *fjerde ledd* pålegges avhender meldeplikt ved avhendelse av kvalifisert eierandel eller ved reduksjon av eierandeler under terskelverdiene angitt i første ledd.

Femte ledd pålegger verdipapirforetak meldeplikt til Finanstilsynet dersom det blir kjent med nærmere angitte erverv eller avhendelser av eierandeler i foretaket.

Verdipapirforetak skal minst årlig oversende til Finanstilsynet oversikt over eiere med kvalifiserte eierandeler i foretaket, jf. *sjette ledd*.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.2 og NOU 2017: 1 kapittel 5.2.2.

Til § 9-14 Saksbehandlingsfrister mv.

Bestemmelsen gjelder saksbehandlingsfrister mv. ved behandling av meldinger om erverv av eierandeler i verdipapirforetak mv., jf. MiFID II artikkel 12.

Første ledd pålegger Finanstilsynet å bekrefte mottak av melding samt mottak av senere innsendte opplysninger.

Etter *annet ledd* skal Finanstilsynet vurdere meldingen innen 60 dager, samt underrette erververen om når denne vurderingsperioden utløper.

Det følger av *tredje ledd* at 60-dagers fristen i annet ledd på nærmere angitte vilkår kan avbrytes.

Etter *femte ledd* skal tillatelse til erverv anses gitt dersom Finanstilsynet ikke skriftlig motsetter seg det planlagte ervervet innen utløpet av nærmere angitt frist.

Finanstilsynet kan sette tidsfrist for gjennomføring av ervervet, jf. *sjette ledd*.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.2 og NOU 2017: 1 kapittel 5.2.2.

Til § 9-15 Egnethetsvurdering ved erverv mv.

Bestemmelsen gir regler for vurderingen av om tillatelse til erverv etter § 9-13 annet ledd skal gis, jf. MiFID II artikkel 13.

Første ledd oppstiller kriteriene for Finanstilsynets vurdering. Listen er uttømmende. Dette er også presisert i *annet ledd*. Det følger av annet ledd at tillatelse bare kan nektes dersom det er grunnlag for det etter første ledd, eller dersom søknaden er mangelfull, eller uriktig. Av denne avgrensningen følger det at Finanstilsynet ikke kan legge vekt på andre forhold, slik som eksempelvis økonomiske behov i markedet.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.2 og NOU 2017: 1 kapittel 5.2.2.

Til § 9-16 Generelle krav til organisering av virksomheten

Bestemmelsen angir generelle krav til organisering av virksomheten i et verdipapirforetak, jf. MiFID II artikkel 16. Ytterligere organisatoriske krav til verdipapirforetak følger av til §§ 9-18 til 9-20.

Bestemmelsens *første ledd* pålegger verdipapirforetak å innrette sin virksomhet slik at foretaket oppfyller nærmere angitte krav i nr. 1 til nr. 10.

Annet ledd gjelder verdipapirforetaks utkontraktering av funksjoner. Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-11 annet ledd.

Etter *tredje ledd* skal styret og daglig leder utarbeide interne retningslinjer og instrukser i samsvar med første ledd. Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-11 femte ledd.

Av *fjerde ledd* følger det at departementet kan fastsette nærmere regler om godtgjørelsesordninger. I slike tilfeller gjelder §§ 15-1 til 15-5 tilsvarende.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.4 og NOU 2017: 1 kapittel 5.2.3.

Til § 9-17 Telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon

Bestemmelsen oppstiller særlige krav til dokumentasjon i form av opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon, jf. MiFID II artikkel 16, og bygger på gjeldende verdipapirhandellov § 10-17 om plikt til lydopptak.

Første ledd oppstiller krav om opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon.

I *annet ledd* gis regler om tiltak som verdipapirforetaket må treffe for å oppfylle kravene i første ledd.

Tredje ledd gjelder informasjon til kunder om opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon.

I *fjerde ledd* gis regler om dokumentasjon av samtaler og kommunikasjon som ikke tas via telefon eller elektronisk, herunder i møter.

Ifølge *femte ledd* skal dokumentasjon av telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon på anmodning gjøres tilgjengelig for den berørte kunden og oppbevares i minst fem år eller lengre tid dersom Finanstilsynet bestemmer det.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.2.6 og NOU 2017: 1 kapittel 5.2.3.

Til § 9-18 Kundemidler og sikkerhetsstillelse mv.

Bestemmelsen gjelder krav til tiltak for beskyttelse av kunders midler og finansielle instrumenter, og finansiell sikkerhetsstillelse, jf. MiFID II artikkel 16.

Første ledd gjelder beskyttelse av kunders finansielle instrumenter. Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-11 tredje ledd.

I *annet ledd* oppstilles krav til tiltak for beskyttelse av kundemidler. Bestemmelsen viderefører i det vesentlige gjeldende verdipapirhandellov § 9-11 fjerde ledd.

Av *tredje ledd* fremgår forbud mot å inngå avtaler om finansiell sikkerhetsstillelse i form av overdragelse av eiendomsrett med ikke-profesjonelle kunder. Forbudet er nytt i forhold til gjeldende rett.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.3.

Til § 9-19 Produkthåndtering

Bestemmelsen gjelder krav til produkthåndtering og retter seg mot både produsent og distributør av finansielle instrumenter, jf. MiFID II artikkel 16.

I *første ledd* oppstilles krav til verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter for salg til kunder.

Annet ledd angir krav til at verdipapirforetak regelmessig skal gjennomgå de finansielle instrumenter det tilbyr eller markedsfører, samt hvilke forhold som skal tas i betraktning ved slik gjennomgang.

I *tredje ledd* følger krav til verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter om å gi eventuelle distributører tilgang til alle relevante opplysninger om det finansielle instrumentet og prosessen for godkjenning av produktet, herunder den identifiserte målgruppen.

Etter *fjerde ledd* skal verdipapirforetak som tilbyr finansielle instrumenter som det ikke selv har produsert, ha rutiner og systemer for å innhente opplysninger som angitt i tredje ledd og sikre at relevante ansatte forstår egenskapene ved det enkelte instrumentet.

Bestemmelsen er nærmere omtalt under kapittel 5.2.5 og NOU 2017: 1 kapittel 5.2.3.

Til § 9-20 Klagebehandling

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 10-16a om at Kongen ved forskrift kan bestemme at verdipapirforetak skal være tilsluttet utenrettslig tvisteløsningsordning godkjent i medhold av lov. Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 9.6.

Til § 9-21 Filial

Det følger av *første ledd* at verdipapirforetak med hovedsete i Norge skal gi melding til Finanstilsynet før det oppretter filial i Norge. Filialen skal ha en leder som oppfyller kravene til egnethet i § 9-10 første ledd. Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-22 første ledd hva gjelder opprettelse av filial i Norge av norske verdipapirforetak. Bestemmelsen er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.3.

Til § 9-22 Definisjoner av algoritmehandel og direkte elektronisk tilgang

Bestemmelsen gir ny definisjon av algoritmehandel, høyfrekvent algoritmehandel og direkte elektronisk tilgang, jf. MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 39, 40 og 41. Se nærmere omtale i kapittel 6 og i NOU 2017: 1 kapittel 3.11.

Til § 9-23 Algoritmehandel

Bestemmelsen stiller nærmere krav til hvilke systemer og rutiner foretak som benytter algoritmer i sin virksomhet skal ha. Bestemmelsen er ny, jf. MiFID II artikkel 17 nr. 1 til 4. Bestemmelsen gjelder for verdipapirforetak som benytter algoritmer, og for enkelte foretak som er unntatt fra krav om tillatelse etter utkastet § 9-3. Se nærmere omtale i kapittel 6 og i NOU 2017: 1 kapittel 3.11

Til § 9-24 Direkte elektronisk tilgang

Bestemmelsen stiller nærmere krav til systemer og rutiner for foretak som gir kunder direkte elektronisk tilgang til handelsplasser. Bestemmelsen er ny, jf. MiFID II artikkel 17 nr. 5. Se nærmere omtale i kapittel 6 og i NOU 2017: 1 kapittel 3.11

Til § 9-25 Alminnelig clearingmedlem

Bestemmelsen regulerer verdipapirforetak som opptrer som alminnelig clearingmedlem, og stiller

blant annet krav til systemer og kontroller for å sikre at clearingtjenestene tilbys til egnede kunder, jf. MiFID II artikkel 17 nr. 6.

Se nærmere omtale i kapittel 6 og i NOU 2017: 1 kapittel 3.11.

Til § 9-26 Handelsprosessen og gjennomføring av transaksjoner på multilaterale handelsfasiliteter og organiserte handelsfasiliteter

Paragraf 9-26 *første ledd* gjennomfører MiFID II artikkel 18 nr. 1 til 7. Bestemmelsen viderefører i all hovedsak gjeldende § 11-1.

I *første ledd nr. 4* er en ny bestemmelse om kravene til å identifisere og håndtere potensielle interessekonflikter i MiFID II artikkel 18 nr. 4 tatt inn. Bestemmelsen kommer i tillegg til de generelle kravene til å håndtere interessekonflikter som gjelder for verdipapirforetak i utkastet § 10-2. Artikkel 18 nr. 5 er gjennomført i *første ledd nr. 5*. MHF og OHF er i henhold til denne bestemmelsen underlagt kravene i artikkel 48.

Første ledd nr. 7 er en ny bestemmelse om at handelsfasiliteten skal ha minst tre deltakere som handler aktivt. Disse skal kunne delta i prisdannelsen.

I *første ledd nr. 8* videreføres plikten for operatøren til å suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handelen etter pålegg fra tilsynsmyndigheten. Bestemmelsen er utvidet slik at den omfatter OHFer.

Annet ledd er en videreføring av gjeldende § 11-1 fjerde ledd. Bestemmelsen fastsetter at utstedere som ikke samtykker i at instrumentet tas opp til handel på handelsfasiliteten ikke kan pålegges informasjonsplikter overfor MHFen eller OHFen.

I *tredje ledd* gjennomføres den nye bestemmelsen i MiFID II artikkel 18 nr. 10. Operatører av MHF og OHF skal etter denne bestemmelsen sende inn en detaljert beskrivelse a funksjonaliteten på fasiliteten, herunder tilknytninger til regulert marked, annen MHF, OHF eller SI som har samme eier, og en liste over deres brukere og medlemmer.

Se nærmere omtale av bestemmelsen i NOU 2017: 1 kapittel 3.4.2.

Til § 9-27 Særlige krav til multilaterale handelsfasiliteter

Bestemmelsen fastsetter særkrav til MHFer og gjennomfører MiFID II artikkel 19.

I *første ledd* er gjeldende § 11-1 første ledd i all hovedsak videreført. Ordlyden er endret ved at kravet om at reglene for utførelse av ordre skal være ikke-diskresjonære er tatt inn for å få klart frem ulikhetene ved utførelsen på MHF og OHF.

Annet ledd viderefører kravene til deltakerne på MHF, som er de samme som gjelder for regulert marked.

Tredje ledd er i det vesentlige en ny bestemmelse, med unntak av nr. 2. Bestemmelsen stiller krav til systemer og ordninger fasiliteten skal ha for å håndtere de risikoer den er utsatt for og krav om at den må ha tilstrekkelige finansielle ressurser til å kunne legge til rette for en effektiv handelsfasilitet.

Fjerde ledd viderefører gjeldende § 11-1 tredje ledd og fastsetter at enkelte av reglene knyttet til taushetsplikt og forretningsskikk, beste utførelse av ordre og håndtering av kundeordre ikke gjelder for transaksjoner som inngås mellom deltakere på fasiliteten.

I *femte ledd* er ny bestemmelse, jf. MiFID II artikkel 19 nr. 5, som fastslår at MHF ikke kan utføre kundeordre mot egne midler eller ved prinsipalmatchingshandel. Bestemmelsen gjennomfører også definisjonen av prinsipalmatchingshandel jf. MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 38.

Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 3.4.2. og 3.2.2.

Til § 9-28 Særlige krav til organiserte handelsfasiliteter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 20 som fastsetter særkrav til virksomheten på OHF.

Første ledd gir bestemmelser om at OHF ikke kan utføre kundeordre mot egne midler eller midlene til selskap i samme konsern eller samme juridiske person som operatøren.

Annet ledd fastslår at OHF kan utføre kundeordre ved prinsipalmatchingshandel i obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippstillatelser og enkelte derivater, forutsatt at kunden har samtykket i dette. Bestemmelsen omhandler også plikten til å etablere ordninger som sikrer etterlevelse av definisjonen av prinsipalmatchingshandel.

Tredje ledd regulerer en OHFs handel i statsobligasjoner som det ikke er likvid marked for. For denne typen instrumenter kan OHFen drive annen egenhandel enn prinsipalmatchingshandel.

I *femte ledd* inntas definisjonen av likvid marked, jf. MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 25. Definisjonen er ny.

OHF og SI kan ikke drives innenfor samme juridiske enhet, jf. *femte ledd.* Det følger videre av bestemmelsen at det ikke kan være slik tilknytning mellom OHF og SI, eller mellom to OHFer at

ordrene i de ulike fasilitetene kan matches mot hverandre.

Utførelse av ordre på OHF skal skje på diskresjonær basis og det er fastsatt nærmere bestemmelser om utførelsen i *sjette og syvende ledd.*

Åttende ledd gir hjemler for tilsynsmyndigheten til å be om at operatøren av en OHF gir opplysninger om systemene og virksomheten knyttet til fasiliteten.

Se nærmere omtale av bestemmelsen i NOU 2017: 1 kapittel 3.4.2. og 3.2.2.

Til § 9-29 Markedsovervåkning på multilaterale handelsfasiliteter og organiserte handelsfasiliteter

Bestemmelsen viderefører bestemmelsen om markedsovervåkning for MHFer i gjeldende § 11-2, men utvides til å gjelde for OHFer også. I tillegg er kravet om at markedsovervåkningen også skal omfatte forstyrrelser i handelssystemet tatt inn, samt krav om at fasiliteten må benytte tilstrekkelige ressurser til at overvåkningen er effektiv.

Se nærmere omtale av bestemmelsen i NOU 2017: 1 kapittel 3.4.3.

Til § 9-30 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel

Bestemmelsen om suspensjon og strykning på MHF og OHF er ny, og gjennomfører MiFID II artikkel 32. Bestemmelsen er tilsvarende den som gjelder for regulert marked, jf. § 12-3.

Se nærmere omtale av bestemmelsen i NOU 2017: 1 kapittel 3.4.4.

Til § 9-31 Vekstmarked for små og mellomstore bedrifter

Bestemmelsen er ny, og gjennomfører MiFID II artikkel 33 og artikkel 4 nr. 1 punkt 12 og 13 Bestemmelsen regulerer adgangen for MHFer til å registrere seg som vekstmarked for små og mellomstore bedrifter (SMBer). Videre regulerer den hvilke særregler som gjelder for handel i slike utstedere. Se nærmere omtale av bestemmelsen i NOU 2017: 1 kapittel 3.5.

Til § 9-32 Melding om utøvelse av virksomhet i annen EØS-stat

Bestemmelsen gjelder grensekryssende virksomhet som gjøres over telefon eller elektronisk kommunikasjon uten etablering i vertsstaten. Reglene er i det vesentlige en videreføring av gjeldende § 9-23 og gjennomfører MiFID II artikkel 34 og MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 56. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 9.1 og i NOU 2017: 1 kapittel 7.1.

Til § 9-33 Melding om etablering av filial eller bruk av tilknyttet agent etablert i annen EØS-stat

Bestemmelsen regulerer yting av investeringstjenester gjennom etablering av filial eller ved å benytte tilknyttet agent etablert i annen EØS-stat, jf. MiFID II artikkel 35 og MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 56. Reglene er i det vesentlig en videreføring av gjeldende § 9-23.

Reglene er omtalt i kapittel 9.1 og i NOU 2017: 1 kapittel 7.1.

Til § 9-34 Virksomhet i Norge fra foretak med hovedsete i annen EØS-stat

Bestemmelsen regulerer yting av investeringstjenester i Norge av foretak med hovedsete i annen EØS-stat, jf. MiFID II artikkel 34 og 35 og MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 55.

Se nærmere omtale i kapittel 9.1 og i NOU 2017: 1 kapittel 7.1.

Til § 9-35 Verdipapirhandellovens anvendelse for filial eller norsk tilknyttet agent av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat

Bestemmelsen regulerer anvendelsen av verdipapirhandelloven for norske filialer og agenter av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat, jf. MiFID II artikkel 35 nr. 8. Bestemmelsen viderefører i det vesentligste gjeldende § 9-26 første ledd.

Bestemmelsen er omhandlet i kapittel 9.1 og NOU 2017: 1 kapittel 7.1.

Til § 9-36 Etablering av filial av foretak med hovedsete utenfor EØS

Bestemmelsen regulerer adgangen for utenlandske verdipapirforetak med hovedsete utenfor EØS, som ville vært å anse som verdipapirforetak eller kredittinstitusjon som yter investeringstjenester eller utøver investeringsvirksomhet om det hadde hatt hovedsete i EØS (tredjestatsforetak), til å yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet i Norge gjennom filial, jf. MiFID II artikkel 39 til 43 og MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (57).

Tredjestatsforetaks tjenesteyting direkte overfor kvalifiserte motparter og kunder som i seg

selv er profesjonelle, reguleres av MiFIR artikkel 46 til 49 som gjennomført i § 8-1.

Se nærmere omtale i kapittel 9.2 og NOU 2017: 1 kapittel 7.2.

§ 9-37 Verdipapirhandellovens anvendelse for filial av foretak med hovedsete utenfor EØS

Bestemmelsen regulerer anvendelsen av verdipapirhandelloven for norske filialer av verdipapirforetak med hovedsete i utenfor EØS (tredjestatsforetak), jf. MiFID II artikkel 41. Bestemmelsen viderefører i det vesentligste gjeldende § 9-26 annet ledd.

Se nærmere omtale i kapittel 9.2.

Til § 9-38 Verdipapirforetakenes sikringsfond

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-12, men med et nytt femte ledd for å tilpasse den nye regler om strukturerte innskudd. Bestemmelsen er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.4.

Til § 9-39 Startkapital

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-13, samt § 9-15 annet ledd, og gjennomfører MiFID II artikkel 15. Kravet om startkapital på et beløp i norske kroner som minst gjennomfører 730 000 euro, videreføres for verdipapirforetak med tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet som nevnt i lovforslaget § 2-1 første ledd nr. 3, 6, 8 og 9. For andre verdipapirforetak fastsettes det lavere startkapitalkrav tilsvarende 50 000 eller 125 000 euro, avhengig av hvilke tjenester virksomheten omfatter.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 5.2.5.

Til § 9-40 Minstekrav til ansvarlig kapital

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-15 første ledd, samt tiende ledd nr. 1. I tillegg presiseres det at den ansvarlige kapitalen består av kjernekapital og tilleggskapital, og kjernekapitalen av ren kjernekapital (egenkapital) og annen godkjent kjernekapital.

Til § 9-41 Beregningsgrunnlag

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-15 tredje til niende ledd, samt tiende ledd nr. 2 til 5.

Til § 9-42 Krav til bevaringsbuffer, systemrisikobuffer, buffer for systemviktige foretak og motsyklisk kapitalbuffer

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-15 a.

Til § 9-43 Likviditet og stabil finansiering

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-15 b.

Til § 9-44 Unntak fra allmennaksjeloven § 8-1 og aksjeloven § 8-1

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-19.

Til § 9-45 Høyeste engasjement med en enkelt motpart

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-20.

Til § 9-46 Konsolidering

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-21.

Til § 9-47 Vurdering av samlet kapitalbehov og tilsynsmessig oppfølging

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-16.

Til § 9-48 Opplysningskrav

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-17.

Til § 9-49 Retting og pålegg

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 9-18.

Til § 10-1 Løpende overensstemmelse med vilkår for tillatelse

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 21 nr. 1 og nr. 2 annet punktum og viderefører gjeldende § 10-1.

Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 6.1.

Til § 10-2 Interessekonflikter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 23 og viderefører gjeldende § 10-10 med enkelte skjerpede krav. Verdipapirforetak skal treffe alle *egnede tiltak* («appropriate steps») for å identifisere interessekonflikter, og det er presisert at foretakene skal vurdere konflikter som følge av vederlag fra andre enn kunden eller av verdipapirforetakets godtgjørelses- eller insentivordninger.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 5.3.4 og NOU 2017: 1 kapittel 6.2.

Til § 10-3 Verdipapirforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet

Bestemmelsen er særnorsk og viderefører gjeldende § 10-2.

Det vises til omtale i kapittel 5.3.10 og NOU 2017: 1 kapittel 6.3.

Til § 10-4 Ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet mv.

Bestemmelsen er særnorsk og viderefører gjeldende § 10-3 med enkelte endringer. *Annet ledd* er endret slik at hjemmelen til å gi unntak etter forbudet er flyttet fra Finanstilsynet til foretaket.

Det vises til omtale i kapittel 5.3.10 og NOU 2017: 1 kapittel 6.3.

§ 10-5 Taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte

Bestemmelsen er særnorsk og viderefører gjeldende § 10-9.

Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 6.4.

Til § 10-6 Profesjonelle kunder

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 10 og vedlegg II del I og viderefører gjeldende § 10-2 i verdipapirforskriften med enkelte endringer. Det vises til omtale i kapittel 5.3.13 og NOU 2017: 1 kapittel 6.5.

Til § 10-7 Ikke-profesjonelle kunder

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 11 og vedlegg II del II og viderefører gjeldende § 10-4 i verdipapirforskriften. Det vises til omtale i kapittel 5.3.13 og NOU 2017: 1 kapittel 6.5.

Til § 10-8 Krav til prosedyre ved avkall på beskyttelse som ikke-profesjonell

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II vedlegg II avsnitt II.2 og viderefører gjeldende § 10-5 i verdipapirforskriften. Det vises til omtale i NOU 2017: 1 kapittel 6.5.

Til § 10-9 God forretningsskikk

Første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 1 og er en videreføring av den rettslige standarden om god forretningsskikk i gjeldende § 10-11 første ledd med enkelte endringer. Det generelle kravet om å opptre i samsvar med god forretningsskikk gjelder for hele verdipapirforetakets virksomhet, uavhengig av type produkt som tilbys av foretaket. I tråd med direktivets ordlyd er det presisert at verdipapirforetaket skal opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes beste interesser.

Annet og tredje ledd gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 2. Dette er prinsipper og krav som gjelder henholdsvis for verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter for salg til kunder og verdipapirforetak som distribuerer finansielle instrumenter.

Se nærmere omtale i kapittel 5.3.1 og 5.2.5 og NOU 2017: 1 kapittel 6.6.1.

Til § 10-10 Informasjon til kunden

Første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 3 og viderefører gjeldende § 10-11 tredje ledd, men slik at det i tråd med bestemmelsen i MiFID II er presisert at foretaket skal påse at informasjonen til kundene er «balansert».

Annet til sjette ledd gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 4 og viderefører prinsippene i gjeldende § 10-11 annet ledd, men slik at opplysningskravene knyttet til kostnader og gebyrer er mer omfattende. Nytt i forhold til gjeldende verdipapirhandellov er også informasjonskravene som gjelder når det ytes uavhengig investeringsrådgivning.

Syvende ledd gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 5 og innebærer i all hovedsak en videreføreføring av gjeldende § 10-11 annet ledd.

Åttende ledd gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 6 og er et unntak fra informasjonskravene som gjelder dersom investeringstjenesten inngår som en del av et finansielt produkt som er underlagt andre EØS-regler om informasjonskrav for kredittinstitusjoner og forbrukerkreditt.

Niende ledd er et nytt og spesifiserer krav knyttet til investeringstjenester som inngår i en produktpakke. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 11.

Se nærmere omtale i kapittel 5.3.2 og NOU 2017: 1 kapittel 6.6.2.

Til § 10-11 Særskilte krav for uavhengig investeringsrådgivning

MiFID II innfører et skille mellom uavhengig investeringsrådgivning og ikke-uavhengig investeringsrådgivning som er nytt i forhold til gjel-

dende rett. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 7 bokstav a) og inneholder krav som gjelder dersom verdipapirforetaket informerer kunden om at rådgivningen ytes på uavhengig basis. Det vises til omtale i kapittel 5.3.3 og NOU 2017: 1 kapittel 6.6.3.

Til § 10-12 Vederlag fra eller til andre enn kunden

Første til tredje ledd gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 9 om vederlag fra andre enn kunden. Dette er generelle regler som gjelder uavhengig av hvilke tjenester som ytes til kunden. Bestemmelsen innebærer som et utgangspunkt videreføring gjeldende § 10-8 i verdipapirforskriften, men det er gitt nye, ufyllende bestemmelser i kommisjonsdirektiv som medfører innstramning.

Fjerde ledd gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 7 og 8. Dette er nye krav som gjelder uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning.

Ifølge *femte ledd* kan departementet i særlige tilfeller fastsette bestemmelser i forskrift som forbyr eller stiller ytterligere krav til vederlag fra andre enn kunden.

Det vises til omtale i kapittel 5.3.8 og NOU 2017: 1 kapittel 6.7.

Til § 10-13 Avlønning av ansatte

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 24 nr. 10 og innfører nytt eksplisitt forbud mot å avlønne ansatte eller evaluere ansattes prestasjoner på en slik måte at plikten til å påse at kundens interesser ivaretas på beste måte svekkes. Bestemmelsen viderefører i hovedsak gjeldende praksis.

Det vises til omtale i kapittel 5.3.4 og NOU 2017: 1 kapittel 6.2.

Til § 10-14 Kompetansekrav for ansatte

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 25 nr. 1 og innfører nye eksplisitte kompetansekrav til ansatte i verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning eller gir opplysninger om finansielle instrumenter.

Det vises til omtale i kapittel 5.3.11 og NOU 2017: 1 kapittel 6.8.

Til § 10-15 Vurdering av egnethet og hensiktsmessighet

Første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 25 nr. 2. Bestemmelsen viderefører prinsippene i gjeldende verdipapirhandellov § 10-11 fjerde ledd. I tillegg er det presisert at verdipapirforetaket i vurderingen av om en investeringstjeneste og de finansielle instrumentene egner seg for kunden skal innhente informasjon om kundens evne til å bære tap og kundens risikotoleranse. Nytt i forhold til gjeldende lov er presiseringen av at foretaket særlig skal legge vekt på at de anbefalte tjenester og finansielle instrumenter er i samsvar med kundens risikotoleranse og evne til å bære tap, samt at den samlede pakken skal være egnet dersom foretaket anbefaler en pakke av tjenester eller sammensatte produkter.

Annet og tredje ledd gjennomfører MiFID II artikkel 25 nr. 3 og viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 10-11 femte ledd. Nytt i forhold til gjeldende lov er presiseringen av kravet om at verdipapirforetaket skal vurdere om den samlede pakken er hensiktsmessig, dersom en pakke av tjenester eller sammensatte produkter er påtenkt.

Fjerde og femte ledd gjennomfører deler av MiFID II artikkel 25 nr. 4. Gjeldende verdipapirhandellov § 10-11 sjette ledd videreføres, med unntaket av at det presiseres at kravet om hensiktsmessighetstest gjelder uavhengig av om foretaket yter tilknyttede tjenester, med mindre det ytes kreditt i tilknytning til ordren som overstiger tidligere innvilget kredittramme.

Det vises til omtale i kapittel 5.3.5 og NOU 2017: 1 kapittel 6.9.

Til § 10-16 Ikke-komplekse finansielle instrumenter

Bestemmelsen gjennomfører deler av MiFID II artikkel 25 nr. 4 og angir hvilke finansielle instrumenter som skal regnes som ikke-komplekse og dermed er omfattet av unntaket fra kravet om hensiktsmessighetstest. Sammenliknet med gjeldende verdipapirhandellov § 10-11 sjette ledd nr. 1, er det mer omfattende regulering av hvilke instrumenter som regnes som ikke-komplekse.

Se nærmere omtale i kapittel 5.3.5 og NOU 2017: 1 kapittel 6.9.

Til § 10-17 Rapportering til kunder mv.

Første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 25 nr. 5 og viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 10-11 syvende ledd. Det er ingen materielle endringer.

Annet til sjette ledd gjennomfører MiFID II artikkel 25 nr. 6. Nytt i forhold til gjeldende regulering er særlig at rapportene til kunden skal omfatte periodisk informasjon hvor det tas hensyn til de involverte finansielle instrumentenes art og kompleksitet og de tjenestene som er ytt til kunden. Videre skal det ved yting av investeringsrådgiving til ikke profesjonelle-kunder, gis en erklæ-

ring om egnethet før transaksjonen gjennomføres, eller, på nærmere angitt vilkår, umiddelbart etter at det er inngått avtale.

Syvende ledd gjennomfører MiFID II artikkel 25 nr. 7 og gir nærmere angitte unntak fra krav etter loven for tjenester ytt i tilknytning til kredittavtaler for boligeiendom.

Se nærmere omtale i kapittel 5.3.5 og NOU 2017: 1 kapittel 6.9.

Til § 10-18 Tjenesteyting via annet verdipapirforetak

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 26 og viderefører gjeldende verdipapirhandellov § 10-15. Det er ingen materielle endringer. Det vises til omtale i NOU 2017: 1 kapittel 6.10.

Til § 10-19 Best mulig resultat ved utførelse av ordre

Første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 27 nr. 1 første avsnitt og viderefører gjeldende § 10-12 første ledd. Ordlyden er imidlertid endret slik at verdipapirforetak skal gjennomføre alle tiltak som er *tilstrekkelige* for å oppnå et best mulig resultat.

Annet ledd gjennomfører MiFID II artikkel 27 nr. 1 annet avsnitt og viderefører gjeldende § 10-25 fjerde ledd i verdipapirforskriften, men slik at handelssystem er erstattet med utførelsesplass.

Tredje ledd gjennomfører MiFID II artikkel 27 nr. 1 tredje avsnitt og viderefører gjeldende § 10-25 femte ledd i verdipapirforskriften, men slik at handelssystem er erstattet med utførelsesplass.

Fjerde ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 4 og viderefører gjeldende § 10-12 annet ledd.

Femte ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 5 første avsnitt og viderefører gjeldende § 10-12 tredje ledd, men slik at markedsplass er erstattet med utførelsesplass.

Sjette ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 5 annet avsnitt og viderefører gjeldende § 10-12 fjerde ledd første punktum. I tråd med endringene i MiFID II er det inntatt en presisering om at verdipapirforetaket på en lettfattelig og tydelig måte skal gi kunden informasjon om hvordan ordre blir utført av foretaket.

Syvende ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 5 tredje avsnitt og viderefører verdipapirhandelloven § 10-12 fjerde ledd annet punktum med mindre enderinger, herunder er regulert marked og multilateral handelsfasilitet erstattet med handelsplass.

Åttende ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 7 og viderefører verdipapirhandelloven § 10-12 femte ledd. Nytt i forhold til gjeldende rett er presiseringen av at verdipapirforetaket skal legge vekt på informasjon som er offentliggjort om utførelse av ordre, og presiseringen av hvilke kunder som skal ha informasjon om endrede retningslinjer for ordreutførelse.

Niende ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 8 og viderefører verdipapirhandelloven § 10-12 sjette ledd.

Tiende ledd gjennomfører deler av artikkel 27 nr. 3.

Ellevte ledd gjennomfører artikkel 27 nr. 2 og er nytt som et eksplisitt krav i forhold til gjeldende verdipapirhandellov.

Det vises til omtale i kapittel 5.3.6 og NOU 2017: 1 kapittel 6.11. Se kapittel 7.2.5 for omtale av begrepene *handelsplass* og *utførelsesplass*.

Til § 10-20 Offentliggjøring av informasjon om ordreutførelse

Bestemmelsen innfører nye krav til offentliggjøring av informasjon om ordreutførelse.

Første ledd gjennomfører deler av MiFID II artikkel 27 nr. 3

Annet ledd gjennomfører MiFID II artikkel 27 nr. 6.

Det vises til omtale i 5.3.6 og NOU 2017: 1 kapittel 6.11.

Til § 10-21 Håndtering av kundeordre

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 28 og artikkel 4 nr. 1 punkt 14.

Første, annet og fjerde ledd viderefører gjeldende § 10-13.

Tredje ledd gir hjemmel for at Finanstilsynet kan frita verdipapirforetak fra plikten til å offentliggjøre ordren etter annet ledd. Dette unntaket er en videreføring av gjeldende § 10-28 fjerde ledd i verdipapirforskriften, men slik at prinsippene for å fastlegge om ordren er stor i forhold til den normale markedsstørrelsen følger artikkel 4 i MiFIR som gjennomført i § 8-1 med utfyllende kommisjonsforordninger.

Det vises til omtale i NOU 2017: 1 kapittel 6.12.

Til § 10-22 Tilknyttede agenter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 29 og viderefører § 10-16 i gjeldende verdipapirhandellov med enkelte presiseringer.

I *fjerde ledd* er det presisert at tilknyttede agenter skal ha tilstrekkelig godt omdømme og besitte den nødvendige allmenne, forretningsmessige kunnskap og kompetanse til å yte de tilbudte tjenester og å gi alle relevante opplysninger til kunder eller potensielle kunder på en presis måte.

Finanstilsynet kan nekte registering av tilknyttet agent dersom agenten ikke anses egnet.

Se nærmere omtale i kapittel 5.3.7 og NOU 2017: 1 kapittel 6.13.

Til § 10-23 Tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 30 og viderefører i hovedsak § 10-14 i gjeldende verdipapirhandellov.

Det vises til omtale i kapittel 5.3.13 og NOU 2017: 1 kapittel 6.14.

Til § 10-24 Nemndsbehandling av tvister

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 10-16a.

Til § 10-25 Lenke til nettbasert prisportal

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 10-16b.

Til § 11-1 Tillatelse til å drive et regulert marked og løpende overensstemmelse med vilkår

Bestemmelsen viderefører børsloven § 4. Skillet mellom markedsoperatøren og det regulerte markedet i MiFID II er gjennomført i loven.

I *første ledd* er det presisert at markedsoperatøren skal ha tillatelse til å drive vedkommende regulerte marked, det vil si at markedsoperatør som driver flere regulerte markeder, må ha egen tillatelse for hvert enkelt regulert marked.

I *annet ledd* er deler av børsloven § 5 første ledd tatt inn.

Det er videre inntatt et nytt *tredje ledd* om at markedsoperatøren er ansvarlig for at pliktene pålagt det regulerte markedet etter loven etterleves, og at markedsaktøren skal kunne utøve rettigheter på vegne av det regulerte markedet, jf. MiFID II artikkel 44 nr. 3.

I *fjerde ledd* videreføres kravet til bruk av regulert marked i navnet.

I nytt *femte ledd* gis hjemmel til i å fastsette forskrift om hvilke bestemmelser etter loven som skal gjelde både markedsoperatøren og regulert marked der disse er to ulike rettssubjekt.

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 7.3 og NOU 2017: 1 kapittel 8.1.

Til § 11-2 Søknad om tillatelse

Bestemmelsen viderefører børsloven § 5 om kravene til hva en søknad om tillatelse skal inneholde. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 8.1.

Til § 11-3 Endring og tilbakekall av tillatelse

Bestemmelsen *første ledd* viderefører børsloven § 6. Det er inntatt tilsvarende presisering i annet ledd vilkår som for verdipapirforetak, jf. § 9-7.

Bestemmelsen er omtalt i kapittel 7.3 og NOU 2017: 1 kapittel 8.1.

Til § 11-4 Sammenslåing og deling av regulert marked mv.

Bestemmelsen viderefører børsloven § 7 uendret. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 8.1.

Til § 11-5 Virksomhet i utlandet

Bestemmelsen viderefører børsloven § 8 uendret. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 8.1.

Til § 11-6 Organisasjonsform

Bestemmelsen viderefører børsloven § 9 uendret. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 8.2.

Til § 11-7 Krav til ledelsen av markedsoperatøren

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 45 nr. 1 til 4. Reglene om krav til ledelsen av markedsoperatøren er på flere punkter tilsvarende som for verdipapirforetak. Det vises til omtale i NOU 2017: 1 kapittel 8.2.

Til § 11-8 Styrets oppgaver og ansvar

Bestemmelsen er ny og gjennomfører MiFID II artikkel 45 nr. 6. Bestemmelsen er omtalt i kapittel NOU 2017: 1 kapittel 8.2.

Til § 11-9 Nominasjonskomité

MiFID II artikkel 45 nr. 4 og 5 har bestemmelser om nominasjonskomité. Norsk allmennaksjeselskap har ikke selvsupplerende styre, men det gis en hjemmel til å fastsette forskrifter om nominasjonskomité ved behov. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 8.2.

Til § 11-10 Eierkontroll for regulert marked som ikke er børs

Bestemmelsen viderefører børsloven § 17. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 46 og er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 8.2.

Til § 11-11 Internkontroll

Bestemmelsen viderefører børsloven § 11. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 8.2.

Til § 11-12 Revisor

Bestemmelsen viderefører børsloven § 12. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 8.2.

Til § 11-13 Taushetsplikt

Bestemmelsen viderefører børsloven § 14. Det tilføyes at taushetsplikten gjelder tilsvarende ved mottak av taushetsbelagt informasjon fra regulert marked, og gis utvidet hjemmel til å fastsette bestemmelser i forskrift om unntak fra taushetsplikt overfor internasjonale eller overnasjonale myndigheter mv. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 8.2.

Til § 11-14 Habilitetskrav

Bestemmelsen viderefører børsloven § 15. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 8.2.

Til § 11-15 Adgangen til å eie finansielle instrumenter m.m.

Bestemmelsen viderefører børsloven § 16. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 7.4 og NOU 2017: 1 kapittel 8.2.

Til § 11-16 Krav til ansvarlig kapital

Bestemmelsen viderefører børsloven § 20. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 8.2.

Til § 11-17 Likviditetskrav

Bestemmelsen viderefører børsloven § 21. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 8.2.

Til § 11-18 Organisatoriske krav

Første ledd viderefører børsloven § 13. Bestemmelsen gjennomfører deler av MiFID II artikkel 47. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.3.2.

Annet ledd gjennomfører bestemmelsen i MiFID II artikkel 47 nr. 2. Etter bestemmelsen kan ikke regulert marked gjennomføre ordre mot egne midler eller ved prinsipalmatchingshandel. Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 3.3.2.

Til § 11-19 Robuste systemer og automatiske handelssperrer på regulert marked

Bestemmelsen er ny og gjennomfører MiFID II artikkel 48 nr. 1, 4 og 5.

Første og annet ledd gjelder hvilke krav til systemer, prosedyrer og tiltak som skal være på plass i et regulert marked for å sikre at handelssystemet som benyttes er tilstrekkelig robust og har den nødvendige kapasitet.

I *tredje ledd* stilles det krav om at regulert marked må ha systemer, prosedyrer og ordninger som forhindrer ordreinnleggelser som går ut over fastsatte terskler for volum eller pris, eller som klart er feilaktige.

Fjerde til sjette ledd regulerer adgangen til midlertidig stans i handelen for en kort periode ved betydelige prissvingninger i det finansielle instrumentet på handelsplassen eller på andre relaterte markeder.

Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 3.3.2.

Til § 11-20 Avtaler med prisstillere

Bestemmelsen er ny og regulerer det regulerte markedets avtaler med prisstillere, jf. MiFID II artikkel 48 nr. 2 og 3. Det vises til omtale i NOU 2017: 1 kapittel 3.3.2.

Til § 11-21 Algoritmehandel

Bestemmelsen er ny og stiller krav til at regulert marked har systemer på plass for å sikre at algoritmehandelen ikke skaper eller medvirker til forstyrrelser i handelen, jf. MiFID II artikkel 48 nr. 6. Se nærmere omtale i kapittel 6 og NOU 2017: 1 kapittel 3.3.2.

Til § 11-22 Direkte elektronisk tilgang

Bestemmelsen er ny og angir hvilke krav regulert marked skal stille til sine medlemmer som tilbyr direkte elektronisk tilgang til sine kunder, jf. MiFID II artikkel 48 nr. 7. Henvisningen i *første ledd nr. 1* til tillatelse etter direktiver skal for norske foretak leses som tillatelse etter det norske gjennomføringsregelverket for disse direktivene. Det vises til omtale i kapittel 6 og NOU 2017: 1 kapittel 3.3.2.

Til § 11-23 Samlokaliseringstjenester og avgiftsstruktur

Bestemmelsen er ny og stiller krav til at regulert marked har transparente, rettferdige og ikke-diskriminerende regler om samlokalisering og avgiftsstruktur, jf. MiFID II artikkel 48 nr. 8 og 9. Det vises til omtale i NOU 2017: 1 kapittel 3.3.2.

Til § 11-24 Minste tillatte kursendring

Bestemmelsen er ny og stiller krav til minste tillatte kursendring (tick sizes) for nærmere angitte finansielle instrumenter, og til hvordan regulert marked skal fastsette minste tillatte kursendring, jf. MiFID II artikkel 49.

Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 3.3.2.

Til § 11-25 Synkronisering

Bestemmelsen er ny og stiller krav til klokker som benyttes av regulert marked og deres medlemmer for å registrere tidspunkt for hendelser som omfattes av rapporteringsplikt, jf. MiFID II artikkel 50. Bestemmelsen er omhandlet i NOU 2017: 1 kapittel 3.3.2.

Til § 11-26 Transaksjonsrapportering på vegne av verdipapirforetak

Bestemmelsen er ny og stiller krav til regulert marked som rapporterer transaksjoner på vegne av verdipapirforetak og gjennomfører MiFIR artikkel 26 nr. 7 femte ledd. Det vises til omtale i kapittel NOU 2017: 1 kapittel 3.3.2.

Til § 12-1 Virksomhetsbegrensninger

Bestemmelsen viderefører børsloven § 23. Se nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 3.3.3.

Til § 12-2 Opptak til handel av finansielle instrumenter mv.

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 51 og er materielt en videreføring av børsloven § 24.

Syvende ledd er endret ved at tilsvarende opplysningsplikt som gjelder for utstedere og deres ansatte og tillitsvalgte overfor markedsoperatøren, også pålegges andre som regelmessig utfører ledelsesfunksjoner for utstederen. Dette vil typisk kunne være såkalte management-selskaper.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel NOU 2017: 1 kapittel 3.3.4.

Til § 12-3 Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter

Gjeldende bestemmelse om suspensjon i børsloven § 25 videreføres i det vesentlige. Kriteriet «særlige grunner» som alternativt grunnlag for strykning for handelsplassen videreføres ikke da vilkåret ikke er ansett å ha betydning utover øvrig deler av bestemmelsen, og gjeldende praksis knyttet til bestemmelsen anses relevant også etter endringen.

Nye bestemmelse i MiFID II artikkel 52 nr. 2 om strykning av derivatinstrumenter som har det aktuelle finansielle instrument som underliggende gjennomføres i *annet ledd.*

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 7.3.5 og i NOU 2017: 1 kapittel 3.3.5.

Til § 12-4 Medlemskap på regulert marked

Bestemmelsen viderefører børsloven § 26 og gjennomfører MiFID II artikkel 53. Det er gjort enkelte språklige endringer i bestemmelsen, uten at dette er ment å innebære materielle endringer. Gjeldende § 26 tredje ledd annet punktum foreslås ikke videreført, da dette er en særnorsk bestemmelse. Videre er tredje ledd bokstav d) (nå nr. 4) endret for å få frem at regulert marked skal ta hensyn til de ulike finansieringsordningene som det regulerte markedet har innført for å garantere for riktig oppgjør av transaksjoner ved vurderingen av om en person har tilstrekkelige finansielle ressurser til å være egnet som medlem. Endringen er ikke ment å innebære materielle endringer i bestemmelsen.

Etter *syvende ledd* skal regulert marked regelmessig sende en liste over handelsplassens medlemmer til Finanstilsynet. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 53 nr. 7 og fulgte også av MiFID I.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.3.6.

Til § 12-5 Markedsovervåkning

Bestemmelsen viderefører i det vesentlige børsloven § 27 og gjennomfører MiFID II artikkel 54.

Plikten til markedsovervåkning er utvidet til å gjelde ordreinnleggelser og kanselleringer, i tillegg til transaksjonene. Overvåkningen skal innrettes med sikte på å avdekke markedsforstyrrelser i handelssystemet. Videre skal regulert marked ha nødvendige ressurser for å sikre slik oppfølging. Disse endringene er reflektert ordlyden i *første ledd.*

Annet ledd er endret slik at det også skal gis melding til Finanstilsynet ved forstyrrelser i handelssystemet knyttet til et finansielt instrument.

Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.3.7.

Til § 12-6 Valg av oppgjørssystem

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 37 nr. 2, og er ikke tidligere tatt inn i norsk rett. Bestemmelsen er omtalt NOU 2017: 1 kapittel 3.12.

Til § 12-7 Opptak til handel av finansielle instrumenter utstedt av et regulert marked

Bestemmelsen viderefører børsloven § 19, og er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.3.4.

Til § 12-8 Daglig mulkt

Bestemmelsen viderefører børsloven § 30 om regulert markeds adgang til å pålegge et foretak eller person daglig løpende mulkt dersom en person som er omfattet av opplysningsplikten etter forslaget § 12-2 syvende ledd eller § 12-4 åttende ledd ikke oppfyller slik plikt. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.3.4 og 3.3.6.

Til § 12-9 Overtredelsesgebyr

Bestemmelsen viderefører børsloven § 31 om overtredelsesgebyr. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.3.7.

Til § 12-10 Forvaltningslovens anvendelse på vedtak truffet av markedsoperatør

Bestemmelsen viderefører gjeldende børsforskriften § 3. Bestemmelsen er omtalt i kapittel NOU 2017: 1 kapittel 8.3.

Til § 12-11 Oppnevning av klagenemnd og kompetanse mv.

Bestemmelsen viderefører børsloven § 41 jf. børsforskriften § 3, jf. børsforskriften § 35. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 8.3.

Til § 12-12 Dekning av klagenemndens utgifter

Bestemmelsen viderefører børsloven § 42.

Til § 12-13 Søksmålsadgang

Bestemmelsen viderefører børsloven § 43.

Til §§ 13-1 til 13-6

Bestemmelsene viderefører børsloven §§ 33 til 39.

Det er innført skille mellom markedsoperatør og børsen. I § 13-1 *femte ledd* gis hjemmel til i å fastsette forskrift om hvilke bestemmelser etter loven som skal gjelde både markedsoperatøren og børs der disse er to ulike rettssubjekt.

Til § 14-1 Definisjoner av datarapporteringstjenester

Bestemmelsen definerer hvilke tjenester som anses som datarapporteringstjenester etter loven. Dette er godkjente offentliggjøringsordninger (approved publication arrangement – APA), konsolidert offentliggjøringssystem (consolidtated tape provider – CTP) og godkjent rapporteringsordning (approved reporting mechanism – ARM). Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt 52 til 54 og 63 og vedlegg I del D.

Se nærmere omtale i kapittel 7.8 og NOU 2017: 1 kapittel 3.10.

Til § 14-2 Tillatelse til å yte datarapporteringstjenester

Bestemmelsen er ny og gjennomfører MiFID II artikkel 59, 60 og 61 nr. 1. Dette er bestemmelser som regulerer kravene til selve tillatelsen til å yte datarapporteringstjenester. Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel NOU 2017: 1 kapittel 3.10.2.

Til § 14-3 Søknad om tillatelse

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 61 nr. 2 og 3 om krav til søknaden og saksbehandlingsfrist. Bestemmelsen er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.10.2.

Til § 14-4 Endring og tilbakekall av tillatelser

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 62. Bestemmelsen er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.10.2.

Til § 14-5 Krav til ledelsen i datarapporteringsforetak

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 63 og er i det vesentlige bygget opp som tilsvarende bestemmelse for regulerte markeder. Bestemmelsen er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.10.2.

Til § 14-6 Styrets oppgaver og ansvar

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 63 nr. 4 og viser til bestemmelsen i § 11-8 som gjelder for regulerte markeder. Bestemmelsen er omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.10.2.

Til § 14-7 Organisatoriske krav til godkjente offentliggjøringsordninger

Bestemmelsen er ny og gjennomfører MiFID II artikkel 64 om særlige krav til organisering for godkjente offentliggjøringsordninger (APA). Bestemmelsen er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.10.3.

Til § 14-8 Organisatoriske krav til konsoliderte offentliggjøringssystemer

Bestemmelsen er ny og gjennomfører MiFID II artikkel 65 om særlige krav til organisering for konsoliderte offentliggjøringssystemer (CTP). Bestemmelsen er nærmere omtalt i NOU 2017: 1 kapittel 3.10.4.

Til § 14-9 Organisatoriske krav til godkjente rapporteringsordninger

Bestemmelsen er ny og gjennomfører MiFID II artikkel 66 om særlige krav til organisering for godkjente rapporteringsordninger (ARM). Bestemmelsen er nærmere omtalt NOU 2017: 1 kapittel 3.10.5.

Til § 14-10 Virksomhet i Norge fra foretak med hovedsete i en annen EØS-stat

Bestemmelsen regulerer at datarapporteringtjenester kan ytes i Norge av foretak med hovedsete i en annen EØS-stat.

Til § 15-1 Fastsettelse av posisjonsgrenser

Første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr. 1 og 2 og angir at Finanstilsynet skal fastsette grenser for hvor stor nettoposisjon som kan holdes av fysiske og juridiske personer i et varederivat. Det skal fastsettes grenser for varederivater som handles på handelsplass og økonomisk likeverdige OTC-kontrakter.

Annet ledd gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr. 1 og fastslår at posisjonsgrensene skal etableres på konsernnivå.

Tredje ledd angir at det skal det tas utgangspunkt i en særskilt beregningsmetode som anvendes for hver enkelt varederivatkontrakt. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr. 4 første ledd som viser til beregningsmetoden etter MiFID II artikkel 57 nr. 3.

Fjerde ledd gjennomfører MiFID artikkel 57 nr. 4 annet ledd og fastslår at tilsynsmyndigheten skal vurdere, og eventuelt endre, posisjonsgrenser i nærme angitt situasjoner.

Femte ledd gjennomfører MiFID artikkel 57 nr. 13 og angir at Finanstilsynet i særlige tilfeller kan fastsette strengere posisjonsgrenser enn det som følger av beregningsmetoden etter tredje ledd med utfyllende forskrifter.

Sjette ledd angir hvilken tilsynsmyndighet som skal fastsette posisjonsgrenser for varederivater som handles på handelsplass i annet EØS-land og gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr. 4.

Syvende ledd angir sentral tilsynsmyndighet når samme varederivat handles i betydelig volum i flere EØS-land og gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr. 6.

Åttende ledd fastslår at ingen skal inneha posisjoner i varederivatkontrakter som overstiger posisjonsgrenser etablert av tilsynsmyndigheten etter første, sjette eller syvende ledd og i samsvar med MiFID II artikkel 57, med mindre annet særskilt fremgår. «I samsvar med» må i denne sammenhengen forstås å omfatte det relevante nasjonale gjennomføringsregelverket.

Niende ledd gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr. 1 annet ledd og regulerer at posisjonsgrenser på nærmere angitte vilkår, og etter søknad, ikke anvendes på posisjoner som innehas av eller på vegne av et ikke-finansielt foretak.

Se nærmere omtale i kapittel 8 og NOU 2017: 1 kapittel 4.4.2.

Til § 15-2 Kontroll av posisjonshåndtering

Bestemmelsen stiller krav til at verdipapirforetak og markedsoperatører som driver en handelsplass der det handles varederivater, skal foreta kontroll av posisjonshåndteringen på handelsplassen. Som ledd i denne kontrollen skal handelsplassen kunne overvåke enhver persons åpne posisjoner, innhente opplysninger mv. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr. 8.

Se nærmere omtale i kapittel 8 og NOU 2017: 1 kapittel 4.4.5.

Til § 15-3 Rapportering av posisjoner

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 58 om rapportering av posisjoner. Bestemmelsen omfatter rapportering av posisjoner i varederivater, utslippskvoter og derivater med utslippskvo-

ter som underliggende. Rapporteringsplikten retter seg mot handelsplasser som handler nevnte instrumenter, deres medlemmer eller kunder og verdipapirforetak.

Første ledd gjennomfører artikkel 58 nr. 1 om ukentlig rapportering. Forpliktelsen til å publisere de ukentlige rapportene etter første ledd gjelder kun dersom antall personer i kategoriene og deres åpne posisjoner overstiger visse terskelverdier. Terskelverdiene er nærmere angitt i kommisjonsforordning (EU) 2017/565 artikkel 83.

Annet ledd gjennomfører artikkel 58 nr. 2 om rapporteringsplikt for verdipapirforetaks handel i varederivater, utslippskvoter og derivater med slike som underliggende som handles på markedsplass, men der den konkrete handelen gjøres utenfor handelsplassen.

Tredje ledd gjennomfører MiFID II artikkel 58 nr. 3 om daglig rapportering fra medlemmer på regulerte markeder og MHF og kunder av OHF til verdipapirforetaket eller markedsoperatøren som driver handelsplassen

Fjerde og femte ledd gjennomfører MiFID II artikkel 58 nr. 4. Bestemmelsen gir nærmere regler om klassifisering.

Se nærmere omtale i kapittel 8 og NOU 2017: 1 kapittel 4.4.3

Til § 15-4 Opplysningsplikt og pålegg

Bestemmelsen regulerer Finanstilsynets hjemler knyttet til håndhevingen av posisjonsregimet. Reglene gjennomfører MiFID II artikkel 69 nr. 1 bokstav j), o) og p). Bestemmelsen er omhandlet i kapittel 8 og i NOU 2017: 1 kapittel 4.4.4.

Til § 15-5 Anvendelsesområde

Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 57 nr. 14.

Første ledd angir virkeområdet for Finanstilsynet myndighet etter § 15-4 om opplysningsplikt og pålegg og § 21-4 om overtredelsesgebyr.

Annet ledd fastslår at posisjonsgrenser etablert av tilsynsmyndighet etter § 15-1 i samsvar med direktiv 2014/65/EU artikkel 57 skal legges til grunn ved Finanstilsynets vedtak etter verdipapirhandelloven § 15-4 om opplysningsplikt og pålegg og verdipapirhandelloven § 21-4 om overtredelsesgebyr for overtredelse av verdipapirhandelloven § 15-1. I «samsvar med» må i denne sammenheng forstås å omfatte det relevante nasjonale gjennomføringsregelverket.

Bestemmelsen er nærmere omtalt i kapittel 8 og i NOU 2018: 1 kapittel 4.3.

Til 17-2 Nasjonal tilsynsmyndighet

Bestemmelsen viderefører § 13-2 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven.

Til 17-3 Taushetsplikt og utlevering av opplysninger

Bestemmelsen viderefører § 13-3 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven.

Til 17-6 Tillatelse fra tingretten og bistand fra politiet

Bestemmelsen viderefører § 13-6 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven.

Til 17-7 Tvangsfullbyrdelse

Bestemmelsen viderefører § 13-7 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven.

Til 18-1 Anvendelsesområde

Bestemmelsen viderefører § 14-1 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven, men slik at begrepet derivater endres, og derved implisitt også bestemmelsen om anvendelsesområdet for motregning som viser til definisjonen av derivater.

Til 18-2 Motregning

Bestemmelsen viderefører § 14-2 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven.

Til § 19-1 Tilsyn med handelen i finansielle instrumenter

Paragraf 19-1 viderefører gjeldende § 15-1, men slik at det fremgår at tilsyn også skal føres med regulerte markeder og markedsoperatører. Dette fremgikk før av børsloven § 44. I tillegg endres bestemmelsen slik at det fastsettes at Finanstilsynet har tilsyn med datarapporteringsforetak. Børsloven § 45 første ledd annet punktum er innarbeidet i § 19-1 fjerde ledd. Børsloven § 45 første punktum vil nå følge av § 19-2.

Til § 19-2 Opplysningsplikt

Paragraf 19-2 viderefører § 15-2, men slik at det i første ledd fremgår at opplysningsplikten overfor Finanstilsynet også gjelder for operatører av regulert marked og selskap i samme konsern. Dette fremgikk før av børsloven § 45 første ledd første punktum. I tillegg presiseres det at opplysnings-

plikten også gjelder for datarapporteringsforetak, som er nye foretak under tilsyn. For øvrig endres kun henvisningene til andre relevante bestemmelser.

Til § 19-3 Opplysningsplikt ved mistanke om innsidehandel mv.

Paragraf 19-3 viderefører § 15-3. I første ledd foretas det imidlertid en utvidelse av virkeområdet for reglene slik at opplysningsplikten for «enhver» vil omfatte brudd på reglene som gjelder for regulert marked og MiFIR. Endringen reflekterer at børsloven er innarbeidet i verdipapirhandelloven og at det er kommet til nye tilsynsområder, slik at det legges til rette for å føre et effektivt og konsistent tilsyn.

Til § 19-4 Opplysningsplikt overfor tilbudsmyndigheten

Paragraf 19-4 viderefører § 15-4 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven.

Til § 19-5 Bevissikring

Paragraf 19-5 viderefører § 15-5.

Til § 19-6 Finanstilsynets taushetsplikt

Paragraf 19-6 *første til tredje ledd* viderefører § 15-6 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven.

Paragraf 19-6 *fjerde ledd* er ny og gir regler om taushetsplikt for Finanstilsynet og departementets ansatte når det gjelder opplysninger om hvem som har varslet om overtredelser av lovgivningen om verdipapirhandel. Bestemmelsen gjennomfører MiFID II artikkel 73. Det legges til grunn at bestemmelsen ikke er til hinder for at opplysningene kan videreformidles til kompetente myndigheter i andre land mv., jf. at taushetsplikten gjelder overfor «uvedkommende». Taushetsplikten etter bestemmelsen supplerer reglene om taushetsplikt i forvaltningsloven og finanstilsynsloven mv. *Annet punktum* fastslår at taushetsplikten også gjelder overfor partene i saken og deres representanter.

Se nærmere omtale i kapittel 10 og NOU 2017: 1 kapittel 10.6.

Til § 19-7 Pålegg mv.

Paragraf 19-7 viderefører § 15-7 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven, samt tilpasninger som følge av at børsloven innarbeides i verdipapirhandelloven og slik at nye tilsynsenheter omfattes. Bestemmelsens *første ledd* utvides slik at Finanstilsynet kan pålegge markedsoperatører og datarapporteringsforetak retting dersom de opptrer i strid med egne regler og forretningsvilkår. Endringen er en konsekvens av at børsloven innarbeides i verdipapirhandelloven og at datarapporteringsforetak er nye foretak under tilsyn.

Til § 19-8 Klagenemnd

Bestemmelsen viderefører § 15-8 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven.

Til § 20-1 Opplysningsplikt

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 16-1 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven og presisering av at den gjelder både norsk agent og filial.

Se nærmere omtale i kapittel 9.

Til § 20-2 Kontroll med foretak med hovedsete i annen stat

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 16-2 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven og presisering av at den gjelder både norsk agent og filial.

Se nærmere omtale i kapittel 9.

Til § 20-3 Pålegg om retting m.m

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 16-3 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven.

Se nærmere omtale i kapittel 9.

Til § 20-4 Dokumentasjon fra norske filialer og tilknyttede agenter av foretak med hovedsete i annen EØS-stat

Bestemmelsen viderefører innholdet i § 9-11 første ledd nr. 7 siste punktum, men med en ordlyd som er justert i henhold til de nye bestemmelsene og presisering av at den gjelder både norsk agent og filial.

Se nærmere omtale i kapittel 9.

Til § 20-5 Tilsyn med foretak utenfor EØS

Bestemmelsen er ny og presiserer at Finanstilsynet fører tilsyn med filialer av foretak med hovedsete utenfor EØS-området.

Det vises til kapittel 9 og NOU 2017: 1 kapittel 7.2.3.

Til § 21-1 Daglig mulkt mv.

Bestemmelsen viderefører § 17-1 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven.

Til § 21-2 Vinningsavståelse

Bestemmelsen viderefører i hovedsak § 17-2. I *første ledd* oppdateres henvisningene til andre bestemmelser i loven. Idet enkelte av bestemmelsene som kan sanksjoneres med vinningsavståelse har gjennomgått store forandringer, er det imidlertid ikke fullstendig korrespondanse med gjeldende regler. Dette gjelder bestemmelsene om god forretningsskikk i §§ 10-9 til 10-17 som er mer detaljerte og omfattende enn gjeldende bestemmelse.

Se nærmere omtale i kapittel 10 og NOU 2017: 1 kapittel 10.

Til § 21-3 Straff

Bestemmelsen viderefører i § 17-3, men oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven. Idet enkelte av bestemmelsene som kan sanksjoneres med straff har gjennomgått store forandringer er det imidlertid ikke fullstendig korrespondanse med gjeldende regler. Dette gjelder bestemmelsene om god forretningsskikk i §§ 10-9 til 10-17 som er mer detaljerte og omfattende enn gjeldende bestemmelse. Straffebestemmelsene som står i børsloven innarbeides også i bestemmelsen her.

Se nærmere omtale i kapittel 10 og NOU 2017: 1 kapittel 10.

Til § 21-4 Overtredelsesgebyr

Bestemmelsen viderefører § 17-4 med oppdaterte henvisninger til andre bestemmelser i loven. Samtidig utvides adgangen til å ilegge overtredelsesgebyr til å omfatte plikten til å rapportere posisjoner etter § 15-3 samt plikten til lagring av ordreinformasjon og til rapportering av transaksjoner etter MiFIR artikkel 25- 27. Dette er nye forpliktelser etter gjennomføringen av MiFID II og MiFIR.

Se nærmere omtale i kapittel 10 og NOU 2017: 1 kapittel 10.

Til 22-2 Videreføring av tillatelser og forskrifter mv.

Overskriften foreslås endret for å reflektere at bestemmelsen har karakter av en videreføringsbestemmelsen mer enn en forutsetningsvis materielt kortvarig overgangsbestemmelse.

Første ledd opprettholder gjeldende regler om at tillatelse gitt etter lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel, videreføres, og foreslår at tilsvarende gjelder for tillatelser etter børsloven som nå oppheves. Det presiseres i loven at tillatelser gitt etter bestemmelser i gjeldende verdipapirhandellov som nå oppheves eller endres, videreføres. Dette har sammenheng med at endringene som foreslås i verdipapirhandelloven er av omfattende karakter, og endrer strukturen på loven sammenlignet med slik den så ut etter gjennomføringen av MiFID I. Det presiseres samtidig i loven at foretakene med tillatelse fra tidligere lover, må innrette sin virksomhet etter gjeldende regler.

Fjerde ledd opprettholder gjeldende regler om at forskrift etter lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel gjelder inntil noe annet er bestemt og gjør tilsvarende gjeldende for forskrifter etter børsloven og forskrifter med hjemmel i bestemmelser i verdipapirhandelloven som nå oppheves eller endres.

12.2 Til endringene i lov om finansforetak og finanskonsern (finansforetaksloven)

Til § 2-7 Konsesjon som bank

Det presiseres i bestemmelsens *bokstav c* at banker skal søke konsesjon etter finansforetaksloven dersom de skal yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet, samt tilby tilknyttede tjenester.

Se nærmere omtale i kapittel 5.1.6 og NOU 2017: 1 kapittel 2.8.

Til § 2-8 Konsesjon som kredittforetak

Det presiseres i bestemmelsens *bokstav b* at kredittforetak skal søke konsesjon etter finansforetaksloven dersom de skal yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet, samt tilby tilknyttede tjenester.

Se nærmere omtale i kapittel 5.1.6

12.3 Til oppheving av lov om regulerte marked (børsloven)

Loven foreslås opphevet. Bestemmelsene foreslås i betydelig utstrekning videreført i verdipapirhandelloven med de endringer som følger av MiFID II og proposisjonen her.

Finansdepartementet

t i l r å r :

At Deres Majestet godkjenner og skriver under et framlagt forslag til proposisjon til Stortinget om endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsloven mv. (MiFID II og MiFIR).

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 oppheving av børsloven mv. i samsvar med et vedlagt forslag.

Forslag
til lov om endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsloven mv.

I

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

Del I overskriften skal lyde:

Del 1. Formål, virkeområde og sentrale definisjoner

Kapittel 1 skal lyde:

Kapittel 1. Formål og virkeområde

§ 1-1 *Lovens formål*

Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og å sikre investorbeskyttelse.

§ 1-2 *Lovens stedlige virkeområde*

Loven gjelder for virksomhet i Norge, med mindre noe annet er bestemt. Kongen avgjør i hvilken utstrekning loven skal gjøres gjeldende for Norges økonomiske sone og for Svalbard, Jan Mayen og bilandene.

§ 1-3 *Forskrifter*

Departementet kan i forskrift gi nærmere bestemmelser om verdipapirforetak, markedsoperatør, regulert marked, datarapporteringsforetak og markedsaktører for øvrig dersom dette i særlige tilfeller er nødvendig av hensyn til sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, beskyttelse av forbrukere eller Norges utenrikspolitiske interesser.

Kapittel 2 skal lyde:

Kapittel 2. Definisjoner

§ 2-1 *Investeringstjenester og investeringsvirksomhet*

(1) Med investeringstjenester og investeringsvirksomhet menes:

1. mottak og formidling av ordre knyttet til ett eller flere finansielle instrumenter,
2. utførelse av ordre på vegne av kunde,
3. omsetning av finansielle instrumenter for egen regning,
4. aktiv forvaltning,
5. investeringsrådgivning,
6. fulltegningsgaranti for finansielle instrumenter eller plassering av finansielle instrumenter med fulltegningsgaranti,
7. plassering av finansielle instrumenter der foretaket ikke avgir fulltegningsgaranti,
8. drift av en multilateral handelsfasilitet,
9. drift av en organisert handelsfasilitet.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 2-2 *Finansielle instrumenter*

(1) Med finansielle instrumenter menes:

1. omsettelige verdipapirer,
2. pengemarkedsinstrumenter,
3. andeler i innretning for kollektiv investering,
4. opsjoner, terminer, bytteavtaler, fremtidige renteavtaler og alle andre derivatkontrakter som gjelder verdipapirer, valutaer, renter, avkastning eller utslippskvoter, eller andre derivater, finansindekser eller finansielle mål som kan gjøres opp fysisk eller kontant,
5. opsjoner, terminer, bytteavtaler, forwardkontrakter og alle andre derivatkontrakter som gjelder varer og som må gjøres opp kontant, eller som kan gjøres opp kontant dersom en av partene ønsker det av en annen grunn enn mislighold eller annen hendelse som fører til heving av kontrakten,
6. opsjoner, terminer, bytteavtaler og alle andre derivatkontrakter som gjelder varer og som kan gjøres opp fysisk, forutsatt at de omsettes på et regulert marked, en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet, unntatt engroshandlede energiprodukter som handles på en organisert handelsfasilitet og må gjøres opp fysisk,
7. opsjoner, terminer, bytteavtaler, forwardkontrakter og alle andre derivatkontrakter som gjelder varer og har egenskaper som andre finansielle derivater, som kan gjøres opp fysisk dersom ikke annet er nevnt i nr. 6, og som ikke har et kommersielt formål,
8. derivater for overføring av kredittrisiko,
9. finansielle differansekontrakter,

10. opsjoner, terminer, bytteavtaler, fremtidige renteavtaler og alle andre derivatkontrakter som gjelder klimavariasjoner, fraktrater eller inflasjonsrater eller andre offisielle økonomiske statistikker, som må gjøres opp kontant eller kan gjøres opp kontant dersom en av partene ønsker det av en annen grunn enn mislighold eller en annen hendelse som fører til heving av kontrakten, samt alle andre derivatkontrakter som gjelder eiendeler, rettigheter, forpliktelser, indekser og mål som ikke ellers er nevnt i bestemmelsen her, og som har egenskaper som andre finansielle derivater, idet det blant annet tas hensyn til om de omsettes på et regulert marked, på en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet,
11. utslippskvoter etter klimakvoteloven.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 2-3 *Definisjoner knyttet til investeringstjenester og investeringsvirksomhet*

(1) Med utførelse av ordre på vegne av kunde menes inngåelse av avtaler om kjøp eller salg av finansielle instrumenter på vegne av kunder, herunder avtaler om salg av finansielle instrumenter på tidspunktet for utstedelsen når utsteder er verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen selv.

(2) Med omsetning av finansielle instrumenter for egen regning menes handel mot foretakets egen beholdning.

(3) Med aktiv forvaltning menes diskresjonær forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt.

(4) Med investeringsrådgivning menes personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner knyttet til bestemte finansielle instrumenter.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 2-4 *Definisjoner knyttet til finansielle instrumenter*

(1) Med omsettelige verdipapirer menes de klasser av verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, herunder:

1. aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, samt depotbevis for slike,
2. obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter, samt depotbevis for slike,
3. alle andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapirer, eller som gir rett til kontant oppgjør avregnet mot omsettelige verdipapirer, valutaer, rentesatser eller renteavkastning, varer eller andre indekser eller andre referanser.

(2) Med depotbevis menes verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, som representerer eierskap til verdipapirer utstedt av en utenlandsk utsteder, og som kan tas opp til handel på regulert marked og kan handles på selvstendig grunnlag.

(3) Med pengemarkedsinstrumenter menes de klasser av instrumenter som normalt omsettes i pengemarkedet, slik som statskasseveksler og innskuddsbevis, med unntak av betalingsmidler.

(4) Med børshandlede fond menes fond der minst én andels- eller aksjeklasse handles hele dagen på minst én handelsplass og med minst én prisstiller som treffer tiltak for å sikre at prisen på fondets andeler eller aksjer på handelsplassen ikke avviker betydelig fra deres netto andelsverdi og eventuelt fra deres veiledende netto andelsverdi.

(5) Med sertifikater menes finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirmarkedsforordningen artikkel 2 nr. 1 punkt 27.

(6) Med strukturerte finansielle produkter menes finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirmarkedsforordningen artikkel 2 nr. 1 punkt 28.

(7) Med derivater menes finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirmarkedsforordningen artikkel 2 nr. 1 punkt 29.

(8) Med varederivater menes finansielle instrumenter som nevnt i verdipapirmarkedsforordningen artikkel 2 nr. 1 punkt 30.

(9) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 2-5 *Nærstående*

Som noens nærstående menes:

1. ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
2. mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt i nr. 1 som vedkommende bor sammen med,
3. selskap innen samme konsern som vedkommende,
4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd,
5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.

§ 2-6 *Tilknyttede tjenester*

(1) Med tilknyttede tjenester menes:

1. oppbevaring og administrasjon av finansielle instrumenter på kunders vegne, inkludert forvaltning av kontanter og sikkerhetstillelse, samt andre forvaltningstjenester. Dette omfatter ikke virksomhet som består i levering og vedlikehold av verdipapirkontoer som etter avsnitt A punkt 2 i vedlegg til forordning (EU) nr. 909/2014,
2. yting av kreditt til en investor som foretar transaksjoner i finansielle instrumenter, når foretaket som yter kreditten er involvert i transaksjonen,
3. rådgivning om foretaks kapitalstruktur, industrielle strategi og beslektede spørsmål, samt rådgivning og tjenester i forbindelse med fusjoner og oppkjøp av foretak,
4. tjenester i tilknytning til valutavirksomhet når dette skjer i forbindelse med ytelse av investeringstjenester,
5. utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger, finansielle analyser og andre former for generelle anbefalinger vedrørende transaksjoner i finansielle instrumenter,
6. tjenester i tilknytning til fulltegningsgaranti,
7. tjenester i tilknytning til underliggende til derivater og varederivater som definert i § 2-4 nr. 7 og 8, når disse tjenestene har sammenheng med investeringstjenester eller tilknyttede tjenester.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 2-7 *Definisjoner knyttet til foretak, handelsplasser mv.*

(1) Med verdipapirforetak menes et foretak som yter en eller flere investeringstjenester overfor tredjepersoner eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis.

(2) Med kredittinstitusjon menes et foretak som nevnt i finansforetaksloven § 1-5 fjerde ledd.

(3) Med markedsoperatør menes den som organiserer eller driver et regulert marked og kan være det regulerte markedet selv.

(4) Med regulert marked menes et multilateralt system som regelmessig legger til rette for kobling i systemet av flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på markedet, i samsvar med objektive handelsregler fastsatt av markedet selv og kravene fastsatt i denne lov med forskrifter, slik at det kan inngås bindende handel.

(5) Med multilateral handelsfasilitet eller MFH menes et multilateralt system som legger til rette for kobling i systemet av flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter i samsvar med objektive handelsregler, slik at det kan inngås bindende handel.

(6) Med organisert handelsfasilitet eller OHF menes et multilateralt system som ikke er et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet, der flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter eller derivater kan samvirke slik at det kan inngås bindende handel.

(7) Med børs menes regulert marked med tillatelse etter § 13-1.

(8) Med handelsplass menes et regulert marked, en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet.

(9) Med multilateralt system menes et system der flere tredjeparters kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter kan samvirke i systemet.

(10) Med systematisk internaliserer menes et verdipapirforetak som på organisert, regelmessig og systematisk måte og i et betydelig omfang, handler for egen regning ved utførelse av kundeordre utenfor handelsplass uten å drive et multilateralt system. Om handelen er regelmessig og systematisk vurderes ut fra antall handler verdipapirforetaket utfører for egen regning utenfor handelsplass. Om omfanget er betydelig vurderes ut fra enten størrelsen på handelen verdipapirforetaket utfører utenfor handelsplass sammenlignet med verdipapirforetakets totale handel i det enkelte finansielle instrumentet, eller ut fra størrelsen på handelen utført av verdipapirforetaket utenfor handelsplass sammenlignet med den totale handelen i EØS i det enkelte finansielle instrumentet. Verdipapirforetak kan velge å registrere seg som systematisk internaliserer selv om det ikke tilfredsstiller kriteriene i denne bestemmelsen.

(11) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 2-8 *Andre definisjoner*

(1) Med strukturerte innskudd menes innskudd hvor hovedstolen skal tilbakebetales i sin helhet ved forfall og hvor avkastningen kan avhenge av:

1. en indeks eller en kombinasjon av indekser som ikke i sin helhet er knyttet til en renteindeks,
2. et finansielt instrument eller en kombinasjon av finansielle instrumenter,

3. en vare eller en kombinasjon av varer eller andre fysiske eller ikke-fysiske eiendeler, eller
4. en valuta eller en kombinasjon av valutaer.

(2) Med prisstiller menes person som på kontinuerlig grunnlag tilbyr kjøp eller salg av finansielle instrumenter for egen regning, til priser som personen selv fastsetter.

(3) Med tilknyttet agent menes fysisk eller juridisk person som på bare ett verdipapirforetaks ansvar og regning, markedsfører investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, skaffer oppdrag, mottar og formidler instruksjoner eller ordrer i relasjon til investeringstjenester eller finansielle instrumenter, plasserer finansielle instrumenter eller gir råd om slike finansielle instrumenter eller tjenester, jf. § 10-22.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her, herunder definisjoner av andre relevante uttrykk i loven eller forskrifter til loven.

Kapittel 8 skal lyde:

Kapittel 8. Gjennomføring av verdipapirmarkedsforordningen

§ 8-1 *Gjennomføring av europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/2014*

(1) EØS-avtalen vedlegg IX….(forordning (EU) nr. 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter (verdipapirmarkedsforordningen)) som endret ved forordning (EU) nr. 1033/2016 gjelder som lov med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(2) Når det i loven her vises til verdipapirmarkedsforordningen, menes forordningen slik den er gjennomført i første ledd.

(3) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her og i forskrift gjøre endringer i, herunder fastsette unntak fra, bestemmelsene gjennomført i første ledd til gjennomføring av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.

Kapittel 9 og 10 skal lyde:

Kapittel 9. Søknad om og vilkår for tillatelse

I. Søknad, saksbehandlingsregler og tilbakekall

§ 9-1 *Tillatelse til å yte investeringstjenester og investeringsvirksomhet samt tilknyttede tjenester*

(1) Investeringstjenester som ytes overfor tredjepersoner, og investeringsvirksomhet som drives på forretningsmessig basis, kan bare utøves av verdipapirforetak som har tillatelse til dette fra Finanstilsynet, og av kredittinstitusjoner som har tillatelse til å yte slike tjenester og drive slik virksomhet etter finansforetaksloven. I tillatelsen skal det angis hvilke investeringstjenester og tilknyttede tjenester foretaket kan yte. Verdipapirforetaket skal søke Finanstilsynet om godkjenning før det tilbyr tilknyttede tjenester utover det som fremgår av tillatelsen.

(2) Tillatelse etter første ledd skal bare gis der konsesjonsmyndigheten anser at vilkårene for å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet i §§ 9-9 til 9-25 og §§ 9-38 til 9-48 er oppfylt, og der organiseringen av foretaket og forholdet til nære forbindelser er av en slik art at det kan gjennomføres et effektivt og betryggende tilsyn med verdipapirforetaket. Med nære forbindelser menes et forhold som definert i finanstilsynsloven § 3 a annet ledd med tilhørende forskriftsbestemmelser.

(3) Tjenester som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1 til 7 som ytes på forretningsmessig basis i forbindelse med andeler i selskap som definert i selskapsloven § 1-2 første ledd bokstav a, b, c og e og andeler i tilsvarende utenlandske selskaper, kan bare ytes av foretak som har tillatelse til å yte tilsvarende investeringstjenester etter første ledd.

(4) Bestemmelsene i kapittel 9 og 10 og forskrifter gitt i medhold av disse, med unntak av §§ 9-32 og 9-33, gjelder tilsvarende ved yting av tjenester som nevnt i tredje ledd.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-2 *Systematisk internalisering*

(1) Verdipapirforetak skal gi melding til Finanstilsynet ved oppstart eller opphør av systematisk internalisering.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-3 *Unntak fra krav om tillatelse*

(1) Kravet om tillatelse i § 9-1 og de øvrige bestemmelsene i kapittel 9 og 10 gjelder ikke for:

1. Norges Bank,
2. Folketrygdfondet,
3. offentlige myndigheter som forvalter offentlig gjeld, samt institusjoner som er opprettet av to eller flere EØS-stater for å yte finansiell bistand til medlemmer med betydelige økonomiske problemer,
4. forvaltningsselskaper for verdipapirfond,
5. forsikringsselskaper,
6. pensjonskasser,
7. depotmottakere for verdipapirfond, pensjonskasser og alternative investeringsfond,

8. foretak med tillatelse til å drive virksomhet som opsjonssentral, oppgjørssentral eller verdipapirregister,
9. forvaltere av alternative investeringsfond.

(2) Første ledd gjelder tilsvarende for:

1. den som yter investeringstjenester ved enkelte anledninger som ledd i annen lovregulert eller selvregulert yrkesvirksomhet,
2. den som bare yter investeringstjenester overfor selskap innen samme konsern,
3. den som bare yter investeringstjenester som ledd i forvaltning av en ordning for arbeidstakeres eierandeler,
4. den som bare yter investeringstjenester som nevnt i nr. 2 og 3,
5. den som bare driver investeringsrådgivning under utøvelsen av annen yrkesvirksomhet, forutsatt at det ikke ytes særskilt vederlag for investeringsrådgivningen,
6. den som ikke yter andre investeringstjenester eller driver annen investeringsvirksomhet enn handel for egen regning i finansielle instrumenter som ikke er varederivater, utslippskvoter eller derivater på slike. Kravet om tillatelse etter § 9-1 og de øvrige bestemmelsene i kapittel 9 og 10 gjelder likevel hvis foretaket:
   a) er prisstiller,
   b) er medlem eller deltaker på et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet, eller har direkte elektronisk tilgang til en handelsplass, jf. § 9-22, med mindre det dreier seg om et ikke-finansielt foretak som utfører transaksjoner på en handelsplass som på en objektivt målbar måte reduserer risiko direkte relatert til forretningsvirksomheten eller likviditetsfinansieringen til foretaket eller foretak i samme konsern,
   c) driver med høyfrekvent algoritmehandel, jf. § 9-22, eller
   d) handler for egen regning ved utførelse av kundeordre,
7. (i) den som handler for egen regning, herunder prisstillere, i varederivater eller utslippskvoter eller derivater på slike, unntatt personer som handler for egen regning når de utfører kundeordrer,

   eller

   (ii) den som yter investeringstjenester, unntatt handel for egen regning, i varederivater eller utslippskvoter eller derivater på slike, til kundene eller leverandørene av sin hovedvirksomhet,

   forutsatt:

   a) at dette for hvert av disse tilfellene, på individuelt nivå og på samlet nivå, er en tilknyttet virksomhet til deres hovedvirksomhet på konsernplan, og at hovedvirksomheten ikke er å anse som yting av investeringstjenester etter direktiv 2014/65/EU eller bankvirksomhet etter direktiv 2013/36/EU eller å opptre som prisstiller i forbindelse med varederivater,
   b) at disse personene ikke driver med høyfrekvent algoritmehandel, jf. § 9-22, og
   c) at disse personene hvert år underretter Finanstilsynet om at de benytter dette unntaket, og på anmodning opplyser Finstilsynet om grunnlaget for at de anser at deres virksomhet etter (i) og (ii) er en tilknyttet virksomhet til deres hovedvirksomhet,
8. den som er operatør av overføringsnett som definert i artikkel 2 nr. 4 i direktiv 2009/72/EF eller artikkel 2 nr. 4 i direktiv 2009/73/EF når operatøren utfører sine oppgaver, og enhver person som opptrer som tjenesteyter på operatørens vegne med sikte på å utføre operatørens oppgaver, etter disse direktivene eller etter forordning (EF) nr. 714/2009 eller forordning (EF) nr. 715/2009, eller etter regler eller retningslinjer vedtatt i henhold til dette regelverket, og enhver operatør eller forvalter av et energibalanseringssystem, et rørledningsnett eller et system for å opprettholde balansen mellom tilbudet av og etterspørselen etter energi. Dette unntaket fra kravet etter § 9-1 første ledd og de øvrige bestemmelsene i kapittel 9 og 10 får bare anvendelse på personer når de driver investeringsvirksomhet eller yter investeringstjenester i forbindelse med varederivater for å utføre oppgaver som nevnt i første punktum. Kravet om tillatelse i § 9-1 og de øvrige bestemmelsene i kapittel 9 og 10 gjelder likevel ved drift av et annenhåndsmarked, herunder en plattform for handel med finansielle overføringsrettigheter på annenhåndsmarkeder,
9. den som er kvotepliktig etter klimakvoteloven, og som ikke yter andre investeringstjenester eller driver annen investeringsvirksomhet enn handel for egen regning i utslippskvoter, med mindre den kvotepliktige utfører kundeordre eller driver med høyfrekvent algoritmehandel, jf. § 9-22,
10. den som bare yter tjenester som nevnt i § 9-1 tredje ledd overfor kunder som påtar seg et samlet forpliktet investeringsbeløp som minst svarer til 5 000 000 kroner, eller overfor profesjonelle kunder som nevnt i § 10-6.

(3) Bestemmelsene i § 9-23 om algoritmehandel, § 9-24 om direkte elektronisk tilgang og § 9-25 om alminnelig clearingmedlem gjelder likevel for medlemmer eller deltakere på et regulert marked eller en multilateral handelsfasilitet som er omfattet av unntakene i første ledd nr. 4, 5, 6 eller 9, eller annet ledd nr. 7 eller 9.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-4 *Lovens anvendelse for kredittinstitusjoner*

(1) Følgende bestemmelser gjelder ikke for kredittinstitusjoner som har tillatelse til å yte en eller flere investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet:

1. § 9-6, § 9-7, § 9-9, § 9-10, § 9-11 annet ledd nr. 1 til 5 og §§ 9-12 til 9-15,
2. § 9-18 annet ledd annet punktum,
3. § 9-32 annet og tredje ledd og § 9-33 annet og tredje ledd,
4. §§ 9-39 til 9-49,
5. § 20-2.

(2) § 9-38 gjelder ikke for kredittinstitusjoner som er bank, og som kun yter investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 1 og nr. 5, dersom banken er medlem av Bankenes sikringsfond og ikke håndterer kunders finansielle instrumenter eller midler utenom å formidle oppgjør.

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

§ 9-5 *Lovens anvendelse ved salg og rådgivning knyttet til strukturerte innskudd*

(1) Følgende bestemmelser og forskrifter gitt i medhold av disse skal gjelde for verdipapirforetak og kredittinstitusjoner når de selger eller gir råd til kunder om strukturerte innskudd:

1. § 9-11, § 9-16 første ledd nr. 1, 2, 6 og 8, § 9-19 og § 9-38,
2. §§ 10-2 til 10-18 og §§ 10-21 til 10-23,
3. Kapittel 19 til 21

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-6 *Søknad om tillatelse*

(1) I søknad om tillatelse skal det opplyses om hvilke av tjenestene som nevnt i § 2-1 foretaket skal yte. Søknaden skal også inneholde opplysninger som viser at de lovbestemte kravene i kapittel 9 og 10 er oppfylt, og andre opplysninger av betydning for vurderingen av om tillatelse skal gis. Konsesjonsmyndighetene kan be om ytterligere opplysninger.

(2) Foretakets vedtekter, driftsplan og interne rutiner for organisering som nevnt i § 9-16 til § 9-19 skal være vedlagt søknaden.

(3) Tillatelse kan bare gis etter samråd med myndighetene i annen EØS-stat dersom søkeren er:

1. datterforetak av et verdipapirforetak eller en kredittinstitusjon med tillatelse i en annen EØS-stat,
2. datterforetak av et hovedforetak for et annet verdipapirforetak eller en kredittinstitusjon med tillatelse i en annen EØS-stat, eller
3. kontrollert av de samme fysiske eller juridiske personer som kontrollerer et verdipapirforetak med tillatelse i en annen EØS-stat.

(4) Vedtak om tillatelse skal meddeles søkeren snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder de opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunktet slike opplysninger ble mottatt.

(5) Verdipapirforetaket kan starte sin virksomhet umiddelbart etter at tillatelse er gitt.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-7 *Endring og tilbakekall av tillatelse*

(1) Finanstilsynet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet dersom verdipapirforetaket:

1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet i mer enn seks måneder,
2. har fått tillatelsen ved bruk av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. ikke lenger oppfyller vilkårene for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital,
4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, slik at det er grunn til å frykte at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet, eller
5. ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 19-7.

(2) Første ledd gjelder tilsvarende for tillatelse gitt i medhold av § 9-8.

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

§ 9-8 *Markedsoperatørers adgang til å drive multilateral handelsfasilitet eller organisert handelsfasilitet*

Departementet kan gi markedsoperatør tillatelse til å drive en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet dersom operatøren oppfyller kravene i loven her.

II. Vilkår for tillatelse

§ 9-9 *Organisasjonsform*

(1) Tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet kan gis til aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.

(2) Selskapet skal ha forretningskontor og hovedkontor i Norge.

(3) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her og i forskrift gjøre unntak fra kravet til foretaksform i første ledd, og kan i tilfelle fastsette nærmere regler om organisering av virksomheten mv.

§ 9-10 *Krav til ledelsen av foretaket*

(1) Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av et verdipapirforetak, skal til enhver tid ha tilstrekkelige kvalifikasjoner og erfaring, ha ført en hederlig vandel og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig atferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på en forsvarlig måte. Personer som nevnt i første punktum skal fremlegge ordinær politiattest etter politiregisterloven § 40.

(2) Personer som nevnt i første ledd skal sette av tilstrekkelig tid til å utføre sine oppgaver i verdipapirforetaket. Ved vurderingen av hvor mange verv og stillinger en person kan ha i tillegg til vervet eller stillingen i verdipapirforetaket, skal det tas hensyn til individuelle forhold og arten, omfanget og kompleksiteten av verdipapirforetakets virksomhet.

(3) Personer som nevnt i første ledd i et verdipapirforetak som er å anse som vesentlig vurdert ut fra størrelse og virksomhetens art, omfang og kompleksitet, kan kun inneha én av følgende kombinasjoner av stillinger og verv samtidig:

1. én stilling som daglig leder kombinert med to styreverv,
2. fire styreverv.

(4) Stilling eller verv i organisasjoner som ikke hovedsakelig har kommersielle formål, regnes ikke med etter tredje ledd. Stilling som daglig leder eller styreverv i foretak innenfor samme konsern, eller i foretak som er medlemmer av samme sikringsordning, forutsatt at vilkårene i artikkel 113 nr. 7 i forordning (EU) nr. 575/2013 er oppfylt, eller foretak hvor verdipapirforetaket eier en kvalifisert eierandel, jf. § 9-12, regnes som én stilling eller ett verv. Finanstilsynet kan gi tillatelse til at personer som nevnt i tredje ledd kan inneha ytterligere ett styreverv. Tredje ledd gjelder ikke for personer som representerer den norske stat.

(5) Foretakets styre skal samlet ha bred erfaring og tilstrekkelig kunnskap og kompetanse til å kunne forstå foretakets virksomhet, herunder de største risikofaktorene som er forbundet med virksomheten.

(6) Styremedlemmer skal utvise hederlighet, integritet og uavhengighet for effektivt å kunne vurdere og føre tilsyn med, og ved behov utfordre, beslutningene som treffes av foretakets daglige ledelse. Styret, daglig leder eller andre som faktisk deltar i ledelsen kan under enhver omstendighet ikke være til skade for en effektiv, sunn og fornuftig ledelse av foretaket eller for markedets integritet.

(7) Verdipapirforetak skal sette av tilstrekkelige ressurser til opplæring av personer som nevnt i første ledd.

(8) Verdipapirforetak skal sikre en tilstrekkelig bredde av kvalifikasjoner og kompetanse ved rekruttering av personer som nevnt i første ledd, og skal fastsette retningslinjer for å fremme mangfold ved slik rekruttering.

(9) Verdipapirforetak skal gi Finanstilsynet melding ved endring av styrets sammensetning og ved skifte av daglig leder eller andre som faktisk deltar i ledelsen av virksomheten. Verdipapirforetaket skal fremlegge alle opplysninger som er nødvendige for å vurdere om verdipapirforetaket oppfyller kravene i bestemmelsen her og § 9-11.

(10) Den faktiske ledelsen av et verdipapirforetak skal forestås av minst to personer som oppfyller kravene i første og annet ledd. Finanstilsynet kan ved forskrift eller enkeltvedtak gjøre unntak fra kravet i første punktum.

(11) Styreleder kan ikke være daglig leder i foretaket, med mindre dette er tilfredsstillende begrunnet av foretaket og godkjent av Finanstilsynet.

(12) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-11 *Styrets oppgaver og ansvar*

(1) Styret har det overordnede ansvar for forvaltningen av verdipapirforetaket og skal føre tilsyn med foretakets virksomhet. Styret skal sørge for at foretaket organiseres og ledes på en effektiv og fornuftig måte, herunder på en måte som forhindrer interessekonflikter, og som fremmer markedets integritet og kundenes interesser.

(2) Følgende prinsipper skal legges til grunn for styrets forvaltning og tilsyn med verdipapirforetaket:

1. Styret skal fastlegge og føre tilsyn med gjennomføringen av foretakets strategiske mål, risikostrategi og overordnede styrings- og kontrollordninger.
2. Styret skal sikre at systemene for regnskapsføring og finansiell rapportering er robuste, innbyr til tillit og er i samsvar med lov, forskrift og relevante standarder.
3. Styret skal føre tilsyn med offentliggjørings- og kommunikasjonsprosesser.
4. Styret skal føre effektivt tilsyn med foretakets daglige ledelse.
5. Styret skal fastlegge og føre tilsyn med organiseringen av foretakets virksomhet, herunder ressursene, prosedyrene og systemene for foretakets virksomhetsutøvelse og tjenesteyting, samt kompetansekrav for ansatte, sett hen til arten, omfanget og kompleksiteten av foretakets virksomhet og de krav som stilles til foretaket.
6. Styret skal fastlegge og føre tilsyn med strategier for foretakets virksomhetsutøvelse og tjenesteyting, sett hen til foretakets risikotoleranse samt kundene og deres behov, og herunder gjennomføre stresstester ved behov.
7. Styret skal fastlegge og føre tilsyn med en godtgjøringsstrategi for ansatte som deltar i tjenesteyting til kunder, for å fremme ansvarlig forretningsførsel og rettferdig behandling av kunder, samt å unngå interessekonflikter.

(3) Styret skal overvåke og regelmessig vurdere hvor effektiv verdipapirforetakets organisering og ledelse er, samt vurdere egnetheten og gjennomføringen av foretakets strategiske mål og strategier for utøvelsen av foretakets virksomhet, herunder de tjenestene som ytes til foretakets kunder. Styret skal treffe egnede tiltak for å rette opp eventuelle mangler.

(4) Styremedlemmene skal ha tilstrekkelig tilgang til opplysninger og dokumenter som de trenger for å føre tilsyn med beslutninger som treffes av foretakets daglige ledelse.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

(6) Departementet kan fastsette forskrift om nominasjonskomité.

§ 9-12 *Eierforhold mv.*

(1) Den som er eier av kvalifisert eierandel i et verdipapirforetak, skal være egnet til å sikre en forsvarlig og betryggende forvaltning av foretaket.

(2) Med kvalifisert eierandel menes en eierandel som representerer ti prosent eller mer av kapitalen eller stemmene i verdipapirforetaket, eller som for øvrig gjør det mulig å utøve en vesentlig innflytelse i ledelsen av foretaket og dets virksomhet. Like med vedkommende eiers egne eierandeler regnes eierandeler som eies av eierens nærstående etter § 2-5.

(3) Ved beregning av kvalifisert eierandel omfattes ikke eierandeler eller stemmeretter som er overtatt av en kredittinstitusjon eller et verdipapirforetak som følge av at foretaket yter investeringstjenester eller investeringsvirksomhet som angitt i § 2-1 første ledd nr. 6, forutsatt at disse ikke brukes til å utøve innflytelse i foretaket og blir avhendet innen ett år etter overtagelsen.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-13 *Melding om erverv av eierandeler i verdipapirforetak mv.*

(1) Enhver fysisk eller juridisk person, eller slike personer som opptrer samordnet, som har besluttet direkte eller indirekte å erverve en kvalifisert eierandel i et verdipapirforetak, må sende skriftlig melding om dette til Finanstilsynet. Det samme gjelder direkte eller indirekte erverv som vil medføre at en kvalifisert eierandel økes slik at den vil utgjøre eller overstige henholdsvis 20, 30 eller 50 prosent av kapitalen eller stemmene i verdipapirforetaket, eller slik at eierandelen gir bestemmende innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 i verdipapirforetaket. § 9-12 tredje ledd gjelder tilsvarende.

(2) Erverv som omfattes av første ledd, kan bare gjennomføres etter at tillatelse er gitt av Finanstilsynet.

(3) Melding etter første ledd skal angi størrelsen på den eierandelen det tas sikte på å erverve, og informasjon som er nødvendig for å gjennomføre egnethetsvurdering etter § 9-15.

(4) Enhver som har besluttet å avhende en kvalifisert eierandel eller redusere den slik at eierandelen blir mindre enn en av grensene som nevnt i første ledd, skal gi skriftlig melding om dette til Finanstilsynet.

(5) Et verdipapirforetak skal uten ugrunnet opphold gi Finanstilsynet melding dersom det blir kjent med erverv som innebærer at noen er eller blir eier av kvalifiserte eierandeler i foretaket. Det samme gjelder erverv som innebærer at en eierandel vil utgjøre eller overstige de grensene som er angitt i første ledd. Meldeplikten gjelder også ved avhendelse av kvalifiserte eierandeler eller avhendelse som innebærer at grensene som angitt i første ledd nås eller passeres.

(6) Verdipapirforetak skal minst en gang i året oversende oversikt over eiere av kvalifiserte eierandeler til Finanstilsynet.

(7) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-14 *Saksbehandlingsfrister mv.*

(1) Finanstilsynet skal umiddelbart, og senest innen to virkedager etter å ha mottatt melding etter § 9-13 første ledd, skriftlig bekrefte mottaket overfor erververen. Det samme gjelder etter mottak av opplysninger som angitt i § 9-13 tredje ledd.

(2) Finanstilsynet skal vurdere meldingen innen 60 arbeidsdager, regnet fra det tidspunktet Finanstilsynet har bekreftet mottak av meldingen og opplysninger som angitt i § 9-13 tredje ledd. Ved bekreftelsen etter første ledd skal Finanstilsynet underrette den aktuelle erververen om når vurderingsperioden utløper.

(3) Dersom Finanstilsynet har fremsatt skriftlig krav om ytterligere opplysninger før det er gått 50 virkedager av vurderingsperioden, avbrytes fristen som angitt i annet ledd inntil svaret fra erververen er mottatt. Et slikt avbrudd skal ikke overstige 20 virkedager. Finanstilsynet kan be om flere opplysninger enn angitt i første punktum, men dette kan ikke føre til ytterligere avbrudd i vurderingsperioden.

(4) Finanstilsynet kan forlenge avbruddet som angitt i tredje ledd med inntil 30 virkedager dersom erververen er hjemmehørende eller underlagt lovgivning i en stat utenfor EØS, eller dersom erververen verken er underlagt tilsyn i medhold av verdipapirfondloven, finansforetaksloven eller denne loven.

(5) Dersom Finanstilsynet ikke skriftlig motsetter seg det planlagte ervervet innen utløpet av fristen etter annet ledd, jf. tredje og fjerde ledd, skal tilsynet anses å ha gitt tillatelse til erverv av den eierandelen som er angitt i meldingen til Finanstilsynet etter § 9-13 første ledd.

(6) Finanstilsynet kan sette frist for gjennomføring av ervervet.

(7) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-15 *Egnethetsvurdering ved erverv mv.*

(1) Ved avgjørelsen av om det skal gis tillatelse etter § 9-13 annet ledd, skal Finanstilsynet vurdere om erververen er egnet, og om ervervet av eierandelen er finansielt betryggende. Formålet er å sikre at verdipapirforetaket får en forsvarlig og betryggende ledelse, og det skal tas hensyn til erververs sannsynlige innflytelse på verdipapirforetaket. I vurderingen av ervervet skal Finanstilsynet ta i betraktning følgende forhold:

1. erververens omdømme,
2. omdømmet og erfaringen til personer som etter ervervet vil inngå i styret eller øvrig ledelse av verdipapirforetakets virksomhet,
3. erververens økonomiske soliditet, særlig tatt i betraktning de former for virksomhet som foretaket driver eller må antas å involvere seg i etter ervervet,
4. om verdipapirforetaket fortsatt vil være i stand til å oppfylle tilsynskrav som følger av denne loven og øvrig relevant finansregulering, særlig om konsernet foretaket vil inngå i etter ervervet, er organisert på en slik måte at det muliggjør effektivt tilsyn og effektiv utveksling av informasjon og fordeling av tilsynsoppgaver mellom berørte tilsynsmyndigheter, og
5. om det er grunn til å anta at det i forbindelse med ervervet foregår eller blir gjort forsøk på hvitvasking av penger eller finansiering av terrorvirksomhet, eller at ervervet vil øke risikoen for dette.

(2) Tillatelse etter § 9-13 annet ledd kan bare nektes dersom Finanstilsynet finner at det er rimelig grunnlag for tvil om erververens egnethet eller om ervervet av eierandelen er finansielt betryggende, jf. første ledd, eller dersom plikten til å gi melding ikke er oppfylt eller opplysninger fremlagt av erververen er ufullstendige eller uriktige.

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

§ 9-16 *Generelle krav til organisering av virksomheten*

(1) Verdipapirforetak skal innrette sin virksomhet på følgende måte:

1. Foretaket skal ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder som skal sikre at foretaket, dets ledere, ansatte og tilknyttede agenter etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrifter.
2. Foretaket skal være oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder, eller foretakets kunder seg imellom, begrenses til et minimum, jf. § 10-2.
3. Foretaket skal treffe rimelige tiltak som skal sikre kontinuitet og regelmessighet i investeringstjenestevirksomheten, herunder ha nødvendige systemer, ressurser og prosedyrer.
4. Foretaket skal treffe betryggende tiltak slik at operasjonell risiko begrenses til et minimum når det benytter seg av en tredjepart til å utføre operasjonelle funksjoner, jf. annet ledd.

5. Foretaket skal ha effektive kontroll- og sikkerhetsordninger for informasjonsbehandlingssystemer, gode administrasjons- og regnskapsrutiner, tilfredsstillende interne kontrollordninger og effektive prosedyrer for risikovurdering, samt stillingsinstrukser som særskilt regulerer ansvarsfordelingen mellom daglig leder og andre ledere av virksomheten.
6. Foretaket skal ha tilfredsstillende interne retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ledere, ansatte og tilknyttede agenter.
7. Foretaket skal ha systemer som sikrer pålitelig og korrekt informasjonsoverføring, og som sikrer at opplysningene til enhver tid behandles fortrolig, samt reduserer risikoen for dataforfalskning, informasjonslekkasje og annen ulovlig tilgang til informasjonen.
8. Foretaket skal sørge for dokumentasjon av alle investeringstjenester og all investeringsvirksomhet, herunder alle utførte transaksjoner, som skal være minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler Finanstilsynet har ansvar for, er overholdt. Slik dokumentasjon skal oppbevares i minst fem år, eller lengre tid dersom Finanstilsynet bestemmer det.
9. Foretaket skal ha interne instrukser for de ansattes adgang til å være medlem av styre, bedriftsforsamling eller foretaksforsamling eller ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd i selskaper. Slike instrukser skal også omfatte styremedlemmer som har slik innflytelse i verdipapirforetaket som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd. Tilsvarende instrukser skal utarbeides for tilfeller der det er gitt unntak etter § 10-4 annet ledd.
10. Foretaket skal ha retningslinjer og rutiner for beregning og utbetaling av resultatavhengig godtgjørelse.

(2) Verdipapirforetak som utkontrakterer funksjoner, kan ikke overlate viktige operasjonelle funksjoner til tredjepart dersom dette fører til at:

1. foretakets internkontroll og evne til å påse etterlevelsen av dets forpliktelser blir merkbart forringet, eller
2. Finanstilsynets mulighet for å føre tilsyn med virksomheten merkbart forringes eller vanskeliggjøres.

(3) Styret og daglig leder skal utarbeide interne retningslinjer og instrukser i samsvar med første ledd.

(4) Departementet kan ved forskrift fastsette nærmere regler om godtgjørelsesordninger i verdipapirforetak. Bestemmelsene i finansforetaksloven §§ 15-1 til 15-5 gjelder tilsvarende.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-17 *Telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon*

(1) Dokumentasjon etter § 9-16 første ledd nr. 8 skal omfatte opptak av alle telefonsamtaler og lagring av all elektronisk kommunikasjon i tilknytning til at det ytes investeringstjenester og utøves investeringsvirksomhet som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1 til 7. Dokumentasjonen skal også omfatte samtaler og kommunikasjon som er ment å føre til at det ytes investeringstjenester eller utøves investeringsvirksomhet.

(2) For å oppfylle kravene i første ledd skal verdipapirforetaket treffe alle rimelige tiltak for å ta opp og lagre relevante telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon som foretas med, sendes fra eller mottas av utstyr som verdipapirforetaket gjør tilgjengelig for en ansatt eller underleverandør, eller som verdipapirforetaket godtar eller tillater at en ansatt eller underleverandør bruker. Verdipapirforetaket skal også treffe alle rimelige tiltak for å hindre at en ansatt eller en underleverandør foretar, sender eller mottar relevante telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon på privateid utstyr som verdipapirforetaket ikke kan dokumentere eller kopiere.

(3) Verdipapirforetaket skal informere sine kunder om at telefonsamtaler eller elektronisk kommunikasjon mellom verdipapirforetaket og dets kunder vil bli tatt opp og lagret. Verdipapirforetaket kan ikke per telefon eller elektronisk kommunikasjon yte investeringstjenester til eller drive investeringsvirksomhet overfor kunder som ikke har fått informasjon etter første punktum. Slik informasjon kan gis én gang før investeringstjenester ytes eller investeringsvirksomhet utøves.

(4) Samtaler eller kommunikasjon som nevnt i første ledd som ikke gjennomføres via telefon eller elektronisk, skal dokumenteres i et varig medium. Slike samtaler fra personlige møter skal registreres i skriftlige protokoller eller notater.

(5) Dokumentasjonen etter denne bestemmelsen skal oppbevares i minst fem år, eller lengre tid dersom Finanstilsynet bestemmer det, og skal på anmodning gjøres tilgjengelig for den berørte kunden.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-18 *Kundemidler og sikkerhetsstillelse mv.*

(1) Verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundens finansielle instrumenter holdes atskilt fra foretakets finansielle instrumenter. Verdipapirforetak kan bare benytte kundens finansielle instrumenter for egen regning dersom kunden uttrykkelig har gitt samtykke til dette.

(2) Verdipapirforetak skal treffe betryggende tiltak slik at kundemidler holdes atskilt fra foretakets midler. Verdipapirforetak kan ikke benytte kundemidler for egen regning.

(3) Et verdipapirforetak skal ikke inngå avtaler med ikke-profesjonelle kunder om finansiell sikkerhetsstillelse i form av overdragelse av eiendomsrett med sikte på å sikre eller dekke kundens nåværende eller fremtidige forpliktelser.

(4) Departementet kan fastsette ytterligere krav til sikring av kundens finansielle instrumenter og kundemidler, samt fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-19 *Produkthåndtering*

(1) Verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter for salg til kunder, skal ha en hensiktsmessig prosess for godkjenning av det enkelte finansielle instrument og vesentlige endringer i et eksisterende finansielt instrument før det markedsføres eller distribueres til kunder. Som en del av godkjenningsprosessen for produktet skal foretaket identifisere en målgruppe av sluttkunder for det enkelte finansielle instrumentet, sikre at all relevant risiko for målgruppen er vurdert, og at det finansielle instrumentet og distribusjonsstrategien oppfyller kravene etter § 10-9 annet ledd.

(2) Verdipapirforetak skal også regelmessig gjennomgå de finansielle instrumentene som foretaket tilbyr eller markedsfører. Ved gjennomgangen skal verdipapirforetaket ta i betraktning hendelser som kan få vesentlig innvirkning på den potensielle risikoen for den identifiserte målgruppen, og vurdere om det finansielle instrumentet fortsatt er forenelig med målgruppens behov, og om foretakets distribusjonsstrategi fortsatt er hensiktsmessig.

(3) Verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter, skal gi eventuelle distributører tilgang til alle relevante opplysninger om det enkelte finansielle instrumentet og godkjenningsprosessen etter første ledd, herunder opplysninger om den identifiserte målgruppen.

(4) Dersom et verdipapirforetak tilbyr eller anbefaler finansielle instrumenter som det ikke selv har produsert, skal verdipapirforetaket ha egnede rutiner og systemer for å innhente opplysninger som nevnt i tredje ledd. Verdipapirforetaket skal sikre at relevante ansatte forstår egenskapene ved det enkelte finansielle instrumentet og den identifiserte målgruppen for instrumentet.

(5) Departementet kan gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-20 *Klagebehandling*

Departementet kan i forskrift gi regler om klagebehandling, herunder at verdipapirforetak skal være tilsluttet utenrettslig tvisteløsningsordning godkjent i medhold av lov.

§ 9-21 *Filial*

(1) Et verdipapirforetak skal gi melding til Finanstilsynet før det oppretter filial i Norge. Filialen skal ha en leder som oppfyller kravene i § 9-10 første ledd.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-22 *Definisjoner av algoritmehandel og direkte elektronisk tilgang*

(1) Med algoritmehandel menes handel med finansielle instrumenter der en dataalgoritme automatisk, med begrenset eller ingen menneskelig medvirkning, bestemmer individuelle parametere for en ordre, herunder om ordren skal legges inn, tidspunktet, prisen eller størrelsen på ordren, eller hvordan ordren skal håndteres etter at den er lagt inn. Begrepet omfatter ikke systemer som bare anvendes for å videresende ordrer til en eller flere handelsplasser for å behandle ordrer uten fastsettelse av handelsparametere, eller for å bekrefte ordrer eller behandle utførte transaksjoner etter at handelen er gjennomført.

(2) Med høyfrekvent algoritmehandel menes algoritmehandel som kjennetegnes av:

1. en infrastruktur som skal redusere latenstiden, herunder minst ett av følgende systemer for algoritmebasert registrering av ordrer: samlokalisering, nærhetsbaserte vertstjenester eller direkte elektronisk høyhastighetstilgang,
2. at systemet uten menneskelig medvirkning til den enkelte handel eller ordre tar beslutninger om ordren skal legges inn, om generering, videresending eller utførelse av ordren, og
3. store mengder ordrer, kvoteringer eller kanselleringer den enkelte handelsdag.

(3) Med direkte elektronisk tilgang menes en ordning der medlem, deltaker eller kunde på en handelsplass gir en person tillatelse til å bruke sin handelsidentitet slik at personen kan sende elek-

troniske ordrer knyttet til et finansielt instrument direkte til handelsplassen, herunder ordninger som innebærer at en person bruker medlemmets, deltakerens eller kundens infrastruktur, eller annet tilkoblingssystem stilt til disposisjon fra medlemmet, deltakeren eller kunden, for å overføre ordrene (direkte markedsadgang), og andre ordninger der en slik infrastruktur ikke brukes (sponset tilgang).

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-23 *Algoritmehandel*

(1) Verdipapirforetak som utfører algoritmehandel, skal ha effektive systemer og risikokontroller som er egnet for virksomheten, for å sikre at foretakets handelssystemer er robuste, har tilstrekkelig kapasitet og er underlagt hensiktsmessige terskler og grenser for handler. Slike systemer og kontroller skal også hindre at det sendes uriktige ordrer eller at systemene skaper eller bidrar til uro i markedet. Verdipapirforetaket skal også ha effektive systemer og risikokontroller som sikrer at handelssystemene ikke kan brukes til formål som er i strid med reglene i kapittel 3 eller med reglene til en handelsplass som foretaket er tilknyttet.

(2) Verdipapirforetak som utfører algoritmehandel, skal ha effektive beredskapsplaner og -systemer for å håndtere en eventuell svikt i dets handelssystemer og skal påse at systemet er fullt testet og tilfredsstillende overvåket slik at det oppfyller kravene i bestemmelsen her.

(3) Verdipapirforetak som utfører algoritmehandel, skal gi melding om dette til Finanstilsynet og den nasjonale tilsynsmyndigheten til handelsplassen der verdipapirforetaket er medlem eller deltaker og utfører algoritmehandel.

(4) Verdipapirforetaket skal dokumentere sine strategier for algoritmehandel, parametere og begrensninger for handelen, de viktigste kontrollmekanismene for regeletterlevelse og risikokontroll som er innført for å sikre at vilkårene i første ledd er oppfylt, samt informasjon om testingen av systemene. Dokumentasjonen skal skje på en slik måte at Finanstilsynet kan kontrollere at kravene i loven er oppfylt. Finanstilsynet kan til enhver tid be om at foretaket fremlegger denne dokumentasjonen og ytterligere opplysninger om foretakets algoritmehandel og systemene som anvendes for denne handelen.

(5) Verdipapirforetak som utfører høyfrekvent algoritmehandel, skal oppbevare nøyaktige og kronologiske opplysninger om alle plasserte ordrer, herunder kansellerte ordrer, utførte ordrer og priser stilt på handelsplasser i et godkjent format, og skal på anmodning gjøre opplysningene tilgjengelige for Finanstilsynet.

(6) Verdipapirforetak som utfører algoritmehandel som del av en prisstillerstrategi, skal, sett hen til det spesifikke markedets likviditet, omfang og art, samt egenskapene til instrumentet som det handles med, utføre denne prisstillingen kontinuerlig i en bestemt andel av handelsplassens åpningstid, unntatt under særlige omstendigheter, slik at handelsplassen tilføres likviditet på en regelmessig og forutsigbar måte. Verdipapirforetaket skal inngå en skriftlig avtale med handelsplassen, som minst fastsetter verdipapirforetakets forpliktelser etter første punktum, og skal ha effektive systemer og kontroller for å sikre at foretaket til enhver tid overholder sine forpliktelser etter avtalen.

(7) Verdipapirforetak anses å følge en prisstillersstrategi etter sjette ledd dersom foretaket handler for egen regning som medlem eller deltaker på en eller flere handelsplasser, og har en strategi som omfatter å stille bindende og samtidige kjøps- og salgskurser av sammenlignbar størrelse og til konkurransedyktige priser som relaterer seg til et eller flere finansielle instrumenter på en enkelt handelsplass eller på tvers av flere handelsplasser, slik at det samlede markedet regelmessig og hyppig tilføres likviditet.

(8) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-24 *Direkte elektronisk tilgang*

(1) Verdipapirforetak som tilbyr direkte elektronisk tilgang til en handelsplass, skal ha effektive systemer og kontroller som sikrer:

1. at egnetheten til kunder som gis tilgang, vurderes og kontrolleres på hensiktsmessig måte,
2. at kunder som gis tilgang, hindres i å overskride egnede forhåndsbestemte handels- og kredittgrenser,
3. at handel utført av kunder som anvender tjenesten, overvåkes på en hensiktsmessig måte, og
4. at egnede risikokontroller hindrer handel som kan skape risiko for verdipapirforetaket eller uro i markedet eller være i strid med reglene i kapittel 3 eller handelsplassens regler.

(2) Verdipapirforetak som tilbyr direkte elektronisk tilgang, skal sikre at kunder som gis slik tilgang, oppfyller handelsplassens regler og kravene i loven her med unntak av kapittel 3 til 8 og kapittel 13. Verdipapirforetaket skal overvåke transaksjonene for å kunne identifisere overtredelse av disse reglene, uordnede handelsforhold eller atferd som kan innebære markedsmisbruk

og som skal rapporteres til Finanstilsynet. Verdipapirforetaket skal sikre at det foreligger en skriftlig avtale med kunder som gis direkte elektronisk tilgang. Avtalen skal omfatte de viktigste rettigheter og forpliktelser som følger av tjenesteytelsen, og det skal fremgå at verdipapirforetaket ifølge avtalen forblir ansvarlig etter loven her.

(3) Et verdipapirforetak som tilbyr direkte elektronisk tilgang til en handelsplass, skal gi melding om dette til Finanstilsynet og tilsynsmyndigheten for handelsplassen der foretaket tilbyr direkte elektronisk tilgang.

(4) Verdipapirforetaket skal dokumentere systemene og kontrollene som beskrevet i denne bestemmelsen, og det skal dokumentere at disse er anvendt på en slik måte at Finanstilsynet kan kontrollere om kravene i loven er oppfylt. Finanstilsynet kan til enhver tid be om at foretaket fremlegger denne dokumentasjonen.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-25 *Alminnelig clearingmedlem*

(1) Verdipapirforetak som opptrer som et alminnelig clearingmedlem for kunde, skal ha effektive systemer og kontroller for å sikre at clearingtjenester bare tilbys til kunder som er egnede og oppfyller klart fastlagte kriterier, og at kundene pålegges hensiktsmessige krav for å redusere risikoen for verdipapirforetaket og markedet. Verdipapirforetaket skal sikre at det foreligger en skriftlig avtale med kunden om de viktigste rettighetene og forpliktelsene som gjelder clearingtjenesten.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

III. Særlige krav til multilaterale handelsfasiliteter og organiserte handelsfasiliteter

§ 9-26 *Handelsprosessen og gjennomføring av transaksjoner på multilaterale handelsfasiliteter og organiserte handelsfasiliteter*

(1) Operatøren av en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet skal:

1. ha klare regler og rutiner for rettferdig og ordnet handel, og fastlegge objektive kriterier for effektiv utførelse av ordrer, og ha ordninger for forsvarlig styring av den tekniske driften av fasiliteten, herunder beredskapsplaner og systemer for å håndtere risiko for systemforstyrrelser,
2. ha klare og offentliggjorte regler for hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet, og påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, sett hen til type bruker og type finansielt instrument,
3. ha klare og ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier om tilgang til fasiliteten,
4. ha ordninger for å kunne identifisere og håndtere potensielle negative virkninger for driften av fasiliteten eller for dens deltakere eller brukere, av eventuelle interessekonflikter mellom på den ene side fasiliteten, operatøren eller dens eiere og på den annen side en velfungerende fasilitet,
5. tilfredsstille kravene i §§ 11-19 til 11-24 og § 11-26, og ha alle nødvendige systemer, prosedyrer og ordninger for å gjøre dette,
6. tydelig informere sine deltakere om deres ansvar for oppgjør og sørge for at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av oppgjør av transaksjoner som er utført i handelssystemet på fasiliteten,
7. ha minst tre aktive brukere eller deltakere som kan delta i prisdannelsen,
8. umiddelbart etterkomme pålegg fra Finanstilsynet om å suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel, jf. § 9-30.

(2) Hvis et omsettelig verdipapir som er opptatt til handel på et regulert marked, omsettes på en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet uten utstederens samtykke, skal utstederen ikke underlegges informasjonsplikter som følge av omsetningen på fasiliteten.

(3) En multilateral handelsfasilitet og en organisert handelsfasilitet skal ved søknad om tillatelse gi Finanstilsynet en detaljert beskrivelse av hvordan fasiliteten fungerer, herunder enhver tilknytning til eller deltakelse fra et regulert marked, annen multilateral handelsfasilitet eller organisert handelsfasilitet eller en systematisk internaliserer som operatøren eier, og en liste over deres deltakere og brukere.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-27 *Særlige krav til multilaterale handelsfasiliteter*

(1) Operatøren av en multilateral handelsfasilitet skal ha ikke-diskresjonære handelsregler for utførelse av ordrer i fasilitetens systemer.

(2) Reglene i § 9-26 første ledd nr. 3 om tilgang til fasiliteten skal være i samsvar med § 12-4 tredje ledd.

(3) Operatøren av en multilateral handelsfasilitet skal:

1. treffe nødvendige tiltak for å håndtere risikoer fasiliteten er utsatt for, etablere hensiktsmessige ordninger og systemer for å identifisere

alle vesentlige risikoer for driften og ha effektive tiltak for å redusere risikoene,
2. sørge for at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner som er utført på fasilitetens systemer,
3. til enhver tid ha tilgang til tilstrekkelige finansielle ressurser for å legge til rette for en velfungerende fasilitet, sett hen til type og omfang av transaksjoner som utføres på fasiliteten, og type og omfang av risikoer fasiliteten er utsatt for.

(4) Kravene i §§ 10-9 til 10-18, § 10-19 tiende ledd, § 10-20 første ledd og § 10-21 gjelder ikke for transaksjoner som inngås mellom deltakerne av den multilaterale handelsfasiliteten, eller mellom fasiliteten og dens deltakere, etter fasilitetens regler og under anvendelse av fasilitetens systemer. Kravene i §§ 10-9 til 10-21 gjelder likevel overfor deltakernes kunder når de på vegne av kundene utfører ordre via den multilaterale handelsfasiliteten

(5) Operatøren av en multilateral handelsfasilitet kan ikke utføre ordre mot egen beholdning eller ved prinsipalmatchingshandel. Med prinsipalmatchingshandel menes en transaksjon der den som legger til rette for transaksjonen går imellom kjøperen og selgeren og utfører begge sidene av transaksjonen simultant uten å eksponere seg for markedsrisiko, og hvor transaksjonen er priset slik at vedkommende verken har tap eller fortjeneste ut over avtalt provisjon, gebyr eller avgift for transaksjonen.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-28 *Særlige krav til organiserte handelsfasiliteter*

(1) Operatøren av en organisert handelsfasilitet skal treffe nødvendige tiltak for å forhindre at ordrer som plasseres på fasiliteten, utføres mot operatørens egen beholdning eller mot beholdningen til et selskap i samme konsern.

(2) Operatøren av en organisert handelsfasilitet kan utføre ordrer ved prinsipalmatchingshandel, jf. § 9-27 femte ledd, i obligasjoner, strukturerte finansielle produkter, utslippskvoter og derivater som ikke er underlagt clearingplikt etter EMIR artikkel 5 som gjennomført i § 17-1, forutsatt at kunden samtykker i dette. Operatøren skal etablere ordninger som sikrer at foretaket ikke går utover rammene for prinsipalmatchingshandel, jf. § 9-27 femte ledd.

(3) Operatøren av en organisert handelsfasilitet kan bare drive egenhandel som ikke er prinsipalmatchingshandel, jf. § 9-27 femte ledd, i statsobligasjoner som det ikke er et likvid marked for.

(4) Med likvid marked menes et marked for et finansielt instrument eller en klasse av finansielle instrumenter som det til enhver tid finnes klare og villige kjøpere og selgere til. I vurderingen av om markedet har en slik karakter, skal det hensyntas særlige markedsstrukturer for det enkelte finansielle instrumentet eller den enkelte klassen av finansielle instrumenter, og vurderingen skal baseres på følgende kriterier:
1. den gjennomsnittlige transaksjonshyppigheten og -størrelsen under ulike markedsvilkår, hensyntatt produktenes art og livssyklus i den berørte klassen av finansielle instrumenter,
2. antallet og typen markedsdeltakere, herunder forholdet mellom antallet markedsdeltakere og antallet instrumenter som handles når det gjelder et visst produkt, og
3. gjennomsnittlig differanse mellom kjøpskurs og salgskurs dersom slike opplysninger er tilgjengelige.

(5) En organisert handelsfasilitet og en systematisk internaliserer kan ikke drives i samme juridiske enhet. En organisert handelsfasilitet kan heller ikke ha tilknytning til en systematisk internaliserer som gjør det mulig å matche ordrer på fasiliteten og ordrer eller prisstillelse i den systematiske internaliseren. En organisert handelsfasilitet kan ikke ha slik tilknytning til en annen organisert handelsfasilitet at det muliggjør matching mellom ordrer i de to fasilitetene.

(6) Utførelse av en ordre på en organisert handelsfasilitet skal skje på diskresjonært grunnlag ved at operatøren kan velge om ordren skal utføres på en eller begge følgende måter:
1. ved beslutning om å plassere eller å trekke ordren på fasiliteten,
2. ved beslutning om ikke å matche en konkret kundeordre med andre ordrer som er tilgjengelige i fasilitetens systemer på et gitt tidspunkt, forutsatt at dette er i henhold til instruksjon mottatt fra kunden og i samsvar med forpliktelsene etter §§ 10-19 og 10-20.

(7) Operatøren av en organisert handelsfasilitet kan beslutte om, når og hvor stor del av to eller flere ordrer som skal matches i systemet. Operatøren kan legge til rette for forhandlinger mellom to kunder med sikte på å få i stand en transaksjon.

(8) Finanstilsynet kan kreve at operatøren av en organisert handelsfasilitet, enten i forbindelse med søknad om tillatelse eller ved behov, gir en detaljert begrunnelse for hvorfor handelssystemet til fasiliteten ikke anses som et regulert marked, en multilateral handelsfasilitet eller en systematisk internaliserer. Det skal gis en detaljert beskri-

velse av hvordan skjønnet vil bli utøvet, herunder når en ordre vil bli trukket og når og hvordan to eller flere ordrer vil bli matchet på fasiliteten. Det skal videre gis opplysninger om bruken av prinsipalmatchingshandler.

(9) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-29 *Markedsovervåkning på multilaterale handelsfasiliteter og organiserte handelsfasiliteter*

(1) Operatør av en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet skal etablere effektive ordninger og prosedyrer som sikrer en regelmessig overvåkning av brukernes etterlevelse av fasilitetens egne regler. Operatøren av fasiliteten skal overvåke innsendte ordrer, kanselleringer av ordrer og transaksjoner i fasiliteten med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, herunder reglene om markedsmisbruk i kapittel 3, fasilitetens egne regler og andre rettsstridige handelsforhold, samt forstyrrelser i handelssystemet knyttet til et finansielt instrument. Operatøren av fasiliteten skal anvende nødvendige ressurser for å sørge for at overvåkningen er effektiv.

(2) Operatøren av en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet skal umiddelbart gi melding til Finanstilsynet ved mistanke om vesentlige brudd på relevante lover og regler, herunder reglene om markedsmisbruk i kapittel 3, fasilitetens egne regler og andre rettsstridige handelsforhold, samt ved forstyrrelser i handelssystemet knyttet til et finansielt instrument.

(3) Operatøren av en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet skal bistå Finanstilsynet ved mistanker om markedsmisbruk, jf. kapittel 3. Bistanden skal gis uten kostnad for Finanstilsynet.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-30 *Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter fra handel*

(1) Operatør av en multilateral handelsfasilitet eller organisert handelsfasilitet kan suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel på fasiliteten hvis det ikke lenger tilfredsstiller fasilitetens vilkår eller regler. Dette gjelder likevel ikke hvis det kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller fasilitetens oppgaver og funksjon å suspendere eller stryke instrumentet.

(2) Ved suspensjon eller strykning av et finansielt instrument skal operatøren for den multilaterale handelsfasiliteten eller organiserte handelsfasiliteten også suspendere eller stryke eventuelle derivatinstrumenter som har det aktuelle finansielle instrumentet som underliggende, der dette er nødvendig for å fremme hensikten med suspensjonen eller strykningen av det underliggende finansielle instrumentet.

(3) Den som suspenderer eller stryker et finansielt instrument fra handel, skal umiddelbart offentliggjøre beslutningen og gi Finanstilsynet opplysninger om dette.

(4) Finanstilsynet skal kreve at andre markedsplasser og systematiske internaliserere som handler det aktuelle finansielle instrumentet, suspenderer eller stryker instrumentet fra handel dersom beslutningen om suspensjon eller strykning er begrunnet i overtakelsestilbud, mistanke om markedsmisbruk eller ikke-offentliggjøring av innsideinformasjon om utstederen eller det finansielle instrumentet i strid med §§ 3-2 og 5-2, med mindre dette kan medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller fasilitetens funksjon. Finanstilsynet skal umiddelbart offentliggjøre beslutningen og gi Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet og relevante tilsynsmyndigheter i andre EØS-stater opplysninger om dette.

(5) Finanstilsynet kan beslutte at en operatør av en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet skal suspendere eller stryke et finansielt instrument på fasiliteten i medhold av første og annet ledd hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak til handel.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

IV. Vekstmarked for små og mellomstore bedrifter

§ 9-31 *Vekstmarked for små og mellomstore bedrifter*

(1) Finanstilsynet kan etter søknad fra operatør av en multilateral handelsfasilitet registrere fasiliteten som vekstmarked for små og mellomstore bedrifter.

(2) Med små og mellomstore bedrifter menes i bestemmelsen her bedrifter som har en gjennomsnittlig markedsverdi på mindre enn et beløp i norske kroner som svarer til 200 millioner euro beregnet på grunnlag av sluttkursen for de tre foregående kalenderårene.

(3) Registrering som vekstmarked for små og mellomstore bedrifter kan bare skje dersom:

1. minst 50 prosent av utstederne av de finansielle instrumentene som er opptatt til handel på en multilateral handelsfasilitet, er små og mellomstore bedrifter på det tidspunkt den multilaterale handelsfasiliteten registreres som et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter, og i hvert kalenderår deretter,

2. det er fastsatt egnede kriterier for opptak til handel av finansielle instrumenter fra utstedere på markedet og deres løpende forpliktelser,
3. det før opptak til handel er offentliggjort tilstrekkelige opplysninger til at investorer kan ta en velbegrunnet beslutning om hvorvidt de skal investere i de finansielle instrumentene, enten i et egnet opptaksdokument eller et prospekt dersom kravene i kapittel 7 får anvendelse på et tilbud til offentligheten,
4. en utsteder på markedet fremlegger, eller det fremlegges på vegne av denne, regelmessige og egnede periodiske finansielle rapporter,
5. utstedere på markedet som definert i forordning (EU) nr. 596/2016 artikkel 3 nr. 1 punkt 2, personer med overordnet ansvar som definert i forordningen artikkel 3 nr. 1 punkt 25, og personer med nær forbindelse til slike, som definert i nevnte forordningen artikkel 3 nr. 1 punkt 26, oppfyller relevante krav etter forordningen,
6. påkrevde opplysninger om utstederne på markedet oppbevares og offentliggjøres,
7. det er innført effektive systemer og kontroller for å hindre og avdekke markedsmisbruk på vedkommende marked i samsvar med kravene i kapittel 3.

(4) Finanstilsynet kan avregistrere en multilateral handelsfasilitet som et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter dersom verdipapirforetaket eller markedsoperatøren som driver den multilaterale handelsfasiliteten, søker om avregistrering, eller den multilaterale handelsfasiliteten ikke lenger oppfyller kravene i tredje ledd.

(5) Et finansielt instrument som opptas til handel på et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter, skal bare kunne handles på et annet vekstmarked for små og mellomstore bedrifter dersom utstederen har blitt underrettet om dette og ikke har gjort innsigelse. Utstederen skal ikke underlegges forpliktelser med hensyn til foretaksstyring eller offentliggjøring av informasjon som følge av handelen på det andre vekstmarkedet.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

V. Grensekryssende virksomhet og filialetablering i annen EØS-stat

§ 9-32 *Melding om utøvelse av virksomhet i annen EØS-stat*

(1) Verdipapirforetak som ønsker å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet samt tilknyttede tjenester direkte fra forretningssted i Norge til annen EØS-stat, skal gi Finanstilsynet melding om dette.

(2) Meldingen skal inneholde følgende opplysninger:

1. i hvilken EØS-stat foretaket har til hensikt å utøve virksomhet (vertsstaten), og
2. en virksomhetsplan som beskriver hvilke investeringstjenester, investeringsvirksomhet og tilknyttede tjenester som foretaket har til hensikt å utøve. Dersom verdipapirforetaket har til hensikt å benytte tilknyttede agenter etablert i Norge, skal foretaket gi opplysninger om dette, herunder identiteten til de tilknyttede agentene.

(3) Finanstilsynet skal videresende meldingen til tilsynsmyndigheten i vertsstaten innen én måned etter at fullstendig melding som nevnt i første ledd er mottatt, herunder om bruk av tilknyttede agenter og identiteten til disse. Finanstilsynet skal umiddelbart underrette verdipapirforetaket om oversendelsen. Verdipapirforetaket kan starte utøvelsen av sin virksomhet fra det tidspunktet slik underretning er mottatt.

(4) Verdipapirforetak eller markedsoperatør som driver en multilateral handelsfasilitet eller en organisert handelsfasilitet, og som ønsker å utøve slik virksomhet i annen EØS-stat, skal gi Finanstilsynet melding om dette. Meldingen skal inneholde opplysninger om hvilken EØS-stat foretaket har til hensikt å utøve virksomhet. Finanstilsynet skal oversende meldingen til tilsynsmyndigheten i vertsstaten innen én måned etter å ha mottatt den. Finanstilsynet skal på forespørsel og innen rimelig tid oversende til tilsynsmyndigheten i vertsstaten opplysninger om identiteten til den multilaterale handelsfasilitetens fjerndeltakere som er etablert i vertsstaten.

(5) Kredittinstitusjoner som ønsker å yte tjenester som nevnt i første ledd gjennom tilknyttet agent etablert i Norge, skal gi Finanstilsynet melding om dette. Meldingen skal inneholde opplysninger om identiteten til de tilknyttede agentene. Finanstilsynet skal oversende meldingen til tilsynsmyndigheten i vertsstaten innen én måned etter å ha mottatt den.

(6) Foretaket skal skriftlig informere Finanstilsynet om endringer i opplysningene som nevnt i annet, fjerde og femte ledd minst én måned før gjennomføring av endringen. Finanstilsynet skal informere tilsynsmyndigheten i vertsstaten om endringen.

(7) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-33 *Melding om etablering av filial eller bruk av tilknyttet agent etablert i annen EØS-stat*

(1) Verdipapirforetak som ønsker å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet samt tilknyttede tjenester i en annen EØS-stat gjennom etablering av en filial, eller ved å benytte en tilknyttet agent etablert i en annen EØS-stat, skal gi Finanstilsynet melding om dette.

(2) Meldingen skal inneholde følgende:

1. opplysning om i hvilken EØS-stat foretaket har til hensikt å etablere filial eller har til hensikt å benytte tilknyttet agent etablert der uten å etablere filial (vertsstaten),
2. en virksomhetsplan som beskriver de tjenester eller den investeringsvirksomhet som skal utøves,
3. en beskrivelse av filialens organisering, herunder om filialen har til hensikt å benytte tilknyttede agenter etablert i vertsstaten, og eventuelt hvilke tilknyttede agenter dette gjelder,
4. en beskrivelse av den planlagte bruken av tilknyttede agenter og organisasjonsstrukturen som viser hvordan agentene inngår i verdipapirforetakets foretaksstruktur, herunder rapporteringslinjer, dersom foretaket bruker tilknyttede agenter etablert i vertsstaten og ikke har opprettet en filial,
5. opplysning om adresse i vertsstaten der dokumenter kan innhentes,
6. navn på personene som utgjør filialens eller den tilknyttede agentens ledelse.

(3) Finanstilsynet skal oversende meldingen til tilsynsmyndigheten i vertsstaten innen tre måneder etter å ha mottatt den og underrette verdipapirforetaket om dette. Finanstilsynet skal også oversende opplysninger om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder. Så snart verdipapirforetaket har mottatt melding fra vertsstatens tilsynsmyndighet, kan filialen etableres og starte sin virksomhet. Tilsvarende gjelder dersom verdipapirforetaket ikke har mottatt melding fra vertsstatens tilsynsmyndighet innen to måneder etter at den har mottatt melding fra Finanstilsynet.

(4) Kredittinstitusjoner som ønsker å yte tjenester som nevnt i første ledd gjennom tilknyttet agent etablert i annen EØS-stat, skal gi Finanstilsynet melding om dette. Meldingen skal inneholde opplysninger som nevnt i annet ledd.

(5) Oversendelse til vertsstatens tilsynsmyndighet etter tredje og fjerde ledd skal ikke foretas dersom Finanstilsynet har grunn til å betvile at verdipapirforetakets administrative organisering eller økonomiske stilling er god nok, tatt i betraktning den virksomhet som er planlagt. Finanstilsynets beslutning skal i tilfelle begrunnes overfor verdipapirforetaket innen tre måneder etter at Finanstilsynet har mottatt alle opplysninger i saken.

(6) Foretaket skal skriftlig informere Finanstilsynet om endringer i opplysningene som nevnt i annet og fjerde ledd minst én måned før gjennomføring av endringen. Finanstilsynet skal informere tilsynsmyndigheten i vertsstaten om endringen.

(7) Finanstilsynet skal underrette tilsynsmyndigheten i vertsstaten dersom det foretas endringer i opplysninger som er gitt om eventuelle erstatningsordninger som har til formål å verne filialens kunder.

(8) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-34 *Virksomhet i Norge fra foretak med hovedsete i annen EØS-stat*

(1) Verdipapirforetak og kredittinstitusjoner med hovedsete i en annen EØS-stat (hjemstaten) kan yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet i Norge på følgende måter:

1. direkte fra forretningssted i hjemstaten, også gjennom bruk av tilknyttet agent etablert i hjemstaten, eller
2. gjennom etablering av filial eller bruk av tilknyttet agent etablert i Norge.

(2) Foretak etter første ledd må ha tillatelse til å yte slike investeringstjenester og være underlagt tilsyn i hjemstaten. Foretaket kan bare yte tilknyttede tjenester sammen med investeringstjenester eller investeringsvirksomhet.

(3) Foretaket kan yte de aktuelle investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet i Norge etter første ledd nr. 1 fra det tidspunkt Finanstilsynet har mottatt melding fra tilsynsmyndigheten i hjemstaten.

(4) Innen to måneder etter at Finanstilsynet har mottatt melding fra tilsynsmyndighetene i hjemstaten om etablering av filial eller bruk av tilknyttet agent etter første ledd nr. 2, skal Finanstilsynet bekrefte overfor foretaket at meldingen er mottatt. Filialen kan etableres så snart Finanstilsynet har gitt slik bekreftelse, eller senest to måneder etter at Finanstilsynet har mottatt meldingen.

(5) Dersom verdipapirforetak med hovedsete i en annen EØS-stat benytter en tilknyttet agent etablert i Norge, ansees agenten tilknyttet filialen dersom det er etablert filial. Den tilknyttede agenten er under alle omstendigheter underlagt tilsvarende regler som gjelder for filialer etter loven

her. For den tilknyttede agenten gjelder § 10-22 tilsvarende.

§ 9-35 *Verdipapirhandellovens anvendelse for filial eller norsk tilknyttet agent av verdipapirforetak med hovedsete i annen EØS-stat*

(1) For foretak med hovedsete i en annen EØS-stat som yter investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet i Norge gjennom filial eller tilknyttet agent etablert i Norge, jf. § 9-34 første ledd nr. 2, gjelder §§ 10-9 til 10-22, artikkel 14 til 26 i verdipapirmarkedsforordningen og forskrifter fastsatt i medhold av disse, samt kapittel 20 og 21.

(2) Departementet kan gjøre unntak fra bestemmelsen her der virksomheten er begrenset, eller der foretakets virksomhet er regulert av tilsvarende bestemmelser fastsatt av myndighetene i foretakets hjemstat.

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

VI. Foretak med hovedsete utenfor EØS

§ 9-36 *Etablering av filial av foretak med hovedsete utenfor EØS*

(1) Tredjestatsforetak kan gis tillatelse av Finanstilsynet til å yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet i Norge gjennom etablering av norsk filial. Med tredjestatsforetak i bestemmelsen her menes foretak med hovedsete utenfor EØS som ville vært å anse som verdipapirforetak eller kredittinstitusjon som yter investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet om det hadde hatt hovedsete i EØS.

(2) Tillatelse etter første ledd kan gis dersom:

1. foretaket er underlagt betryggende tilsyn i hjemstaten og oppfyller kravene som gjelder for å drive virksomheten i hjemstaten,
2. foretakets hjemstat tar behørig hensyn til anbefalingene fra Financial Action Task Force om bekjempelse av hvitvasking av penger og finansiering av terrorisme,
3. det er etablert tilfredsstillende samarbeid om tilsyn mellom tilsynsmyndighetene i foretakets hjemstat og Norge,
4. filialen kan disponere en tilstrekkelig startkapital,
5. personene som utgjør filialens ledelse, tilfredsstiller kravene i § 9-10,
6. foretakets hjemstat og Norge har undertegnet en avtale som tilfredsstiller standardene fastsatt i artikkel 26 i OECDs mønsteravtale om beskatning av inntekter og kapital, og som sikrer effektiv utveksling av opplysninger i skattesaker, herunder eventuelle multilaterale skatteavtaler, og
7. foretaket er medlem i en erstatningsordning for investorer som er godkjent eller anerkjent i samsvar med direktiv 97/9/EF.

(3) Søknad om tillatelse etter første ledd skal inneholde følgende:

1. navnet på myndigheten som er ansvarlig for tilsynet med foretaket i hjemstaten. Dersom flere myndigheter er ansvarlige for tilsynet, skal det gis opplysninger om deres respektive ansvarsområder,
2. alle relevante opplysninger om foretaket, herunder navn, organisasjonsform, forretningskontor og adresse, medlemmer av styre og øvrig ledelse og relevante aksjeeiere,
3. en virksomhetsplan som angir hvilke investeringstjenester som skal ytes, eller hvilken investeringsvirksomhet som skal drives, samt filialens organisasjonsstruktur, herunder en beskrivelse av en eventuell utkontraktering av vesentlige driftsfunksjoner,
4. navnene på personene som utgjør filialens ledelse, og relevante dokumenter som viser at kravene i § 9-10 er oppfylt,
5. opplysninger om startkapitalen som er fritt disponibelt for filialen.

(4) Krav om tillatelse etter første ledd gjelder ikke dersom:

1. Finanstilsynet har truffet vedtak om likeverdighet i medhold av syvende ledd og foretaket har tillatelse etter artikkel 46 til 49 i verdipapirmarkedsforordningen, eller
2. det ytes tjenester direkte fra forretningssted utenfor EØS utelukkende på kundens eget initiativ. Et slikt initiativ fra en kunde gir ikke rett til å markedsføre nye kategorier av investeringsprodukter eller investeringstjenester overfor den berørte kunden uten tillatelse.

(5) Tillatelse etter første ledd skal bare gis der Finanstilsynet anser at vilkårene for tillatelse etter annet til tredje ledd er oppfylt. Vedtak om tillatelse skal meddeles søkeren senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra tidspunktet slike opplysninger ble mottatt.

(6) Departementet kan i forskrift gi bestemmelser om at foretak med hovedsete utenfor EØS, kan yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet uten tillatelse etter første ledd også i andre tilfeller enn etter fjerde ledd, og kan for øvrig gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

(7) Finanstilsynet kan i forskrift gi bestemmelser om at rettslige og tilsynsmessige rammer i tredjestater er likeverdige.

§ 9-37 *Verdipapirhandellovens anvendelse for filial av foretak med hovedsete utenfor EØS*

(1) For filialer med tillatelse etter § 9-36 gjelder følgende av lovens bestemmelser og forskrifter fastsatt i medhold av disse:

1. § 9-7, § 9-10, §§9-16 til 9-19, §§ 9-22 til 9-30 og § 9-38
2. § 10-2, §§ 10-9 til 10-17, § 10-19, § 10-20 og § 10-21 første ledd,
3. § 10-23 og kapittel 20,
4. kapittel 19 dersom dette er bestemt av Finanstilsynet på bakgrunn av tilsynsavtale med hjemstatsmyndigheten,
5. artikkel 3 til 26 i verdipapirmarkedsforordningen.

(2) Departementet kan gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

VII. Verdipapirforetakenes sikringsfond

§ 9-38 *Verdipapirforetakenes sikringsfond*

(1) Verdipapirforetak skal være medlem av Verdipapirforetakenes sikringsfond.

(2) Fondets formål er å gi dekning for krav som skyldes medlemmenes behandling av kunders midler og finansielle instrumenter ved manglende økonomisk evne hos medlemmene.

(3) Fondets forpliktelser finansieres av medlemmene slik at deres ansvar er prinsipalt prorata-risk, subsidiært solidarisk.

(4) Fondet kan ikke gjøre gjeldende andre innsigelser overfor skadelidte enn de innsigelser verdipapirforetaket selv har overfor skadelidte.

(5) Forpliktelsen fastsatt i første ledd skal anses oppfylt for strukturerte innskudd dersom det strukturerte innskuddet utstedes av en kredittinstitusjon som er medlem i en innskuddsgarantiordning anerkjent etter direktiv 2014/49/EU.

(6) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om fondet, herunder om fondets virksomhet og finansiering, hvem som plikter å være medlem av fondet, ansvarets omfang og om rettigheter og plikter for medlemmene og mulige skadelidte.

(7) Departementet kan i forskrift bestemme i hvilken grad reglene om Verdipapirforetakenes sikringsfond skal gjelde for kredittinstitusjoner og utenlandske foretak som yter investeringstjenester i Norge. Departementet kan i forskrift bestemme at enkelte grupper av investorer eller enkelte typer krav ikke behøver å være dekket av fondet.

VIII Kapitalforhold mv.

§ 9-39 *Startkapital*

(1) Verdipapirforetak med tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 3, 6, 8 og 9 skal ha en startkapital på et beløp i norske kroner som minst svarer til 730 000 euro.

(2) Verdipapirforetak som kun har tillatelse til å yte en eller flere av investeringstjenestene eller drive investeringsvirksomhetene som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1, 2, 4, 5 og 7, og som ikke har tillatelse til å håndtere kunders finansielle instrumenter eller finansielle midler, skal ha en startkapital på et beløp i norske kroner som minst svarer til 50 000 euro.

(3) Øvrige verdipapirforetak skal ha en startkapital på et beløp i norske kroner som minst svarer til 125 000 euro.

(4) Startkapitalkravet skal være oppfylt til enhver tid.

(5) Som startkapital regnes innbetalt aksjekapital, overkursfond og annen egenkapital.

(6) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om startkapital.

§ 9-40 *Minstekrav til ansvarlig kapital*

(1) Et verdipapirforetak skal til enhver tid ha en ren kjernekapital som utgjør minst fire og en halv prosent av et beregningsgrunnlag som følger av § 9-41. Et verdipapirforetaks kjernekapital skal til enhver tid utgjøre minst seks prosent av det samme beregningsgrunnlaget. Et verdipapirforetaks ansvarlige kapital skal til enhver tid utgjøre minst åtte prosent av det samme beregningsgrunnlaget.

(2) Et verdipapirforetaks ansvarlige kapital består av kjernekapital og tilleggskapital. Kjernekapitalen består av ren kjernekapital og annen godkjent kjernekapital.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om hva som skal anses som ren kjernekapital, annen godkjent kjernekapital og tilleggskapital, samt sammensetningen av ansvarlig kapital og for øvrig fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-41 *Beregningsgrunnlag*

(1) Beregningsgrunnlaget for minstekravet til ansvarlig kapital skal tilsvare summen av beregningsgrunnlagene for kredittrisiko, markedsrisiko og operasjonell risiko.

(2) Beregningsgrunnlaget for kredittrisiko skal fastsettes med utgangspunkt i risikovekter etter standardmetoden fastsatt i forskrift, eller med utgangspunkt i risikoparametere helt eller delvis fastsatt av foretaket selv på bakgrunn av interne målemetoder for klassifisering og kvantifisering av kredittrisiko.

(3) Beregningsgrunnlaget for markedsrisiko skal fastsettes med utgangspunkt i regler etter standardmetoden fastsatt i forskrift, eller med utgangspunkt i interne målemetoder for markedsrisiko.

(4) Beregningsgrunnlaget for operasjonell risiko skal fastsettes som en andel av gjennomsnittlig inntekt etter basismetoden fastsatt i forskrift, en andel av inntekten innenfor de ulike forretningsområder multiplisert med en indikator på tapserfaring etter sjablongmetoden fastsatt i forskrift, eller på bakgrunn av interne målemetoder for operasjonell risiko etter avansert metoden.

(5) Finanstilsynet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak frita verdipapirforetak som ikke har tillatelse til å yte investeringstjenestene som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 3 og 6, fra krav til ansvarlig kapital for operasjonell risiko.

(6) Et verdipapirforetak kan ikke uten tillatelse fra Finanstilsynet bruke interne målemetoder for kredittrisiko, markedsrisiko eller operasjonell risiko for beregning av kravet til ansvarlig kapital.

(7) Finanstilsynet kan i særlige tilfeller og for en tidsbegrenset periode samtykke i at et verdipapirforetak kan ha lavere kapitaldekning enn det som følger av bestemmelsen her og § 9-40.

(8) Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om:

1. beregningsgrunnlaget for kredittrisiko, markedsrisiko og operasjonell risiko, herunder regler som sikrer at beregningsgrunnlaget i tilstrekkelig grad reflekterer risikoen i verdipapirforetakets eiendeler,
2. bruk av interne målemetoder for kredittrisiko, markedsrisiko og operasjonell risiko,
3. hvilke sikkerheter det kan tas hensyn til ved beregningen av minstekrav til kapital,
4. at ren kjernekapital eller kjernekapital minst skal utgjøre en bestemt prosent av verdien av verdipapirforetakets eiendeler og ikke-balanseførte forpliktelser, beregnet uten risikovekting, og regler for slike beregninger om uvektet kjernekapitalandel.

§ 9-42 *Krav til bevaringsbuffer, systemrisikobuffer, buffer for systemviktige foretak og motsyklisk kapitalbuffer*

(1) Et verdipapirforetak skal ha en bevaringsbuffer bestående av ren kjernekapital som skal utgjøre to og et halvt prosentpoeng i tillegg til minstekravet til kapital etter § 9-40 første ledd.

(2) Et verdipapirforetak skal ha en systemrisikobuffer bestående av ren kjernekapital i tillegg til minstekravet til kapital etter § 9-40 første ledd og bevaringsbuffer etter første ledd. Departementet fastsetter kravet til systemrisikobufferen i forskrift. Kravet kan i særlige tilfeller settes høyere eller lavere enn tre prosent.

(3) Et verdipapirforetak som er systemviktig, skal ha en buffer bestående av ren kjernekapital i tillegg til minstekravet til kapital etter § 9-40 første ledd, bevaringsbuffer etter første ledd og systemrisikobuffer etter annet ledd. Departementet fastsetter kravet til slik buffer i forskrift. Departementet kan i forskrift fastsette kriterier for hvilke foretak som skal regnes som systemviktige, og fastsette særlige virksomhetsregler og soliditetskrav for slike foretak.

(4) Et verdipapirforetak skal ha en motsyklisk kapitalbuffer bestående av ren kjernekapital som skal utgjøre mellom 0 og 2,5 prosentpoeng i tillegg til minstekravet til kapital etter § 9-40 første ledd, bevaringsbuffer etter første ledd, systemrisikobuffer etter annet ledd og buffer for systemviktige foretak etter tredje ledd. Departementet fastsetter kravet til den motsykliske kapitalbufferen i forskrift. Kravet kan i særlige tilfeller settes høyere enn to og et halvt prosentpoeng.

(5) Hvis et verdipapirforetak ikke oppfyller de fire nevnte bufferkravene, skal foretaket utarbeide en plan for økning av ren kjernekapitaldekning, og det kan ikke uten samtykke fra Finanstilsynet utbetale utbytte til eiere og bonus til ansatte.

(6) Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om bevaringsbuffer, systemrisikobuffer, buffer for systemviktige foretak og motsyklisk kapitalbuffer, om beregningen av bufferkravene og om konsekvenser dersom kravene ikke er oppfylt og for øvrig fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

(7) Departementet kan i forskrift unnta verdipapirforetak fra bestemmelsene i paragrafen her.

§ 9-43 *Likviditet og stabil finansiering*

(1) Et verdipapirforetak skal sørge for at det til enhver tid har tilstrekkelige likvider til at det kan dekke sine forpliktelser ved forfall.

(2) Et verdipapirforetak skal ha en dokumentert likviditetsstrategi og sørge for forsvarlig likviditetsstyring etter retningslinjer fastsatt av styret. Verdipapirforetakets system for styring og kontroll skal være tilpasset arten, kompleksiteten og omfanget av virksomheten og etablere metoder for å måle likviditetsrisikoen.

(3) Finner Finanstilsynet at likviditetsrisikoen knyttet til virksomheten ikke er forsvarlig, kan Finanstilsynet gi pålegg om å iverksette tiltak for å rette på forholdet.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette minstekrav til verdipapirforetakets beholdning av likvide eiendeler og minstekrav til verdipapirforetakets sammensetning av finansieringskilder for å sikre stabil finansiering av virksomheten og motvirke risiko knyttet til inndekning av fremtidig innlånsbehov.

(5) Departementet kan i forskrift unnta verdipapirforetak fra hele eller deler av bestemmelsen her.

§ 9-44 *Unntak fra allmennaksjeloven § 8-1 og aksjeloven § 8-1*

Allmennaksjeloven § 8-1 annet ledd og aksjeloven § 8-1 annet ledd gjelder ikke for verdipapirforetak.

§ 9-45 *Høyeste engasjement med en enkelt motpart*

(1) Et verdipapirforetak kan ikke ha høyere samlet engasjement med en enkelt motpart enn det som til enhver tid er forsvarlig.

(2) Departementet kan i forskrift sette grense for høyeste samlede engasjement med en enkelt motpart, herunder om beregningsmåte for engasjement i og utenfor balansen.

(3) Departementet kan fastsette at en slik grense også skal gjelde engasjementer med to eller flere motparter, når bestemmende innflytelse eller økonomiske forbindelser mellom disse er slik at økonomiske problemer hos den ene kan medføre betalingsvanskeligheter for den andre. Departementet kan for øvrig fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 9-46 *Konsolidering*

(1) Kravene i dette kapittelet skal anvendes på konsolidert grunnlag dersom verdipapirforetaket:

1. har en direkte eller indirekte eierandel på 20 prosent eller mer av stemmene eller kapitalen i et annet foretak,
2. har felles ledelse med et annet foretak, eller
3. har morselskap, med mindre halvparten eller mer av virksomheten i konsernet er virksomhet som ikke er konsesjonspliktig og underlagt kapitalkrav som i kapittelet her eller tilsvarende kapitalkrav.

(2) Finanstilsynet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra første ledd nr. 2.

(3) Ved konsolidering av datterselskaper skal konsernregnskap basert på prinsippet om fullkonsolidering legges til grunn. Ved konsolidering av annet enn datterselskaper skal prinsippet om forholdsmessig konsolidering legges til grunn.

(4) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om konsolidering, herunder om hva som skal regnes som datterforetak eller morselskap etter første ledd.

§ 9-47 *Vurdering av samlet kapitalbehov og tilsynsmessig oppfølging*

(1) Et verdipapirforetak skal til enhver tid ha oversikt over, og med jevne mellomrom vurdere, hvilke enkelte risikoer og samlet risiko, herunder systemrisiko, som er knyttet til virksomheten. Et verdipapirforetak skal til enhver tid ha ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av den virksomhet foretaket driver.

(2) Ved vurderingen av risiko knyttet til virksomheten og samlet risikoeksponering skal det tas hensyn til kredittrisiko, likviditetsrisiko, finansieringsrisiko, markeds- og valutarisiko, operasjonell risiko, systemrisiko og annen risiko knyttet til de enkelte virksomhetsområdene. Vurderingen skal omfatte risikoeksponering som følge av at foretakets eiendeler blir overdratt til eller stilt som sikkerhet overfor andre foretak.

(3) Et verdipapirforetak skal vurdere kapitalbehovet på kort og lengre sikt og hvordan dette kapitalbehovet kan tilfredsstilles. Vurderingen av kapitalbehov skal omfatte størrelsen på og sammensetningen og fordelingen av kapitalen sett i forhold til arten og omfanget av den risiko som til enhver tid er knyttet til virksomheten, og til den risiko som vil kunne oppstå.

(4) Styret skal overvåke og styre verdipapirforetakets samlede risiko og jevnlig vurdere om foretakets styrings- og kontrollordninger er tilpasset risikonivå og omfanget av virksomheten. Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om overvåking, vurdering, styring og kontroll av risiko og kapitalbehov. Departementet kan fastsette høyere kapitalkrav eller virksomhetsbegrensninger for å sikre at ansvarlig kapital er i samsvar med foretakets risikoeksponering.

(5) Finanstilsynet skal se til at de verdipapirforetak det har tilsyn med, har hensiktsmessige og klare retningslinjer og rutiner, i samsvar med lov og bestemmelser gitt i medhold av lov, for vurdering, styring og kontroll av risiko og kapitalbehov. Finanstilsynet skal vurdere de risikoer som verdipapirforetaket er og kan bli eksponert for, og den risiko som verdipapirforetaket representerer for det finansielle systemet.

(6) Finanstilsynet kan pålegge foretakene å ha en høyere ansvarlig kapital enn de lovbestemte minstekravene, jf. finanstilsynsloven § 4 første ledd nr. 4.

(7) Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om interne retningslinjer og rutiner

for vurdering, styring og kontroll av risiko og kapitalbehov.

§ 9-48 *Opplysningskrav*

(1) Et verdipapirforetak skal offentliggjøre informasjon om virksomheten, risikoen knyttet til foretaket og ansvarlig kapital etter bestemmelser fastsatt i forskrift.

(2) Departementet kan i forskriften også stille krav til dokumentasjon, herunder gjøre unntak fra personopplysningsloven.

§ 9-49 *Retting og pålegg*

(1) Verdipapirforetak som ikke oppfyller kravene etter §§ 9-39 til 9-48 eller forskrifter fastsatt i medhold av disse bestemmelsene, skal straks iverksette nødvendige tiltak for å rette opp dette. Ved manglende etterlevelse av kravene kan Finanstilsynet pålegge foretaket:

1. å endre organiseringen, styringen og kontrollen av virksomheten og de strategier, prosesser, retningslinjer og rutiner som virksomheten drives etter,
2. et høyere kapitalkrav enn minstekrav som følger av §§ 9-39 til § 9-42,
3. å endre eller begrense virksomheten,
4. å redusere risikoen knyttet til virksomheten, herunder produkter og systemer,
5. å redusere forskjellen i løpetid mellom foretakets forpliktelser og eiendeler,
6. å begrense omfanget av prestasjonsbetinget godtgjørelse,
7. å benytte årets resultat til å øke kjernekapitaldekningen og ikke å utbetale utbytte og rente på kjernekapital.

(2) Finanstilsynet kan gi pålegg etter første ledd som felles pålegg for en gruppe av foretak som er utsatt for samme type risiko eller medfører samme type risiko for det finansielle systemet.

Kapittel 10. Verdipapirforetakets virksomhet mv.

I. Generelle bestemmelser

§ 10-1 *Løpende overensstemmelse med vilkår for tillatelse*

(1) Verdipapirforetak skal innrette sin virksomhet slik at den til enhver tid er i overensstemmelse med reglene i kapittel 9 og de vilkår som er satt for tillatelsen, og skal opplyse Finanstilsynet om vesentlige endringer i forutsetningene som lå til grunn for tillatelsen.

(2) Departementet kan gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-2 *Interessekonflikter*

(1) Verdipapirforetak plikter å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og for å hindre eller håndtere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom, herunder konflikter som følge av vederlag fra andre enn kunden eller av verdipapirforetakets godtgjørelses- eller insentivordninger.

(2) Dersom tiltakene etter § 9-16 første ledd nr. 2 ikke med rimelig sikkerhet forhindrer risiko for at kundens interesser blir skadelidende, skal foretaket tydelig opplyse kunden om mulige interessekonflikter, og om tiltakene som er truffet for å redusere denne risikoen. Verdipapirforetaket kan ikke yte investeringstjenester eller tilknyttede tjenester overfor kunden før kunden har fått slike opplysninger.

(3) Opplysningene nevnt i annet ledd skal gis på et varig medium, og de skal være tilstrekkelig detaljerte til at kunden ut fra sine forutsetninger kan ta en velbegrunnet beslutning om den tjenesten interessekonflikten gjelder.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-3 *Verdipapirforetaks adgang til å drive annen næringsvirksomhet*

(1) Verdipapirforetak kan utover det som følger av § 9-1, ikke drive annen næringsvirksomhet uten at dette har naturlig sammenheng med utøvelsen av investeringstjenestene eller investeringsvirksomheten.

(2) Finanstilsynet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra første ledd.

(3) Dersom det svekker verdipapirforetakets uavhengige stilling, kan verdipapirforetaket ikke:

1. ha ubegrenset ansvar i annet foretak,
2. ha eiendeler i og delta i driften av annen næringsvirksomhet, eller
3. ha slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd i et annet foretak.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-4 *Ansattes adgang til å drive næringsvirksomhet mv.*

(1) Ansatte i verdipapirforetak som normalt har innsyn i eller arbeider med foretakets investeringstjenester eller investeringsvirksomhet, må ikke være medlem av styre, bedriftsforsamling eller foretaksforsamling i foretak med finansielle instrumenter som er gjenstand for organisert omsetning eller forvaltningsselskap for verdipapirfond. Slike ansatte må heller ikke ha slik innfly-

telse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd i slikt foretak.

(2) Daglig leder kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra bestemmelsen i første ledd. Styret skal orienteres om beslutningen. Styret kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra bestemmelsen i første ledd for daglig leder.

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

§ 10-5 *Taushetsplikt for verdipapirforetak og dets ansatte mv.*

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

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

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

II. Klassifisering av kunder

§ 10-6 *Profesjonelle kunder*

(1) Følgende kunder anses som profesjonelle i relasjon til alle investeringstjenester, all investeringsvirksomhet og alle finansielle instrumenter:

1. foretak som har fått tillatelse til, eller er lovregulert for å utøve virksomhet på, finansmarkedene i EØS eller tredjestat og er å anse som, eller driver tilsvarende virksomhet som:
   a) kredittinstitusjoner,
   b) verdipapirforetak,
   c) forsikringsselskaper,
   d) andre godkjente eller lovregulerte finansforetak,
   e) innrettinger for kollektiv investering og forvaltningsselskaper for slike innretninger,
   f) pensjonsforetak og forvalter for slike foretak,
   g) vare- og varederivatforhandlere,
   h) lokale foretak,
   i) andre institusjonelle investorer,
2. store foretak som oppfyller minst to av følgende krav til størrelse på foretaksnivå:
   a) regnskapsmessig balanse på et beløp i norske kroner som minst svarer til 20 000 000 euro,
   b) årlig netto omsetning på et beløp i norske kroner som minst svarer til 40 000 000 euro,
   c) egenkapital på et beløp i norske kroner som minst svarer til 2 000 000 euro,
3. nasjonale og regionale myndigheter, herunder offentlige organer som forvalter offentlig gjeld på nasjonalt eller regionalt plan, sentralbanker og internasjonale og overnasjonale institusjoner,
4. andre institusjonelle investorer som har som hovedvirksomhet å investere i finansielle instrumenter, herunder enheter som driver med verdipapirisering av eiendeler eller andre finansielle transaksjoner.

(2) Verdipapirforetak skal informere kunde som nevnt i første ledd skriftlig om at kunden anses for å være profesjonell, om at den har adgang til å be om en annen kategorisering, og om hvilken betydning kategoriseringen har for graden av investorbeskyttelse.

(3) Dersom en profesjonell kunde ber om behandling som ikke-profesjonell kunde, og verdipapirforetaket samtykker til det, skal verdipapirforetaket og kunden inngå skriftlig avtale om dette. Avtalen skal spesifisere om den gjelder generelt eller i forbindelse med en eller flere angitte transaksjoner, investeringstjenester eller produkttyper.

(4) Verdipapirforetak skal ha skriftlige interne retningslinjer og rutiner for kategorisering av kunder. Profesjonelle kunder er ansvarlige for at verdipapirforetaket holdes løpende underrettet om enhver endring som vil kunne påvirke klassifiseringen. Blir verdipapirforetaket kjent med at kunden ikke lenger oppfyller vilkårene for å bli kategorisert som profesjonell kunde, skal verdipapirforetaket treffe passende forholdsregler.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-7 *Ikke-profesjonelle kunder*

(1) Som ikke-profesjonell kunde regnes enhver kunde som verken anses som profesjonell etter § 10-6 eller er omklassifisert til profesjonell etter § 10-8.

(2) En ikke-profesjonell kunde kan be om å bli behandlet som en profesjonell kunde dersom minst to av følgende tre kriterier er oppfylt:

1. kunden har foretatt transaksjoner av betydelig størrelse på det relevante marked gjennomsnittlig ti ganger per kvartal i de foregående fire kvartaler,
2. størrelsen på kundens finansielle portefølje (kontantbeholdning og finansielle instrumenter) overstiger et beløp i norske kroner som svarer til 500 000 euro,
3. kunden arbeider eller har arbeidet innen finansiell sektor i minst ett år i stilling som krever

kunnskap om de relevante transaksjoner eller investeringstjenester.

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

§ 10-8 *Krav til prosedyre ved avkall på beskyttelse som ikke-profesjonell*

(1) Ved anmodning som nevnt i § 10-7 annet ledd skal kunden skriftlig meddele verdipapirforetaket at vedkommende ønsker å bli behandlet som profesjonell. Kunden skal også meddele om dette gjelder generelt, eller bare i relasjon til en bestemt investeringstjeneste, transaksjon eller produkt. Verdipapirforetaket skal gi kunden en tydelig skriftlig advarsel om den investorbeskyttelsen og de rettigheter kunden gir avkall på. Kunden skal i et annet dokument enn kundeavtalen erklære skriftlig at følgene av å gi avkall på denne investorbeskyttelsen er forstått.

(2) Verdipapirforetaket skal treffe alle rimelige tiltak for å sikre at en kunde som anmoder om å bli behandlet som profesjonell kunde, oppfyller kravene i § 10-7 annet ledd før det beslutter å imøtekomme anmodningen.

(3) Verdipapirforetak kan bare etterkomme anmodning som nevnt i § 10-7 annet ledd om foretaket med rimelig sikkerhet kan fastslå at kunden har den nødvendige erfaring, kunnskap og ekspertise til å fatte investeringsbeslutninger i relasjon til relevante investeringstjenester, finansielle instrumenter eller transaksjoner og forstår risikoen forbundet med disse.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

III. Investorbeskyttelse

§ 10-9 *God forretningsskikk*

(1) Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Foretaket skal opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes beste interesse og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte. Foretaket skal ellers oppfylle kravene etter bestemmelsen her og §§ 10-10 til 10-17, og av forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene.

(2) Verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter for salg til kunder, skal sikre at disse er utformet slik at de oppfyller behovene hos en identifisert målgruppe av sluttkunder, jf. § 9-19 første ledd, og at strategien for distribusjon av de finansielle instrumentene er tilpasset den identifiserte målgruppen. Foretaket skal gjennomføre rimelige tiltak for å sikre at det finansielle instrumentet bare distribueres til den identifiserte målgruppen.

(3) Verdipapirforetak skal forstå de finansielle instrumentene foretaket tilbyr eller anbefaler. Foretaket skal vurdere om de finansielle instrumentene møter behovene hos kundene verdipapirforetaket yter investeringstjenester til, og skal blant annet ta i betraktning den identifiserte målgruppen av sluttkunder i denne vurderingen. Verdipapirforetaket skal sikre at det bare tilbyr eller anbefaler finansielle instrumenter når dette er i kundens interesse.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-10 *Informasjon til kunden*

(1) Verdipapirforetak skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er balansert, klar og ikke villedende. Markedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan.

(2) Verdipapirforetak skal i god tid før det yter investeringstjeneste eller tilknyttet tjeneste gi kunder og potensielle kunder relevant informasjon om verdipapirforetaket og de tjenester det yter, finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, utførelsesplasser og alle kostnader og gebyrer i samsvar med bestemmelsen her.

(3) Verdipapirforetak skal i god tid før det yter investeringsrådgivning informere kunder eller potensielle kunder:

1. om det ytes uavhengig investeringsrådgivning eller investeringsrådgivning som ikke er uavhengig,
2. om rådgivningen er basert på en bred eller mer begrenset analyse av forskjellige typer finansielle instrumenter, og særlig om utvalget er begrenset til finansielle instrumenter som utstedes eller leveres av foretak som verdipapirforetaket har nære forbindelser til etter § 9-1 annet ledd, eller om andre juridiske eller økonomiske forbindelser er så nære at det kan utgjøre en risiko for at det uavhengige grunnlaget for investeringsrådgivningen svekkes,
3. om verdipapirforetaket vil gi kunden en periodisk egnethetsvurdering.

(4) Informasjonen om finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier etter annet ledd, skal omfatte hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumentene eller foreslåtte investeringsstrategiene, og informasjon om det finansielle instrumentet er tiltenkt ikke-profesjonelle eller profesjonelle kunder. Ved utformingen av informasjonen skal den identifiserte målgruppen av sluttkunder, jf. § 10-9 annet ledd, tas i betraktning.

(5) Informasjonen om alle kostnader og gebyrer etter annet ledd skal omfatte opplysninger om

både investeringstjenester og tilknyttede tjenester, herunder rådgivningskostnader og kostnadene for de finansielle instrumentene som anbefales eller markedsføres. Foretaket skal opplyse om hvordan kunden kan betale kostnader og gebyrer, herunder eventuelle tredjepartsbetalinger.

(6) Informasjonen om alle kostnader og gebyrer som ikke skyldes underliggende markedsrisiko, skal sammenstilles på en slik måte at kunden kan forstå den samlede kostnaden og den kumulative effekten på investeringens avkastning. Foretaket skal på kundens forespørsel spesifisere hver enkelt kostnad. Opplysningene skal, dersom det er aktuelt, gis regelmessig og minimum årlig gjennom investeringens løpetid.

(7) Opplysninger etter første til sjette ledd skal gis i forståelig form og på en slik måte at kunder og potensielle kunder har en rimelig mulighet til å forstå arten av og risikoen forbundet med investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys, og på denne bakgrunn være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning. Opplysningene kan gis i et standardisert format.

(8) Kravene til opplysninger etter første til syvende ledd gjelder ikke når en investeringstjeneste tilbys som en del av et finansielt produkt som er underlagt informasjonskrav etter finansavtaleloven.

(9) Når en investeringstjeneste tilbys sammen med en annen tjeneste eller et annet produkt som en del av en pakke eller som et vilkår for den samme avtalen eller pakken, skal foretaket informere kunden om det er mulig å kjøpe de ulike tjenestene og produktene separat. Foretaket skal fremlegge en oversikt over de samlede kostnadene ved hvert enkelt produkt og tjeneste. Dersom det er sannsynlig at risikoen forbundet med en slik avtale eller pakke som tilbys til en ikke-profesjonell kunde, er forskjellig fra risikoen forbundet med tjenestene eller produktene enkeltvis, skal foretaket fremlegge en tilstrekkelig beskrivelse av de enkelte tjenestene eller produktene i avtalen eller pakken, samt hvordan samspillet endrer risikoen.

(10) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-11 *Særskilte krav for uavhengig investeringsrådgivning*

(1) Verdipapirforetak som informerer kunden om at det yter uavhengig investeringsrådgivning etter § 10-10 tredje ledd nr. 1, skal vurdere et tilstrekkelig utvalg av tilgjengelige finansielle instrumenter. Utvalget må være tilstrekkelig diversifisert ut fra type og utsteder eller produkttilbyder til å sikre at kundens investeringsmål kan oppfylles på egnet måte. Utvalget kan ikke være begrenset til produkter og finansielle instrumenter som utstedes eller tilbys av:

1. foretaket selv eller enheter med nære forbindelser til foretaket etter § 9-1 annet ledd, eller
2. andre enheter som foretaket har så nære juridiske eller økonomiske forbindelser med at det kan innebære en risiko for at det uavhengige grunnlaget for investeringsrådgivningen svekkes.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-12 *Vederlag fra eller til andre enn kunden*

(1) Et verdipapirforetak kan i forbindelse med at det yter investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, ikke motta vederlag fra, eller yte vederlag til, andre enn kunden med mindre vederlaget er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden, og det ikke svekker foretakets evne til å opptre ærlig, redelig og profesjonelt i samsvar med kundens beste interesser.

(2) Som vederlag etter første ledd omfattes alle former for penge- og naturalytelser. Første ledd omfatter ikke utgifter som muliggjør eller er nødvendige for å gjennomføre investeringstjenesten, herunder kostnader til depotbank, handelsplasser, verdipapirregistre, oppgjørssentraler og juridisk bistand. Slike utgifter må etter sin art ikke gi opphav til konflikt med foretakets plikt til å opptre ærlig, redelig og profesjonelt i samsvar med kundens beste interesser.

(3) Kunden skal før tjenesten ytes motta korrekt, fullstendig og forståelig informasjon om vederlag etter første ledd, herunder vederlagets art og verdi, eller beregningsmåte dersom verdien ikke kan fastsettes. Dersom vederlaget skal overføres til kunden, skal det gis informasjon om fremgangsmåten for slik overføring. Informasjonen skal gis skriftlig.

(4) Et verdipapirforetak som yter aktiv forvaltning eller informerer kunden om at det yter uavhengig investeringsrådgivning, jf. § 10-10 tredje ledd nr. 1, kan ikke motta og beholde vederlag fra andre enn kunden. Dette gjelder likevel ikke mindre naturalytelser som kan forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden og er av slik art og et slikt omfang at foretakets evne til å ivareta kundens beste interesser ikke svekkes. Kunden skal gis skriftlig informasjon om mindre naturalytelser foretaket mottar og beholder.

(5) Departementet kan fastsette forskrift med bestemmelser som i særlige tilfeller forbyr eller stiller ytterligere krav til mottak av vederlag fra, eller yting av vederlag til, andre enn kunden.

Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-13 *Avlønning av ansatte*

(1) Verdipapirforetak skal ikke avlønne ansatte eller evaluere ansattes prestasjoner på en slik måte at evnen til å påse at kundens interesser ivaretas på beste måte, svekkes. Foretaket skal herunder ikke benytte avlønningsordninger, salgsmål eller andre insentiver som kan påvirke ansatte til å anbefale et bestemt finansielt instrument til en ikke-profesjonell kunde fremfor et annet finansielt instrument som er bedre egnet for kunden.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-14 *Kompetansekrav for ansatte*

(1) Verdipapirforetak skal sikre at personer som yter investeringsrådgivning eller gir informasjon om finansielle instrumenter, investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, har den kunnskap og kompetanse som kreves for å sikre at foretakets virksomhet oppfyller kravet til god forretningsskikk og øvrige krav som følger av §§ 10-10 til 10-17.

(2) Næringsorganisasjon eller tilknyttet juridisk enhet som gir opplæring til og autoriserer personer ansatt i verdipapirforetak, tilknyttet agent eller filial av utenlandsk foretak som yter investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet i Norge, kan behandle slike opplysninger som nevnt i personvernforordningen artikkel 10 som ledd i vurderingen av om en ansatt skal gis autorisasjon, fratas autorisasjon eller gis advarsel.

(3) Departementet kan gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-15 *Vurdering av egnethet og hensiktsmessighet*

(1) Verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning eller driver aktiv forvaltning, skal innhente nødvendige opplysninger om kundens eller den potensielle kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål, herunder kundens risikotoleranse og evne til å bære tap. Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som egner seg for vedkommende, og spesielt at de er i samsvar med kundens risikotoleranse og evne til å bære tap. Dersom foretaket anbefaler en pakke av tjenester eller produkter sammensatt etter § 10-10 niende ledd, skal den samlede pakken være egnet.

(2) Et verdipapirforetak skal når det yter andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning, søke å innhente opplysninger om kundens eller den potensielle kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet. Foretakets undersøkelser skal sette det i stand til å vurdere om den påtenkte investeringstjenesten eller det påtenkte investeringsproduktet er hensiktsmessig for kunden. Dersom en pakke av tjenester eller produkter sammensatt etter § 10-10 niende ledd er aktuell, skal foretaket vurdere om den samlede pakken er hensiktsmessig.

(3) Hvis verdipapirforetaket vurderer at investeringstjenesten eller investeringsproduktet ikke er hensiktsmessig etter annet ledd, skal kunden eller den potensielle kunden advares om dette. Dersom kunden eller den potensielle kunden velger å ikke gi opplysninger som verdipapirforetaket plikter å innhente, eller gir ufullstendige opplysninger, skal foretaket advare om at dette gjør at foretaket ikke kan vurdere hva som er hensiktsmessig for vedkommende.

(4) Annet og tredje ledd gjelder ikke når verdipapirforetaket yter investeringstjenester som utelukkende består av mottak, formidling og utførelse av ordre, med eller uten tilknyttede tjenester, forutsatt at følgende vilkår er oppfylt:

1. tjenestene gjelder finansielle instrumenter som ikke er komplekse,
2. tjenestene ytes på kundens eller den potensielle kundens initiativ,
3. kunden eller den potensielle kunden underrettes klart om at verdipapirforetaket ikke har plikt til å vurdere hensiktsmessigheten av instrumentet eller tjenesten, og at den investorbeskyttelsen som denne plikten medfører dermed ikke er til stede, og
4. verdipapirforetaket etterlever kravene til håndtering av interessekonflikter etter § 10-2.

(5) Unntaket etter fjerde ledd gjelder ikke når det ytes kreditt etter § 2-6 nr. 2 som overstiger tidligere innvilget kredittramme.

(6) Advarsler etter tredje ledd kan gis i et standardisert format.

(7) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-16 *Ikke-komplekse finansielle instrumenter*

(1) Følgende finansielle instrumenter regnes ikke som komplekse etter § 10-15 fjerde ledd nr. 1:

1. aksjer opptatt til handel på et regulert marked eller et likeverdig tredjestatsmarked eller på en multilateral handelsfasilitet, med unntak av

aksjer med derivatelement og aksjer i alternative investeringsfond,
2. obligasjoner eller andre gjeldsinstrumenter opptatt til handel på et regulert marked eller et likeverdig tredjestatsmarked eller på en multilateral handelsfasilitet, og som ikke inneholder et derivatelement eller har en struktur som gjør det vanskelig for kunden å forstå risikoen,
3. pengemarkedsinstrumenter som ikke inneholder et derivatelement eller har en struktur som gjør det vanskelig for kunden å forstå risikoen,
4. aksjer eller andeler i UCITS som definert i verdipapirfondloven § 1-2 nr. 4, unntatt strukturerte UCITS som omhandlet i forordning (EU) nr. 583/2010 artikkel 36 nr. 1 annet avsnitt,
5. strukturerte innskudd som ikke har en oppbygning som gjør det vanskelig for kunden å forstå avkastningsrisikoen eller kostnadene ved førtidig oppsigelse av produktet,
6. andre finansielle instrumenter som ikke er å anse som komplekse sett hen til formålet med § 10-15 fjerde ledd.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her, herunder bestemmelser om hva som er å anse som likeverdig tredjestatsmarked.

§ 10-17 *Rapportering til kunder mv.*

(1) Verdipapirforetak skal ha et kunderegister som omfatter dokumentene som regulerer avtaleforholdet mellom partene, herunder dokumenter som viser betingelsene for foretakets tjenesteyting overfor kunden. Partenes avtalte rettigheter og plikter kan fremgå i registeret ved henvisning til andre dokumenter eller til offentligrettslig regulering.

(2) Verdipapirforetak skal gi kunden hensiktsmessige rapporter om tjenestene foretaket har utført. Rapportene skal omfatte periodisk informasjon til kunden hvor det tas hensyn til arten og kompleksiteten til de finansielle instrumentene og tjenestene som er ytt. Rapportene skal også omfatte relevante kostnader i tilknytning til transaksjoner og tjenester som er utført for kundens regning.

(3) Verdipapirforetak skal når det yter investeringsrådgiving til en ikke-profesjonell kunde, gi kunden en erklæring om egnethet før transaksjonen gjennomføres. Egnethetserklæringen skal spesifisere foretakets råd og begrunne hvordan rådet svarer til kundens preferanse, mål og andre egenskaper.

(4) Dersom transaksjonsavtalen inngås ved fjernkommunikasjon, kan erklæring etter tredje ledd gis umiddelbart etter at det er inngått avtale dersom:
1. bruken av fjernkommunikasjonsmiddelet forhindret foretaket i å gi informasjonen tidligere,
2. kunden har samtykket til å motta egnethetserklæringen umiddelbart etter at transaksjonen er utført, og
3. verdipapirforetaket har gitt kunden anledning til å utsette transaksjonen for å motta egnethetserklæringen på forhånd.

(5) Når et verdipapirforetak yter aktiv forvaltning til en ikke-profesjonell kunde eller har informert en slik kunde om at foretaket vil gi kunden en periodisk egnethetsvurdering, skal den periodiske informasjonen til kunden omfatte en oppdatert erklæring om hvordan investeringen svarer til kundens preferanse, mål og andre egenskaper.

(6) Dokumentasjon etter annet til femte ledd skal gis på et varig medium.

(7) Kravene i denne bestemmelsen og i §§ 10-14 til 10-16 gjelder ikke kredittavtaler knyttet til boligeiendom som er underlagt reglene om vurdering av forbrukers kredittverdighet etter finansavtaleloven kapittel 3, dersom det utstedes en pantobligasjon som sikkerhet for kredittavtalen, og det i den forbindelse ytes en investeringstjeneste til forbrukeren.

(8) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-18 *Tjenesteyting via annet verdipapirforetak*

(1) Dersom et verdipapirforetak formidler instruksjoner om å utføre investeringstjenester eller tilknyttede tjenester på vegne av en kunde til et annet verdipapirforetak, kan verdipapirforetaket som mottar instruksjonene, legge til grunn informasjonen som gis om kunden og eventuelle anbefalinger i forbindelse med tjenesten eller transaksjonen som kunden har fått fra det andre verdipapirforetaket.

(2) Verdipapirforetaket som formidler instruksjonene, forblir i slike tilfeller ansvarlig for at informasjonen er fullstendig og korrekt, og at eventuelle anbefalinger eller råd er egnet for kunden.

(3) Verdipapirforetaket som mottar instruksjonene, plikter å utføre de aktuelle tjenester basert på informasjonen og anbefalinger som nevnt i første ledd i samsvar med alle relevante bestemmelser i kapittel 10.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-19 *Best mulig resultat ved utførelse av ordre*

(1) Verdipapirforetak skal ved utførelse av en kundeordre, gjennomføre tilstrekkelige tiltak for å oppnå best mulig resultat for kunden. Pris, kostnader, hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør av ordren, ordrens størrelse og art og andre relevante forhold for å utføre kundeordren skal hensyntas. Dersom kunden har gitt spesifikke instruksjoner, skal ordre utføres i samsvar med disse.

(2) Ved utførelse av ordre på vegne av en ikkeprofesjonell kunde, bestemmes best mulige resultat ut fra det samlede vederlaget kunden skal betale i forbindelse med ordreutførelsen. Det samlede vederlaget skal omfatte prisen på det finansielle instrumentet og kostnader ved ordreutførelsen. Kostnadene skal inkludere samtlige direkte kostnader for kunden i forbindelse med utførelsen, herunder avgifter for bruk av utførelsesplass, sentrale motparter og verdipapirregistre, samt andre kostnader og avgifter til en tredjepart som er involvert i utførelsen av ordren.

(3) For å sikre best mulig resultat for kunden når ordren kan utføres på flere utførelsesplasser, og for å sammenligne resultatene som kan oppnås for kunden på de ulike utførelsesplassene nevnt i verdipapirforetakets retningslinjer for ordreutførelse, skal verdipapirforetaket ta hensyn til egne provisjoner og kostnader ved å utføre ordren på de ulike utførelsesplassene.

(4) Verdipapirforetak skal ha effektive systemer, prosedyrer og ordninger for å sikre etterlevelse av bestemmelsen i første ledd. Verdipapirforetaket skal blant annet utarbeide og benytte retningslinjer for utførelse av kundeordrer.

(5) Verdipapirforetakets retningslinjer skal for hver type finansielt instrument foretaket handler med, inneholde informasjon om de ulike utførelsesplasser som benyttes, og hvilke faktorer som bestemmer valget av utførelsesplass. Retningslinjene skal minst omfatte de utførelsesplassene som vanligvis gir best resultat ved utførelse av kundeordrer.

(6) Før utførelse av en kundeordre skal verdipapirforetaket opplyse om foretakets retningslinjer for ordreutførelse og innhente kundens samtykke til disse. Verdipapirforetaket skal på en lettfattelig og tydelig måte gi kunden informasjon om hvordan ordre blir utført av foretaket.

(7) Dersom retningslinjene tillater at kundeordrer utføres utenfor en handelsplass, skal kundene gis informasjon om dette. Verdipapirforetaket skal innhente uttrykkelig samtykke fra kunden før foretaket utfører kundens ordre utenfor en handelsplass. Slikt samtykke kan innhentes gjennom en generell avtale eller i forbindelse med den enkelte transaksjon.

(8) Verdipapirforetak skal kontrollere sine systemer og retningslinjer for ordreutførelse for å avdekke og utbedre eventuelle svakheter. Blant annet skal verdipapirforetaket jevnlig evaluere om bruk av utførelsesplassene som nevnt i retningslinjene, er egnet til å oppnå best mulig resultat for kundene, eller om det er behov for endringer. I vurderingen skal verdipapirforetaket legge vekt på informasjon som er offentliggjort etter § 10-20. Verdipapirforetaket skal opplyse om alle vesentlige endringer i foretakets systemer og retningslinjer for ordreutførelse til kunder som foretaket har en løpende relasjon med.

(9) På kundens forespørsel skal verdipapirforetaket kunne påvise at kundeordrene er utført i tråd med foretakets retningslinjer.

(10) Etter at verdipapirforetaket har utført en kundeordre, skal foretaket informere kunden om hvor ordren ble utført.

(11) Verdipapirforetak skal ikke motta penge- eller naturalytelser for å utføre ordrer ved en bestemt handelsplass eller utførelsesplass som strider imot bestemmelsene i § 9-16 første ledd nr. 2, § 10-2 eller § 10-12.

(12) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-20 *Offentliggjøring av informasjon om ordreutførelse*

(1) Handelsplasser og systematiske internaliserere skal minst en gang i året offentliggjøre opplysninger om kvaliteten på ordreutførelsen for finansielle instrumenter som er omfattet av handelsplikten i verdipapirmarkedsforordningen artikkel 23 og 28. Tilsvarende skal utførelsesplasser minst en gang i året offentliggjøre opplysninger om kvaliteten på ordreutførelsen for finansielle instrumenter som ikke er underlagt denne handelsplikten. Slike rapporter skal offentliggjøres vederlagsfritt og inneholde opplysninger om pris, kostnader, hurtighet og sannsynlighet for gjennomføring av ordren for hvert enkelt finansielt instrument.

(2) Verdipapirforetak som utfører ordrer, skal årlig offentliggjøre informasjon om de fem utførelsesplasser der foretaket har hatt høyest handelsvolum det foregående året innenfor hver kategori av finansielle instrumenter. Offentliggjøringen skal inneholde informasjon om kvaliteten på ordreutførelsen.

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

§ 10-21 *Håndtering av kundeordre*

(1) Verdipapirforetak skal etablere prosedyrer og ordninger som sikrer hurtig, rettferdig og effektiv utførelse av kundeordrer, vurdert i forhold til verdipapirforetakets øvrige kundeordrer og foretakets handel for egen regning. Prosedyrene og ordningene skal legge til rette for utførelse av sammenlignbare kundeordrer i den rekkefølgen de er kommet inn.

(2) Dersom en kundeordre som angir pris og antall i aksjer notert på regulert marked eller handlet på en handelsplass, ikke kan utføres umiddelbart på grunn av markedsforholdene, og verdipapirforetaket ikke har mottatt annen instruks fra kunden, skal foretaket straks treffe tiltak for raskest mulig utførelse ved å offentliggjøre ordren på en måte som er tilgjengelig for markedsaktørene. Plikten til å offentliggjøre ordren anses oppfylt dersom ordren gjøres tilgjengelig på en handelsplass.

(3) Finanstilsynet kan frita verdipapirforetak fra plikten til å offentliggjøre ordren etter annet ledd dersom ordren er stor i forhold til den normale markedsstørrelsen etter artikkel 4 i verdipapirmarkedsforordningen.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-22 *Tilknyttede agenter*

(1) Verdipapirforetak kan benytte tilknyttede agenter for å markedsføre sine tjenester, skaffe oppdrag, motta og formidle instruksjoner eller ordrer i relasjon til investeringstjenester eller finansielle instrumenter, plassere finansielle instrumenter og gi råd om de finansielle instrumenter, investeringstjenester og tilknyttede tjenester som verdipapirforetaket tilbyr, forutsatt at verdipapirforetaket selv har tillatelse til å yte slike tjenester. Virksomhet som tilknyttet agent krever ikke tillatelse etter § 9-1. Agenten kan være tilknyttet bare ett verdipapirforetak.

(2) Verdipapirforetak er ansvarlig for all virksomhet som agenten forestår på foretakets vegne, og skal ved bruk av agent påse at foretaket fortsatt overholder sine plikter etter denne loven. Verdipapirforetaket plikter å påse at tilknyttede agenter alltid opplyser om agentforholdet ved kontakt med kunder eller potensielle kunder. Opplysningene må minst omfatte verdipapirforetakets identitet, de tjenester som tilbys i agentforholdet, samt at verdipapirforetaket fullt ut er ansvarlig for agentens virksomhet. Opplysningene skal gis skriftlig eller over telefon med lydopptak.

(3) Tilknyttede agenter skal registreres i et offentlig tilgjengelig register. Registeret skal føres av Finanstilsynet. Registeret skal inneholde opplysninger om tilknyttede agenter etablert i Norge, og om norske verdipapirforetaks tilknyttede agenter etablert i en annen EØS-stat. Verdipapirforetak kan bare benytte tilknyttede agenter som er registrert i Norge eller i tilsvarende register i en annen EØS-stat. Verdipapirforetaket skal melde fra til Finanstilsynet dersom tilknytningen til en agent opphører.

(4) Tilknyttede agenter skal ha tilstrekkelig godt omdømme og besitte nødvendig kunnskap og kompetanse til å yte de tilbudte tjenestene, og til å gi relevante opplysninger til kunder. Registrering i Norge kan bare skje dersom verdipapirforetaket bekrefter at foretakets tilknyttede agent er egnet. Finanstilsynet kan nekte registering av en tilknyttet agent dersom agenten ikke anses egnet.

(5) Verdipapirforetak skal iverksette nødvendige tiltak for å unngå at eventuell virksomhet som agenten driver utenfor denne lovens virkeområde, får negative virkninger for virksomheten agenten driver på vegne av verdipapirforetaket.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 10-23 *Tjenesteyting overfor kvalifiserte motparter*

(1) Verdipapirforetak med tillatelse til å yte tjenester som nevnt i § 2-1 første ledd nr. 1 til 3, kan medvirke til eller gjennomføre transaksjoner med kvalifiserte motparter uten å overholde kravene etter § 10-9, § 10-10 første, åttende og niende ledd, §§ 10-11 til 10-16, § 10-17 første og syvende ledd, § 10-19, § 10-20 og § 10-21 første ledd i forbindelse med disse transaksjonene eller tilknyttede tjenester som er direkte relatert til disse transaksjonene.

(2) Følgende skal regnes som kvalifiserte motparter i bestemmelsen her:

1. verdipapirforetak,
2. kredittinstitusjoner,
3. forsikringsselskap,
4. innretninger for kollektiv investering og forvaltere for slike innretninger,
5. pensjonsforetak og forvaltningsselskaper for slike foretak,
6. andre godkjente eller lovregulerte finansforetak,
7. offentlige myndigheter på nasjonalt nivå, inkludert sentralbanker og overnasjonale organisasjoner.

(3) Kravene i §§ 10-9 til 10-21 skal likevel gjelde dersom en kvalifisert motpart anmoder om dette overfor verdipapirforetaket.

(4) Verdipapirforetak skal opptre ærlig, redelig og profesjonelt overfor en kvalifisert motpart og kommunisere på en måte som er redelig, klar og ikke villedende, tatt i betraktning den kvalifiserte motpartens art og virksomhet.

(5) Verdipapirforetak som inngår i transaksjoner etter første ledd med kvalifiserte motparter, skal innhente uttrykkelig bekreftelse fra den kvalifiserte motparten om at vedkommende samtykker til å bli behandlet som kvalifisert motpart. Bekreftelsen kan innhentes gjennom en generell avtale eller i forbindelse med den enkelte transaksjonen.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen, herunder utvide kretsen av kvalifiserte motparter, samt fastsette særlige regler i forbindelse med utvidelsen.

§ 10-24 *Nemndsbehandling av tvister*

Finansforetaksloven § 16-3 gjelder tilsvarende for verdipapirforetak.

§ 10-25 *Lenke til nettbasert prisportal*

Departementet kan i forskrift fastsette en plikt for verdipapirforetak til å lenke til prisopplysninger i nettbaserte prisportaler.

Etter kapittel 10 skal del 4 til 6 lyde:

Del 4. Regulerte markeder

Kapittel 11. Søknad og vilkår for tillatelse for regulert marked

I. Tillatelse, søknad og tilbakekall

§ 11-1 *Tillatelse til å drive et regulert marked og løpende overensstemmelse med vilkår*

(1) Et regulert marked kan bare drives av markedsoperatør som har tillatelse til dette fra departementet.

(2) Tillatelse etter første ledd skal bare gis der departementet anser at vilkårene etter kapittel 11 og 12 og utfyllende forskrifter er oppfylt.

(3) Markedsoperatøren er ansvarlig for at det regulerte markedet og markedsoperatøren selv innretter virksomheten slik at den til enhver tid er i overensstemmelse med loven her og de vilkår som er satt for tillatelsen, og skal opplyse departementet om vesentlige endringer i forutsetningene som lå til grunn for tillatelsen. Markedsoperatøren skal kunne utøve rettigheter på vegne av det regulerte markedet etter loven her.

(4) Foretak som ikke har tillatelse som markedsoperatør for regulert marked etter denne loven, kan ikke benytte betegnelsen regulert marked i eller som tillegg til sitt navn, eller ved omtale av sin virksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har tillatelse etter denne loven.

(5) Departementet kan i forskrift fastsette hvilke bestemmelser etter loven som skal gjelde både markedsoperatøren og regulert marked der disse er to ulike rettssubjekt.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-2 *Søknad om tillatelse*

(1) I søknad om tillatelse skal markedsoperatøren fremlegge alle opplysninger som departementet trenger for å sikre at de lovbestemte kravene for regulert marked og markedsoperatør er oppfylt, herunder en virksomhetsplan der det blant annet gis opplysninger om arten av virksomheten og organiseringen av denne. Utkast til regler og forretningsvilkår skal vedlegges søknaden. Departementet kan be om ytterligere opplysninger.

(2) Vedtak om tillatelse skal meddeles søkeren snarest mulig og senest seks måneder etter at søknaden ble mottatt. Dersom søknaden ikke inneholder opplysninger som er nødvendige for å avgjøre om tillatelse skal gis, regnes fristen fra det tidspunktet slike opplysninger ble mottatt.

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

§ 11-3 *Endring og tilbakekall av tillatelse*

(1) Departementet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til en markedsoperatør dersom:

1. markedsoperatøren ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på tillatelsen eller har opphørt å drive regulert marked i mer enn seks måneder,
2. markedsoperatøren har fått tillatelsen ved bruk av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. markedsoperatøren ikke lenger oppfyller vilkårene for tillatelsen, herunder krav til ansvarlig kapital,
4. markedsoperatøren foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, slik at det er grunn til å frykte for at fortsettelse av virksomheten kan skade aktører på det regulerte markedet, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet, eller

5. markedsoperatøren ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 19-7 eller finanstilsynsloven § 4 første ledd nr. 7.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-4 *Sammenslåing og deling av regulert marked mv.*

(1) Vedtak om sammenslåing eller deling av markedsoperatører skal meddeles departementet minst tre måneder før vedtaket gjennomføres. Tilsvarende gjelder ved avhendelse av en vesentlig del av konsesjonspliktig virksomhet. Departementet avgjør i tvilstilfelle om avhendelsen omfatter en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten. Departementet kan innen tre måneder fra melding er mottatt nekte sammenslåing, deling eller avhendelse, sette vilkår for gjennomføring av transaksjonen eller endre tillatelsen.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-5 *Virksomhet i utlandet*

(1) En markedsoperatør for norsk regulert marked som skal utøve virksomhet i utlandet gjennom datterselskap eller filial, skal ha tillatelse fra departementet.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

II. Vilkår for tillatelse

§ 11-6 *Organisasjonsform*

(1) En markedsoperatør for regulert marked skal være organisert som allmennaksjeselskap.

(2) Departementet kan gjøre unntak fra kravet til foretaksform og fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-7 *Krav til ledelsen av markedsoperatøren*

(1) Markedsoperatøren skal ha et styre med minst fem medlemmer. Daglig leder kan ikke være medlem av styret.

(2) Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av markedsoperatøren, skal ha tilstrekkelige kvalifikasjoner og erfaring, ha ført en hederlig vandel og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig atferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte. Personer som nevnt i første punktum skal fremlegge ordinær politiattest etter politiregisterloven § 40.

(3) Bestemmelsene i § 9-10 annet til niende ledd gjelder tilsvarende for markedsoperatører.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-8 *Styrets oppgaver og ansvar*

(1) Styret har det overordnede ansvar for forvaltningen av markedsoperatøren og skal føre tilsyn med foretakets virksomhet. Styret skal sørge for at foretaket organiseres og ledes på en effektiv og fornuftig måte, herunder på en måte som sikrer at de ulike delene av virksomheten holdes atskilt og forhindrer interessekonflikter, og som fremmer markedets integritet.

(2) Styret skal overvåke og regelmessig vurdere hvor effektiv markedsoperatørens organisering og ledelse er, og treffe egnede tiltak for å avhjelpe eventuelle mangler.

(3) Styremedlemmene skal ha tilstrekkelig tilgang til opplysninger og dokumenter som de trenger for å føre tilsyn med beslutninger som treffes av markedsoperatørens daglige ledelse.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-9 *Nominasjonskomité*

Departementet kan i forskrift fastsette regler om krav om nominasjonskomité for markedsoperatøren.

§ 11-10 *Eierkontroll for regulert marked som ikke er børs*

(1) Den som er eier av en betydelig eierandel i markedsoperatør for regulert marked som ikke er børs, eller i det regulerte markedet selv, skal være egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

(2) Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en markedsoperatør for regulert marked som ikke er børs, eller i det regulerte markedet selv, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av foretaket eller det regulerte markedet selv. Likt med eie av aksjer etter første punktum regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som reelt aksjeeie.

(3) Erverv som fører til at erververen blir eier av en betydelig eierandel, kan bare gjennomføres etter at melding om dette på forhånd er sendt Finanstilsynet. Det samme gjelder erverv som øker eierandelen slik at denne direkte eller indirekte overstiger 20, 30 eller 50 prosent av aksjekapitalen eller stemmene. Annet ledd annet punktum gjelder tilsvarende.

(4) Likt med aksjeeierens egne aksjer etter første til tredje ledd regnes aksjer som eies eller erverves av aksjeeierens nærstående som definert

i § 2-5. Departementet avgjør i tvilstilfelle om aksjer som aksjeeieren ikke eier, skal likestilles med egne aksjer.

(5) Melding om erverv etter tredje ledd skal inneholde opplysninger som er nødvendige for å gjennomføre eierkontroll etter denne bestemmelsen. Den som erverver en betydelig eierandel, skal fremlegge ordinær politiattest etter politiregisterloven § 40 dersom Finanstilsynet ber om det. Markedsoperatøren skal offentliggjøre opplysninger om egne og det regulerte markedets eiere og eierandeler.

(6) Finanstilsynet skal innen tre måneder fra melding som nevnt i annet og tredje ledd er komplett, nekte slikt erverv dersom vedkommende aksjeeier ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket.

(7) Ved avhendelse av en eierandel som medfører at eierandelens størrelse kommer under grensene som nevnt i annet eller tredje ledd, skal det gis melding til Finanstilsynet.

(8) Departementet kan i forskrift gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-11 *Internkontroll*

(1) Styret i markedsoperatøren skal fastsette retningslinjer for internkontroll og skal forvisse seg om at internkontrollen etableres, gjennomføres og dokumenteres på en forsvarlig måte i samsvar med styrets retningslinjer og pålegg.

(2) Daglig leder skal sørge for at internkontroll etableres og gjennomføres i samsvar med lov og forskrifter samt styrets retningslinjer og pålegg.

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

§ 11-12 *Revisor*

Finanstilsynet kan gi nærmere regler om revisors arbeidsoppgaver i en markedsoperatør.

§ 11-13 *Taushetsplikt*

(1) Tillitsvalgte og ansatte i en markedsoperatør plikter å hindre at uvedkommende får adgang eller kjennskap til det som de i sitt arbeid får vite om andres forretningsmessige eller personlige forhold med mindre noe annet følger av denne eller annen lov. Vedkommende må heller ikke gjøre bruk av slike opplysninger ved ervervsvirksomhet eller ved kjøp og salg av finansielle instrumenter. Bestemmelsene i forvaltningsloven §§ 13 a til 13 e gjelder tilsvarende.

(2) Taushetsplikten gjelder også etter at vedkommende har sluttet i tjenesten eller vervet.

(3) Taushetsplikt etter første og annet ledd er ikke til hinder for at opplysninger gis tilsynsmyndighetene.

(4) Departementet kan i forskrift eller ved enkeltvedtak gjøre unntak fra taushetsplikten overfor annet regulert marked, verdipapirregister, sentral motpart, utenlandske tilsynsmyndigheter, andre offentlige myndigheter og internasjonale eller overnasjonale institusjoner.

(5) Taushetsplikt etter bestemmelsen her og forskrifter fastsatt i medhold av fjerde og sjette ledd gjelder tilsvarende for andre personer som mottar opplysninger underlagt lovpålagt taushetsplikt fra markedsoperatøren.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-14 *Habilitetskrav*

(1) Tillitsvalgte og ansatte i en markedsoperatør må ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål som har slik særlig betydning for egen del eller for noen nærstående at vedkommende må anses for å ha en fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken. Vedkommende må heller ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av noe spørsmål som har fremtredende økonomisk særinteresse for selskap, forening eller annen offentlig eller privat institusjon som vedkommende er knyttet til.

(2) Departementet kan i forskrift fastsette begrensninger i ansattes og tillitsvalgtes adgang til å ha styreverv eller biverv i selskap hvis finansielle instrumenter er opptatt til notering og handel på vedkommende regulerte marked. Departementet kan fastsette tilsvarende begrensning for ansatte og tillitsvalgte i foretak som inngår i samme konsern som det regulerte markedet. Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-15 *Adgangen til å eie finansielle instrumenter m.m.*

(1) Markedsoperatøren kan ikke eie finansielle instrumenter som er opptatt til notering og handel på et regulert marked som det driver, eller eie rettigheter til slike, med unntak av obligasjoner utstedt av en EØS-stat.

(2) Ansatte i markedsoperatøren kan bare erverve eller avhende finansielle instrumenter i den utstrekning det følger av forskrift fastsatt av departementet. Departementet kan i forskrift fastsette begrensninger i tillitsvalgtes adgang til å foreta slike transaksjoner, og kan fastsette forskrift om at ansatte og tillitsvalgte skal melde egne handler og handler foretatt av nærstående til

det regulerte markedet eller Finanstilsynet. Reglene i annet punktum gjelder tilsvarende for ansatte og tillitsvalgte i foretak som inngår i samme konsern som det regulerte markedet.

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

§ 11-16 *Krav til ansvarlig kapital*

(1) En markedsoperatør skal til enhver tid ha en ansvarlig kapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i foretaket.

(2) Ved vurderingen av foretakets risiko skal det blant annet tas hensyn til virksomhetsrisiko, kontraktsrisiko, operasjonell risiko og annen særlig risiko som foretakets virksomhet er eksponert for.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om hva som skal regnes som foretakets ansvarlige kapital, samt om minstekrav til ansvarlig kapital.

§ 11-17 *Likviditetskrav*

(1) En markedsoperatør skal ha en beholdning av likvide midler, eller tilgang til slike, som anses betryggende ut fra foretakets virksomhet og situasjon.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-18 *Organisatoriske krav*

(1) Et regulert marked skal fastsette interne regler og treffe nødvendige tiltak som til enhver tid sikrer:

1. identifisering og håndtering av interessekonflikter mellom det regulerte markedet, dets eiere eller markedsoperatør på den ene siden, og markedets oppgaver og funksjoner på den annen side,
2. identifisering og håndtering av vesentlige risikoer som virksomheten utsettes for, at markedet har systemer for en forsvarlig drift av det tekniske systemet, herunder effektive ordninger i tilfelle teknisk avbrudd,
3. transparente og ikke-diskresjonære handelsregler og prosedyrer etter § 12-2, herunder etablering av objektive kriterier for effektiv gjennomføring av ordrer,
4. at det legges til rette for effektiv og rettidig gjennomføring av transaksjoner i systemet.

(2) Markedsoperatøren kan ikke utføre kundeordrer mot egen beholdning eller ved prinsipalmatchingshandel, jf. § 9-27 femte ledd, på et regulert marked som det driver.

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

§ 11-19 *Robuste systemer og automatiske handelssperrer på regulert marked*

(1) Et regulert marked skal ha effektive systemer, prosedyrer og ordninger som til enhver tid sikrer at handelssystemet:

1. er robust og har tilstrekkelig kapasitet for å kunne håndtere høye ordre- og meldingsvolum,
2. sikrer velordnet handel ved alvorlig markedsuro,
3. er fullt gjennomtestet.

(2) Et regulert marked skal ha beredskapsplaner og systemer som sikrer kontinuerlig drift ved svikt i handelssystemet.

(3) Et regulert marked skal ha effektive systemer og prosedyrer og treffe nødvendige tiltak for å avvise ordrer som overstiger nærmere bestemte volum- og pristerskler, eller som er åpenbart feilaktige.

(4) Det regulerte markedet kan midlertidig stanse eller begrense handelen for en kort periode ved betydelige prissvingninger for et finansielt instrument på det regulerte markedet eller et annet relatert marked. Det regulerte markedet kan i særlige tilfeller kansellere, endre eller korrigere enhver transaksjon.

(5) Det regulerte markedets parametere for stans av handelen skal være hensiktsmessige og ta hensyn til likviditeten innen forskjellige aktivaklasser og underkategorier, markedsmodellens art og type aktører. Parameterne skal settes slik at betydelige forstyrrelser i handelen unngås.

(6) Det regulert markedet skal underrette Finanstilsynet om parameterne for stans av handel og vesentlige endringer av disse. Et regulert marked som anses vesentlig ut fra likviditeten i det finansielle instrumentet, skal melde stans av handelen i et finansielt instrument til Finanstilsynet. Det regulert markedet skal ha hensiktsmessige systemer og rutiner for slik melding.

(7) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-20 *Avtaler med prisstillere*

(1) Et regulert marked skal ha skriftlige avtaler med alle verdipapirforetak som opptrer som prisstillere.

(2) Et regulert marked skal ha ordninger som sikrer at et tilstrekkelig antall verdipapirforetak inngår avtale med det regulerte markedet om å stille bindende priser slik at markedet tilføres likviditet på en regelmessig og forutsigbar basis, dersom dette er hensiktsmessig ut fra arten og omfanget av handelen på det regulerte markedet.

(3) Avtalene som nevnt i første ledd skal spesifisere hvilke forpliktelser prisstilleren har til å tilføre likviditet og eventuelle andre forpliktelser som pålegges prisstilleren ved deltakelse i ordningen som nevnt i annet ledd. Avtalene skal også spesifisere hvilke insentiver i form av rabatter eller annet som tilbys verdipapirforetaket for å tilføre likviditet på regelmessig og forutsigbar basis og eventuelle andre rettigheter som tilbys ved deltakelse i ordningen som nevnt i annet ledd.

(4) Det regulerte markedet skal overvåke og håndheve prisstillerenes etterlevelse av avtalene. Det regulert markedet skal underrette Finanstilsynet om innholdet i avtalene og ved forespørsel fremskaffe alle nødvendige opplysninger.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-21 *Algoritmehandel*

(1) Et regulert marked skal ha effektive systemer og prosedyrer og treffe nødvendige tiltak for å forhindre at algoritmebaserte handelssystemer skaper eller bidrar til uordnede markedsforhold, og for å håndtere slike markedsforhold dersom de likevel oppstår.

(2) Et regulert marked skal ha systemer som begrenser andelen ikke-utførte ordrer i forhold til transaksjonene som kan gjennomføres i systemet av et medlem, slik at det er mulig å bremse ordrestrømmen dersom det er risiko for at kapasiteten i systemet overstiges.

(3) Et regulert marked skal ha systemer for å håndheve krav til minste tillatte kursendring som kan anvendes på markedet, jf. § 11-24.

(4) Et regulert marked skal kreve at medlemmene gjør hensiktsmessige tester av sine algoritmer, og skal stille testmiljøer tilgjengelig for slik testing.

(5) Et regulert marked skal ved hjelp av melding fra medlemmene kunne identifisere hvilke ordrer som er generert gjennom algoritmehandel, hvilke algoritmer som er benyttet for ulike ordrer, og hvilke personer som har initiert disse.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-22 *Direkte elektronisk tilgang*

(1) For et regulert marked som tillater direkte elektronisk tilgang, gjelder følgende:

1. Det regulerte markedet skal ha effektive systemer og prosedyrer og treffe nødvendige tiltak for å sikre at bare medlemmer som har tillatelse som verdipapirforetak etter direktiv 2014/65/EU eller som kredittinstitusjon etter direktiv 2013/36/EU, tilbyr slik tilgang. Tilsvarende gjelder for å sikre at medlemmene har fastsatt hensiktsmessige kriterier om egnethet for brukere av tilgangen, og at medlemmene har ansvaret for ordrer og handler som utføres ved anvendelse av tjenesten i samsvar med loven her, jf. § 9-24.
2. Det regulerte markedet skal ha hensiktsmessige regler for risikokontroll og terskler for handel gjennom direkte elektronisk tilgang, og skal kunne skille, og ved behov stanse, ordrer og handler utført gjennom slik tilgang uten å stoppe andre ordrer fra samme medlem.
3. Det regulerte markedet skal ha ordninger for suspensjon eller opphør av direkte elektronisk tilgang fra et medlem dersom kravene etter bestemmelsen her ikke overholdes.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-23 *Samlokaliseringstjenester og avgiftsstruktur*

(1) Et regulert marked skal ha klare, rettferdige og ikke-diskriminerende regler om samlokaliseringstjenester.

(2) Et regulert marked skal ha en avgiftsstruktur, herunder for utførelse av ordrer og for rabatter, som er klar, rettferdig og ikke-diskriminerende. Avgiftsstrukturen skal ikke motivere til å legge inn, endre eller kansellere ordrer eller utføre transaksjoner på en måte som bidrar til uordnede markedsforhold eller markedsmisbruk.

(3) Et regulert marked skal stille krav om prisstillelse i enkeltaksjer eller en kurv av aksjer i bytte mot eventuelle rabatter som gis.

(4) Avgifter kan fastsettes for hvert finansielt instrument. Avgift for kansellerte ordrer kan fastsettes ut fra hvor lenge ordren ligger inne før kansellering. Det kan fastsettes høyere avgifter for en ordre som i ettertid kanselleres, og for medlemmer som kansellerer en høy andel av ordrene de legger inn, og for medlemmer som benytter høyfrekvente algoritmer i den utstrekning de høyere avgiftene gjenspeiler den ekstra belastningen slik handel er for kapasiteten i handelssystemet.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-24 *Minste tillatte kursendring*

(1) Et regulert marked skal ha regler om minste tillatte kursendring for aksjer, depotbevis, børshandlede fond, sertifikater og andre lignende finansielle instrumenter.

(2) Reglene etter første ledd skal:

1. reflektere det aktuelle finansielle instrumentets likviditetsprofil på forskjellige markeder

og gjennomsnittlige differanser mellom kjøpskurs og salgskurs,
2. ta i betraktning behovet for stabile kurser uten å begrense ytterligere reduksjon av differansen mellom kjøpskurs og salgskurs mer enn nødvendig,
3. tilpasse minste tillatte kursendring for det enkelte finansielle instrument på en hensiktsmessig måte.

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

§ 11-25 *Synkronisering*

(1) Et regulert marked og dets medlemmer skal synkronisere klokker som anvendes for å registrere dato og tid for hendelser på et regulert marked som er underlagt av rapporteringsplikt.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 11-26 *Transaksjonsrapportering på vegne av verdipapirforetak*

(1) Et regulert marked som rapporterer transaksjoner etter artikkel 26 i verdipapirmarkedsforordningen på vegne av verdipapirforetak, skal ha pålitelige sikkerhetssystemer som garanterer sikkerhet og autentisering ved informasjonsoverføringen, reduserer risikoen for dataforfalskning og ulovlig tilgang, og som forebygger informasjonslekkasje og sikrer at opplysningene til enhver tid behandles fortrolig. Et regulert marked skal opprettholde tilstrekkelige ressurser og ha reservesystemer på plass, slik at disse tjenestene kan tilbys og opprettholdes til enhver tid.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

Kapittel 12. Virksomhetskrav for regulerte markeder

§ 12-1 *Virksomhetsbegrensninger*

(1) Markedsoperatøren for et regulert marked kan i tillegg til å drive regulert marked bare drive virksomhet som har naturlig sammenheng med drift av det regulerte markedet, og som ikke svekker tilliten til det regulerte markedets integritet og uavhengighet. Departementet avgjør i tvilstilfelle om vilkårene i første punktum er oppfylt.

(2) Dersom en markedsoperatør driver oppgjørsvirksomhet etter kapittel 17, må virksomheten drives i eget foretak. Departementet kan i forskrift eller enkeltvedtak gjøre unntak fra bestemmelsen i første punktum.

(3) Finanstilsynet kan pålegge en markedsoperatør som driver annen virksomhet, å drive denne i et eget foretak.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 12-2 *Opptak til handel av finansielle instrumenter mv.*

(1) Det regulerte markedet skal ha klare og oversiktlige regler om opptak av finansielle instrumenter til handel. Reglene skal sørge for at finansielle instrumenter kan handles på en rettferdig, velordnet og effektiv måte, samt at omsettelige verdipapirer, jf. § 2-4 første ledd, er fritt omsettelige.

(2) Ved opptak av derivater til handel skal reglene sørge for at derivatkontraktene er utformet på en slik måte at de legger til rette for en velordnet prisdannelse og effektive oppgjørsbetingelser.

(3) Det regulerte markedet skal ha effektive ordninger for å påse at utstedere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til handel, oppfyller sine forpliktelser etter kapittel 5 og 7.

(4) Det regulerte markedet skal ha ordninger som legger til rette for medlemmenes tilgang til opplysninger som offentliggjøres etter kapittel 5 og 7.

(5) Det regulerte markedet skal ha nødvendige ordninger for å vurdere regelmessig at vilkårene for opptak til handel av finansielle instrumenter etterleves.

(6) Omsettelige verdipapirer som allerede er tatt opp til handel på et annet regulert marked, kan tas opp til handel på et regulert marked uten utstederens samtykke, forutsatt at reglene i kapittel 7 oppfylles. Det regulerte markedet skal gi utstederen melding om at opptak til handel finner sted. Utstederen skal ikke underlegges informasjonsforpliktelser som følge av opptaket.

(7) Markedsoperatøren kan kreve at en utsteder av finansielle instrumenter som er eller søkes tatt opp til handel på det regulerte markedet, og utstederens tillitsvalgte og ansatte, uten hinder av taushetsplikt gir de opplysninger som er nødvendige for at markedsoperatøren skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter. Første punktum gjelder tilsvarende for andre som regelmessig utfører ledelsesfunksjoner for utstederen. Første punktum gjelder videre tilsvarende for annen person som har søkt om opptak til handel av finansielle instrumenter.

(8) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 12-3 *Suspensjon og strykning av finansielle instrumenter*

(1) Markedsoperatøren kan suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel på det regulerte markedet hvis det ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedets vilkår. Markedsoperatøren kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument på det regulerte markedet hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.

(2) Ved suspensjon eller strykning av et finansielt instrument skal markedsoperatøren for det regulerte markedet også suspendere eller stryke eventuelle derivatinstrumenter som har det aktuelle finansielle instrumentet som underliggende, der dette er nødvendig for å fremme hensikten med suspensjonen eller strykningen av det underliggende finansielle instrumentet.

(3) Den som suspenderer eller stryker et finansielt instrument fra handel på et regulert marked, skal umiddelbart offentliggjøre beslutningen og informere Finanstilsynet om dette.

(4) Finanstilsynet skal kreve at andre handelsplasser og systematiske internaliserere som handler det aktuelle finansielle instrumentet, suspenderer eller stryker instrumentet fra handel dersom beslutningen om suspensjon eller strykning er begrunnet i overtakelsestilbud, mistanke om markedsmisbruk eller manglende offentliggjøring av innsideinformasjon om utstederen eller det finansielle instrumentet i strid med § 3-2 og § 5-2, med mindre dette kan medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets funksjon. Finanstilsynet skal umiddelbart offentliggjøre beslutningen og gi Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet og relevante tilsynsmyndigheter i andre EØS-stater opplysninger om dette.

(5) Finanstilsynet kan beslutte at markedsoperatøren skal suspendere eller stryke et finansielt instrument på et regulert marked i medhold av første og annet ledd hvis det ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak til handel.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 12-4 *Medlemskap på regulert marked*

(1) Et regulert marked skal ha oversiktlige og ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier om medlemskap og tilgang til markedet.

(2) Reglene som nevnt i første ledd skal beskrive et medlems forpliktelser som følger av:

1. reguleringen av og virksomheten til det regulerte markedet,
2. markedets handelsregler,
3. profesjonelle standarder for ansatte i verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner som deltar på markedet,
4. vilkårene som gjelder for medlemmer som ikke er verdipapirforetak eller kredittinstitusjoner,
5. regler og prosedyrer for oppgjør og clearing av transaksjoner som gjelder på markedet.

(3) Et regulert marked kan oppta verdipapirforetak og kredittinstitusjoner som medlem. Et regulert marked kan også oppta andre juridiske og fysiske personer som medlem, såfremt disse:

1. har tilstrekkelig godt omdømme,
2. har tilstrekkelig evne, kompetanse og erfaring knyttet til handel og transaksjoner,
3. har, der hvor det er relevant, tilstrekkelige organisatoriske ordninger, og
4. har nødvendige finansielle ressurser, tatt i betraktning ulike ordninger for å garantere riktig oppgjør av transaksjoner.

(4) Kravene i §§ 10-9 til 10-21 gjelder ikke for transaksjoner som sluttes mellom medlemmer på et regulert marked. Kravene i §§ 10-9 til 10-21 gjelder likevel overfor medlemmers kunder når de på vegne av kundene utfører ordre på et regulert marked.

(5) Markedsoperatøren skal gi foretak med hovedkontor i annen en EØS-stat og som har tillatelse til å yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet, adgang til medlemskap på regulert marked på like vilkår som andre medlemmer.

(6) Markedsoperatøren skal gi Finanstilsynet melding hvis det har til hensikt å etablere ordninger i annen EØS-stat som kan lette fjernmedlemmers adgang til og mulighet for å handle på markedet. Finanstilsynet skal innen én måned gi opplysningene til tilsynsmyndigheten i den andre EØS-staten.

(7) Markedsoperatøren skal regelmessig oversende en liste over det regulerte markedets medlemmer til Finanstilsynet.

(8) Medlemmer på regulert marked samt tillitsvalgte og ansatte hos medlemmer er uten hinder av taushetsplikt forpliktet til å gi markedsoperatøren for det regulerte markedet de opplysninger som er nødvendige for at markedsoperatøren skal kunne oppfylle sine plikter etter denne loven og annen lovgivning.

(9) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 12-5 *Markedsovervåkning*

(1) Et regulert marked skal etablere effektive ordninger og prosedyrer, herunder ha nødvendige ressurser, som sikrer en regelmessig overvåking av medlemmers etterlevelse av markedets egne regler. Regulerte markeder skal overvåke innsendte ordrer, kanselleringer av ordrer og transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, herunder reglene om markedsmisbruk i kapittel 3, markedets egne regler og andre rettsstridige handelsforhold, samt forstyrrelser i handelssystemet knyttet til et finansielt instrument.

(2) Markedsoperatøren for det regulerte markedet skal umiddelbart gi melding til Finanstilsynet ved mistanke om vesentlige brudd på relevante lover og forskrifter, markedets egne regler eller andre rettsstridige handelsforhold, samt ved forstyrrelser i handelssystemet knyttet til et finansielt instrument.

(3) Markedsoperatøren kan kreve at et verdipapirregister og en sentral motpart uten hinder av taushetsplikt gir opplysninger som er nødvendige for at det regulerte markedet skal kunne oppfylle sine plikter etter første og annet ledd. Opplysningene kan ikke benyttes til andre formål.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 12-6 *Valg av oppgjørssystem*

Medlemmer på et regulert marked skal ha rett til å velge oppgjørssystem for transaksjoner med finansielle instrumenter som er inngått på markedet, dersom følgende vilkår er oppfylt:

1. det foreligger forbindelser og avtaler mellom det valgte oppgjørssystemet og andre systemer eller ordninger som er nødvendige for å sikre et effektivt og økonomisk oppgjør av den aktuelle transaksjonen, og
2. Finanstilsynet samtykker i at anvendelse av et annet oppgjørssystem enn det som er utpekt av det regulerte markedet, gir tekniske betingelser som er egnet til å sikre at finansmarkedene virker på en smidig og ordnet måte.

§ 12-7 *Opptak til handel av finansielle instrumenter utstedt av et regulert marked*

(1) Et regulert marked kan ikke oppta til handel omsettelige verdipapirer utstedt av markedsoperatøren for det regulerte markedet, foretak i samme konsern som markedsoperatøren, eller finansielle instrumenter knyttet til slike, uten samtykke fra departementet.

(2) Departementet kan gi samtykke til at et regulert marked opptar til handel omsettelige verdipapirer som er utstedt av et foretak som inngår i konsernforhold med markedsoperatøren for vedkommede regulerte marked eller finansielle instrumenter knyttet til slike. Det kan stilles vilkår for slikt samtykke, herunder at foretak skal underlegges særlig tilsyn fra Finanstilsynet, samt at foretak skal ha opplysningsplikt overfor Finanstilsynet.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om prosedyrer, beslutning og kontroll vedrørende slikt opptak, om løpende handel og om tilsyn med utsteder og det regulerte markedet.

§ 12-8 *Daglig mulkt*

En markedsoperatør kan pålegge et foretak eller en person som ikke oppfyller sin opplysningsplikt etter § 12-2 syvende ledd og § 12-4 åttende ledd eller forskrift gitt i medhold av disse bestemmelsene, en daglig mulkt inntil opplysningsplikten er oppfylt. Pålegg om mulkt er tvangsgrunnlag for utlegg. Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om ileggelse av daglig mulkt.

§ 12-9 *Overtredelsesgebyr*

Ved brudd på §§ 11-20 til 11-22, §11-25 eller kapittel 12 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, eller ved vesentlige brudd på et regulert markeds regler eller forretningsvilkår, kan markedsoperatøren pålegge utstederen av finansielle instrumenter notert på vedkommende regulerte marked eller medlemmer på vedkommende regulerte marked å betale et overtredelsesgebyr. Departementet kan gi nærmere regler om ileggelse av overtredelsesgebyr.

§ 12-10 *Forvaltningslovens anvendelse på vedtak truffet av markedsoperatør*

Når en markedsoperatør treffer avgjørelser etter §§ 12-2, 12-3, 12-4, 12-8, 12-9, 13-2, samt kapittel 6 og 7 og § 21-3 tredje ledd, skal forvaltningsloven kapittel III, IV, V, VI og VIII, med unntak av § 13, få anvendelse. Departementet kan fastsette nærmere regler om saksbehandlingen.

§ 12-11 *Oppnevning av klagenemnd og kompetanse mv.*

(1) Departementet kan oppnevne en egen klagenemnd for å avgjøre klager på vedtak som nevnt i § 12-10. Klagenemnden skal ha en leder og en nestleder som begge skal ha juridisk embetseksamen. Departementet kan i forskrift fastsette at også andre vedtak fattet av markedsoperatør enn de som er nevnt i § 12-10 skal kunne påklages, og fastsette unntak fra klageadgangen.

(2) Klagenemnden kan i tvister mellom private parter opptre som voldgiftsrett etter nærmere regler fastsatt av departementet.

(3) Forvaltningsloven kommer til anvendelse for klagenemndens virksomhet. Departementet kan fastsette nærmere regler om frister, innholdet av klage, tilsvar og muntlig forhandling og om klagenemndens sammensetning og virksomhet. Slike regler kan utfylle, supplere eller avvike fra regler gitt i eller i medhold av denne lov.

(4) Taushetsplikt etter § 11-13 og forskrifter fastsatt i medhold av §11-13 gjelder tilsvarende for klagenemnden.

§ 12-12 *Dekning av klagenemndens utgifter*

(1) Klagenemndens utgifter dekkes av regulerte markeder på bakgrunn av en fordeling fastsatt av departementet etter forslag fra klagenemnden. Departementet fastsetter medlemmenes godtgjørelse.

(2) Det kan kreves gebyr for behandling av klage etter § 12-11. Departementet kan gi nærmere regler om når gebyr skal kreves, om gebyrenes størrelse og om innkrevingen.

(3) Departementet kan gi nærmere regler om når en part kan bli tilkjent saksomkostninger fra det offentlige, og om en parts rett til dekning av saksomkostninger fra andre parter.

§ 12-13 *Søksmålsadgang*

(1) Søksmål mot vedtak som omhandlet i § 12-10 kan ikke reises før klageadgangen er utnyttet. Klagenemnden kan i særlige tilfeller fatte vedtak om at det likevel kan reises søksmål mot avgjørelsen. Frist for søksmål er seks måneder fra det tidspunktet klagen er avgjort eller tillatelse til søksmål er gitt.

(2) Søksmål mot vedtak truffet av markedsoperatøren for regulert marked, reises mot vedkommende foretak. Staten kan på ethvert trinn tre inn i saken som partshjelper og kan etter avtale med markedsoperatøren overta saken.

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

Kapittel 13. Tillatelse og virksomhetskrav som børs

§ 13-1 *Tillatelse til å drive virksomhet som børs mv.*

(1) En børs kan bare drives av en markedsoperatør som har tillatelse til dette fra departementet.

(2) Foretak som ikke har tillatelse som markedsoperatør for børs etter denne loven, kan ikke benytte betegnelsen børs i eller som tillegg til sitt navn, eller ved omtale av sin virksomhet, dersom bruken er egnet til å gi inntrykk av at foretaket har tillatelse etter denne loven.

(3) Vedtektene og endringer i disse skal forelegges departementet til godkjennelse. Departementet kan gi forskrift om innhold og godkjennelse av markedsoperatørens vedtekter.

(4) Vedtak om avhendelse av en vesentlig del av den konsesjonspliktige virksomheten, skal treffes av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring.

(5) Departementet kan i forskrift fastsette hvilke bestemmelser etter loven som skal gjelde både markedsoperatøren og børs der disse er to ulike rettssubjekt.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 13-2 *Opptak til handel av finansielle instrumenter på børs*

(1) Finansielle instrumenter kan opptas til handel på børs etter reglene i § 12-2, og forskrift gitt i medhold av § 12-2, og børsens egne regler dersom vedkommende børs finner at de finansielle instrumentene er egnet for dette og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 13-3 *Eierkontroll i børs*

(1) Erverv som fører til at erververen blir eier av en betydelig eierandel i en markedsoperatør for en børs, eller i børsen selv, krever tillatelse fra departementet. Med betydelig eierandel menes direkte eller indirekte eierandel som representerer minst 10 prosent av aksjekapitalen eller stemmene, eller som på annen måte gjør det mulig å utøve betydelig innflytelse over forvaltningen av foretaket. Likt med erververens egne aksjer regnes aksjer som eies eller erverves av aksjeeiere som nevnt i § 2-5. Likestilt med eie av aksjer etter første til tredje punktum regnes erverv av rett til å bli eier av aksjer når dette må anses som reelt aksjeeie.

(2) Ethvert erverv som øker eierandelen slik at denne direkte eller indirekte overstiger 20, 30 eller 50 prosent av aksjekapitalen eller stemmene i en børs, krever tillatelse fra departementet. Første ledd tredje og fjerde punktum gjelder tilsvarende.

(3) Søknad om tillatelse etter første og annet ledd sendes særskilt for hver aksjeeier som ved ervervet direkte eller indirekte får en eierandel i en børs som utgjør eller overstiger 10, 20, 30 eller 50 prosent.

(4) Tillatelse etter første og annet ledd kan bare gis når erververen anses egnet til å sikre en

god og fornuftig forvaltning av foretaket. Ved denne vurderingen skal det særlig legges vekt på:

1. erververens tidligere handlemåte,
2. erververens tilgjengelige økonomiske ressurser og hensynet til forsvarlig virksomhet,
3. om eierskapet vil kunne føre til uønskede virkninger for finansmarkedenes virkemåte, eller børsens evne til å betjene det norske kapitalmarkedet,
4. muligheten for å utøve et effektivt tilsyn, herunder om det er etablert samarbeid med tilsynsmyndighetene i erververens hjemland,
5. om eierskapet vil kunne påvirke rettigheter og plikter for aktørene på vedkommende børs,
6. om den bakenforliggende eierstrukturen hos erververen er i samsvar med de hensyn som ivaretas i denne bestemmelse,
7. om det er grunn til å anta at det i forbindelse med ervervet foregår eller blir gjort forsøk på hvitvasking av penger eller finansiering av terrorvirksomhet, eller at ervervet vil øke risikoen for dette.

(5) Søknad om tillatelse etter første og annet ledd skal sendes Finanstilsynet med kopi til departementet. Den som erverver en betydelig eierandel, skal fremlegge ordinær politiattest etter politiregisterloven § 40 dersom Finanstilsynet ber om det.

(6) Ved avhendelse av aksjer slik at eierandelen kommer under grensene etter første og annet ledd, skal det gis melding til Finanstilsynet.

(7) Departementet kan i forskrift gi utfyllende forskrifter til bestemmelsen her, herunder nærmere regler om innholdet i søknad, regler for behandling av søknaden, samt regler om plikt til å gi melding om eiere av betydelige eierandeler i foretaket, og om plikt for juridiske personer som har betydelige eierandeler i foretaket, til å gi melding om hvem som inngår i styret og ledelsen.

§ 13-4 *Erverv uten tillatelse*

(1) Dersom en aksjeeier har ervervet aksjer uten nødvendig tillatelse etter § 13-3, kan departementet fastsette en frist for å redusere eierandelen eller søke om nødvendig tillatelse. Dersom denne fristen overskrides, kan departementet selge aksjene. Reglene om tvangsdekning i finansielle instrumenter i tvangsfullbyrdelsesloven gjelder så langt de passer. Tvangsfullbyrdelsesloven § 10-6, jf. § 8-16, kommer ikke til anvendelse. Aksjeeieren skal varsles om at tvangssalg vil bli foretatt senest to uker før salget gjennomføres.

(2) Inntil nedsalg eller tvangssalg har funnet sted kan aksjeeieren for den del av aksjene som overstiger tillatt nivå, ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse.

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

§ 13-5 *Kontrollkomité*

Departementet kan i forskrift fastsette regler om at en markedsoperatør for børs skal ha en kontrollkomité, herunder regler om kontrollkomiteens sammensetning, oppgaver, instruks og melding til Finanstilsynet.

§ 13-6 *Stans i handel*

(1) Departementet kan i ekstraordinære situasjoner vedta at all notering og handel ved børs skal stanses. Så vidt mulig skal børsens og Finanstilsynets uttalelse innhentes før beslutning fattes. Dersom departementets vedtak ikke kan avventes, kan Finanstilsynet treffe slik avgjørelse. Dersom Finanstilsynets vedtak ikke kan avventes, kan børsen treffe slik avgjørelse.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

Del 5. Datarapporteringstjenester

Kapittel 14. Tillatelse og vilkår for datarapporteringstjenester

§ 14-1 *Definisjoner av datarapporteringstjenester*

(1) Med datarapporteringstjenester menes:

1. drift av en godkjent offentliggjøringsordning,
2. drift av et konsolidert offentliggjøringssystem,
3. drift av en godkjent rapporteringsordning.

(2) Med en godkjent offentliggjøringsordning menes et foretak med tillatelse til å offentliggjøre handelsrapporter på vegne av et verdipapirforetak etter verdipapirmarkedsforordningen artikkel 20 og 21.

(3) Med et konsolidert offentliggjøringssystem menes et foretak med tillatelse til å samle inn handelsrapporter om finansielle instrumenter etter verdipapirmarkedsforordningen artikkel 6, 7, 10, 12, 13, 20 og 21 fra regulert marked, multilateral handelsfasilitet, organisert handelsfasilitet og godkjent offentliggjøringsordning, og til å konsolidere dem til en kontinuerlig, elektronisk, direkte datastrøm med opplysninger om priser og volum for hvert enkelt finansielt instrument.

(4) Med en godkjent rapporteringsordning menes et foretak med tillatelse til å rapportere opplysninger om transaksjoner på vegne av verdipapirforetak til tilsynsmyndigheten eller Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet.

(5) Med datarapporteringsforetak menes foretak som yter datarapporteringstjenester på forretningsmessig basis.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 14-2 *Tillatelse til å yte datarapporteringstjenester*

(1) Datarapporteringstjenester som ytes på forretningsmessig basis av foretak med hovedsete i Norge, kan bare ytes etter tillatelse fra Finanstilsynet. I tillatelsen skal det angis hvilke datarapporteringstjenester foretaket kan yte.

(2) En markedsoperatør eller et verdipapirforetak som har tillatelse til å drive en handelsplass, kan yte datarapporteringstjenester uten særskilt tillatelse dersom det dokumenteres at foretaket oppfyller kravene i dette kapittelet. Hvilke datarapporteringstjenester foretaket kan yte, skal fremgå av foretakets tillatelse.

(3) Tillatelse kan bare gis dersom Finanstilsynet anser at vilkårene for å yte datarapporteringstjenester etter dette kapittelet er oppfylt.

(4) Foretak som yter datarapporteringstjenester, plikter å innrette sin virksomhet slik at den til enhver tid er i overensstemmelse med reglene i dette kapittelet og de vilkår som er satt for tillatelsen. Foretaket skal opplyse Finanstilsynet om vesentlige endringer i forutsetningene som lå til grunn for tillatelsen.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 14-3 *Søknad om tillatelse*

(1) I søknad om tillatelse skal alle opplysninger som er nødvendig for å vise at foretaket tilfredsstiller kravene i dette kapittelet, fremlegges, herunder en driftsplan som viser hvilke tjenester som er planlagt og foretakets organisering.

(2) Vedtak om tillatelse skal meddeles søkeren snarest mulig og senest seks måneder etter at en fullstendig søknad er innlevert.

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

§ 14-4 *Endring og tilbakekall av tillatelser*

(1) Finanstilsynet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelsen til å yte datarapporteringstjenester dersom foretaket:

1. ikke gjør bruk av tillatelsen innen tolv måneder, gir uttrykkelig avkall på den eller ikke har ytt noen datarapporteringstjenester i de foregående seks månedene,
2. har fått tillatelsen ved hjelp av uriktige opplysninger eller andre uregelmessigheter,
3. ikke lenger oppfyller vilkårene for tillatelsen,
4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, slik at det er grunn til å frykte for at fortsettelse av virksomheten kan skade foretakets kunder, brukerne av rapportert data, tilliten til verdipapirmarkedet eller institusjonene som virker i markedet, eller
5. foretaket ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av § 19-7 eller finanstilsynsloven § 4 første ledd nr. 7.

(2) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 14-5 *Krav til ledelsen i datarapporteringsforetak*

(1) Styremedlemmer, daglig leder og andre som faktisk deltar i ledelsen av et datarapporteringsforetak, skal ha tilstrekkelige kvalifikasjoner og erfaring, ha ført en hederlig vandel og for øvrig ikke ha utvist utilbørlig atferd som gir grunn til å anta at stillingen eller vervet ikke vil kunne ivaretas på forsvarlig måte. Personer omfattet av første punktum skal fremlegge ordinær politiattest etter politiregisterloven § 40.

(2) Bestemmelsene i § 9-10 annet ledd og femte til niende ledd gjelder tilsvarende for datarapporteringsforetak.

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

§ 14-6 *Styrets oppgaver og ansvar*

Bestemmelsene i § 11-8 gjelder tilsvarende for styret i et datarapporteringsforetak.

§ 14-7 *Organisatoriske krav til godkjente offentliggjøringsordninger*

(1) En godkjent offentliggjøringsordning skal ha egnede retningslinjer og ordninger for å offentliggjøre opplysningene som kreves etter artikkel 20 og 21 i verdipapirmarkedsforordningen så nær sanntid som mulig, og på rimelige forretningsmessige vilkår.

(2) Opplysningene etter første ledd skal gjøres tilgjengelige vederlagsfritt 15 minutter etter at den godkjente offentliggjøringsordningen har offentliggjort dem.

(3) Offentliggjøringen etter første ledd skal skje effektivt og konsekvent og på en måte som sikrer rask tilgang til opplysningene.

(4) Offentliggjøringen skal være ikke-diskriminerende og i et format som legger til rette for konsolidering av opplysningene med tilsvarende opplysninger fra andre kilder.

(5) Opplysningene som offentliggjøres etter første ledd, skal minst omfatte følgende:

1. det finansielle instrumentets identifikasjon,
2. prisen for den gjennomførte transaksjonen,
3. transaksjonsvolumet,
4. transaksjonstidspunktet,
5. tidspunktet da transaksjonen ble rapportert,
6. prisnoteringen for transaksjonen,
7. koden for handelsplassen der transaksjonen ble gjennomført, eller dersom transaksjonen ble gjennomført gjennom en systematisk internaliserer, koden «SI» eller eventuelt «OTC», og
8. angivelse av at transaksjonen var omfattet av særlige vilkår dersom det er relevant.

(6) En godkjent offentliggjøringsordning skal ha effektive administrative ordninger for å hindre interessekonflikter med kundene. En godkjent offentliggjøringsordning som også er en markedsoperatør eller et verdipapirforetak, skal behandle alle innsamlede opplysninger på en ikke-diskriminerende måte og ha egnede ordninger for å skille forskjellige forretningsfunksjoner.

(7) En godkjent offentliggjøringsordning skal ha pålitelige sikkerhetssystemer som er utformet for å garantere sikkerhet ved informasjonsoverføringen, redusere risikoen for dataforfalskning og ulovlig tilgang, og for å forebygge informasjonslekkasje før offentliggjøringen. Den godkjente offentliggjøringsordningen skal ha tilstrekkelige ressurser og reservesystemer på plass, slik at tjenestene kan tilbys og opprettholdes til enhver tid.

(8) En godkjent offentliggjøringsordning skal ha systemer som effektivt kan kontrollere om handelsrapportene er fullstendige, identifisere utelatelser og åpenbare feil og anmode om at eventuelle feilaktige rapporter overføres på nytt.

(9) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 14-8 *Organisatoriske krav til konsoliderte offentliggjøringssystemer*

(1) Et konsolidert offentliggjøringssystem skal ha egnede retningslinjer og ordninger for å samle inn opplysningene som offentliggjøres etter artikkel 6 og 20 i verdipapirmarkedsforordningen, konsolidere dem i en kontinuerlig elektronisk datastrøm og gjøre opplysningene tilgjengelige for offentligheten så nær sanntid som teknisk mulig og på rimelige forretningsmessige vilkår. Opplysningene skal gjøres tilgjengelige på et ikke-diskriminerende grunnlag og i formater som markedsdeltakerne enkelt kan få tilgang til og bruke. Bestemmelsene i § 14-7 annet og tredje ledd gjelder tilsvarende for opplysninger etter første punktum.

(2) Første ledd gjelder tilsvarende for opplysningene som offentliggjøres etter artikkel 10 og 21 i verdipapirmarkedsforordningen.

(3) Bestemmelsene i § 14-7 femte ledd nr. 1 til nr. 8 gjelder tilsvarende for opplysningene som offentliggjøres etter første og annet ledd. Opplysningene som offentliggjøres etter første ledd skal også, dersom det er relevant, angi at en dataalgoritme i verdipapirforetaket var ansvarlig for investeringsbeslutningen og utførelsen av transaksjonen. Opplysningene som offentliggjøres etter første ledd, skal også angi hvilket av unntakene transaksjonen var omfattet av dersom det ble gjort unntak etter artikkel 4 nr. 1 bokstav a eller b i verdipapirmarkedsforordningen fra forpliktelsen til å offentliggjøre opplysningene etter artikkel 3 nr. 1 i nevnte forordning.

(4) Bestemmelsene i § 14-7 sjette og syvende ledd om håndtering av interessekonflikter, sikkerhetssystemer mv. gjelder tilsvarende for et konsolidert offentliggjøringssystem.

(5) Et konsolidert offentliggjøringssystem skal sikre at dataene som leveres, er konsolidert fra alle regulerte markeder, multilaterale handelsfasiliteter, organiserte handelsfasiliteter og godkjente offentliggjøringsordninger, og omfatter nærmere angitte finansielle instrumenter.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 14-9 *Organisatoriske krav til godkjente rapporteringsordninger*

(1) En godkjent rapporteringsordning skal ha egnede retningslinjer og ordninger for å rapportere opplysningene som kreves etter artikkel 26 i verdipapirmarkedsforordningen, snarest mulig og senest ved utgangen av første virkedag etter den dagen transaksjonen fant sted. Slike opplysninger skal rapporteres i samsvar med kravene i verdipapirmarkedsforordningen artikkel 26.

(2) Bestemmelsene i § 14-7 sjette og syvende ledd om håndtering av interessekonflikter, sikkerhetssystemer mv. gjelder tilsvarende for en godkjent rapporteringsordning.

(3) En godkjent rapporteringsordning skal ha systemer som effektivt kan kontrollere om transaksjonsrapportene er fullstendige og identifisere utelatelser og åpenbare feil som er forårsaket av verdipapirforetaket. Dersom slike feil eller utelatelser forekommer, skal rapporteringsordningen opplyse verdipapirforetaket om dem og anmode om at eventuelle feilaktige rapporter overføres på nytt.

(4) En godkjent rapporteringsordning skal ha systemer som gjør det mulig for den godkjente

rapporteringsordningen å oppdage feil eller utelatelser som den selv har forårsaket, og å rette og overføre, eller eventuelt overføre på nytt, korrekte og fullstendige transaksjonsrapporter til Finanstilsynet.

(5) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 14-10 *Virksomhet i Norge fra foretak med hovedsete i en annen EØS-stat*

(1) Datarapporteringstjenester kan ytes i Norge av foretak med hovedsete i en annen EØS-stat.

(2) Foretak etter første ledd må ha tillatelse til å yte slike datarapporteringstjenester og være underlagt tilsyn i hjemstaten.

Del 6 Markedet for varederivater, utslippskvoter mv.

Kapittel 15. Fastsettelse, rapportering og håndheving av posisjonsgrenser

§ 15-1 *Fastsettelse av posisjonsgrenser*

(1) Finanstilsynet skal etablere og anvende klare kvantitative grenser for hvor stor nettoposisjon en fysisk eller juridisk person til enhver tid kan inneha i varederivater som handles på norske handelsplasser og økonomisk likeverdige OTC-kontrakter (posisjonsgrenser). Posisjonsgrensene skal etableres og anvendes for å motvirke markedsmisbruk og for å opprettholde ordnede prisdannelses- og oppgjørsvilkår.

(2) Posisjonsgrensene skal etableres på grunnlag av alle posisjoner som innehas av en fysisk eller juridisk person eller på dennes vegne samlet på konsernnivå.

(3) Det skal etableres posisjonsgrense for hvert enkelt varederivat som handles på handelsplass og økonomisk likeverdige OTC-kontrakter basert på en særskilt beregningsmetode. Beregningsmetoden anvendes for å fastsette posisjonsgrenser for spotmåneden og for andre måneder basert på egenskaper ved derivatet og markedet for den underliggende varen.

(4) Finanstilsynet skal vurdere og eventuelt endre posisjonsgrenser ved vesentlige endringer i den tilgjengelige mengden underliggende vare eller antallet åpne posisjoner, eller ved annen vesentlig endring i markedet.

(5) Finanstilsynet kan i særlige tilfeller fastsette strengere posisjonsgrenser enn det som følger av beregningsmetoden etter tredje ledd med utfyllende forskrifter, dersom dette er objektivt begrunnet og forholdsmessig. Tilsynsmyndigheten skal ved fastsettelse av strengere posisjonsgrenser ta hensyn til det konkrete markedets likviditet og hvor velfungerende det er. Den strengere posisjonsgrensen skal offentliggjøres på Finanstilsynets nettsider og gjelder maksimalt i seks måneder fra dagen den ble offentliggjort. Den strengere posisjonsgrensen kan fornyes for perioder på inntil seks måneder av gangen. Dersom den strengere posisjonsgrensen ikke blir fornyet etter utløpet av seksmånedersperioden, utløper den automatisk.

(6) Tilsynsmyndighet for handelsplass i annet EØS-land fastsetter posisjonsgrenser for varederivater som handles på handelsplass i vedkommende EØS-land og økonomisk likeverdige OTC-kontrakter.

(7) Når samme varederivat handles i betydelig volum på handelsplasser i flere EØS-land, fastsettes posisjonsgrensene av tilsynsmyndighet for handelsplassen med det største handelsvolumet i dette varederivatet (sentral tilsynsmyndighet).

(8) Ingen skal inneha posisjoner i varederivatkontrakter som overstiger posisjonsgrenser etablert av tilsynsmyndigheten etter første, sjette eller syvende ledd og i samsvar med direktiv 2014/65/EU artikkel 57.

(9) Ikke-finansielle foretak kan søke om unntak fra kravet etter åttende ledd for posisjoner som på en objektivt målbar måte reduserer risikoene direkte knyttet til foretakets forretningsvirksomhet. Søknaden skal rettes til tilsynsmyndigheten som har fastsatt posisjonsgrensen for det aktuelle derivatet.

(10) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 15-2 *Kontroll av posisjonshåndtering*

(1) Et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en handelsplass der det handles varederivater, skal foreta kontroll av posisjonshåndteringen. Som ledd i denne kontrollen skal handelsplassen ha myndighet til å:

1. overvåke personers åpne posisjoner,
2. få tilgang til opplysninger, herunder all relevant dokumentasjon, fra personer om:
   a) størrelsen på og formålet med en inngått posisjon eller eksponering,
   b) reelle eller underliggende eiere,
   c) eventuelle avtalte ordninger om samhandling,
   d) eventuelle tilknyttede eiendeler eller forpliktelser i det underliggende markedet,
3. kreve at en person midlertidig eller varig avslutter eller reduserer en posisjon og ensidig treffe egnede tiltak for å sikre at posisjonen avsluttes eller reduseres dersom personen ikke etterkommer kravet, og

4. kreve at en person midlertidig tilbakefører likviditet til markedet til avtalt pris og i avtalt omfang for å redusere virkningen av en stor og dominerende posisjon.

(2) Verdipapirforetaket eller markedsoperatøren skal gjennomføre kontroll etter første ledd på en transparent og ikke-diskriminerende måte og gi markedsdeltakerne relevante opplysninger om kontrollen. Kontrollen skal tilpasses markedsdeltakernes art og sammensetning og deres bruk av varederivatkontrakter som er tatt opp til handel på handelsplassen.

(3) Verdipapirforetaket eller markedsoperatøren skal gi Finanstilsynet informasjon om posisjonshåndteringskontrollen for den enkelte handelsplass den driver.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 15-3 *Rapportering av posisjoner*

(1) Et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en handelsplass der det handles varederivater, utslippskvoter eller derivater med utslippskvoter som underliggende, skal rapportere posisjoner på følgende måte:

1. Dersom antall personer og deres åpne posisjoner overskrider en minstegrense, skal verdipapirforetaket eller markedsoperatøren offentliggjøre en ukentlig rapport om de samlede posisjonene som innehas av de forskjellige kategoriene av personer som nevnt i fjerde ledd, for de forskjellige varederivatene eller utslippskvotene eller derivater av slike som handles på deres handelsplasser. Rapporten skal angi:
   a) antallet lange og korte posisjoner per kategori,
   b) endringer i posisjonene siden forrige rapport,
   c) prosentandelen av det samlede antallet åpne posisjoner for hver kategori, og
   d) antallet personer som innehar en posisjon i hver kategori.
2. Den ukentlige rapporten skal sendes til Finanstilsynet og Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet.
3. Verdipapirforetaket eller markedsoperatøren skal minst daglig gi Finanstilsynet en fullstendig oversikt over posisjoner som innehas av alle personer på den berørte handelsplassen, herunder medlemmene og deres kunder.

(2) Et verdipapirforetak som handler varederivater, utslippskvoter eller derivater med utslippskvoter som underliggende utenfor en handelsplass, skal minst daglig gi tilsynsmyndigheten til handelsplassen der varederivatene, utslippskvotene eller derivatene med utslippskvoter som underliggende handles, en fullstendig oversikt over sine posisjoner, herunder posisjoner som innehas av kundene og kundenes kunder igjen ned til sluttkundenivå, i

1. nevnte instrumenter som handles på en handelsplass, og
2. i økonomisk likeverdige OTC-kontrakter.

(3) Medlemmer på regulert marked, deltakere på multilaterale handelsfasiliteter og kunder av organiserte handelsfasiliteter skal minst daglig rapportere følgende til verdipapirforetaket eller markedsoperatøren som driver handelsplassen:

1. opplysninger om sine egne posisjoner som innehas gjennom kontrakter som handles på denne handelsplassen, og
2. opplysninger om posisjonene som innehas av kundene og kundenes kunder ned til sluttkundenivå.

(4) Et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en handelsplass, skal klassifisere personer som innehar posisjoner i varederivater, utslippskvoter eller derivater med utslippskvoter som underliggende ut fra arten av deres hovedvirksomhet, som enten:

1. verdipapirforetak eller kredittinstitusjon,
2. investeringsfond, enten et foretak for kollektiv investering i omsettelige verdipapirer etter direktiv 2009/65/EF, eller en forvalter av et alternativ investeringsfond etter direktiv 2011/61/EF,
3. andre finansforetak, herunder forsikringsforetak og gjenforsikringsforetak etter direktiv 2009/138/EF, og tjenestepensjonsforetak etter direktiv 2003/41/EF,
4. kommersiell aktør, eller
5. operatører med kvoteplikt etter direktiv 2003/87/EF.

(5) I rapportene nevnt i første ledd nr. 1 og oversiktene nevnt i annet ledd skal det skilles mellom posisjoner som på en objektivt målbar måte reduserer risikoene tilknyttet forretningsvirksomheten, og andre posisjoner.

(6) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 15-4 *Opplysningsplikt og pålegg*

(1) Finanstilsynet kan kreve opplysninger, herunder all relevant dokumentasjon, om størrelse og formål med posisjoner og eksponeringer som innehas gjennom varederivater, og om eventuelle eiendeler eller forpliktelser i det underliggende markedet.

(2) Finanstilsynet kan kreve at størrelsen på en posisjon reduseres til en størrelse lik eller under en posisjonsgrense etablert etter § 15-1 og utfyllende forskrifter dersom vedkommende opptrer i strid med reglene i dette kapittel med tilhørende forskrifter, eller det anses nødvendig av hensyn til å motvirke markedsmisbruk, eller opprettholde ordnede prisdannelses- og oppgjørsvilkår.

(3) Finanstilsynet kan fatte vedtak om pålegg om å avstå fra å inngå nye varederivatkontrakter dersom vedkommende opptrer i strid med reglene i dette kapittel med tilhørende forskrifter, eller det anses nødvendig av hensyn til å motvirke markedsmisbruk eller opprettholde ordnede prisdannelses- og oppgjørsvilkår.

(4) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her.

§ 15-5 *Anvendelsesområde*

(1) § 15-4 om opplysningsplikt og pålegg og § 21-4 om overtredelsesgebyr for overtredelse av § 15-1 gjelder uavhengig av om markedsaktøren er etablert eller har virksomhet i Norge, så lenge det gjelder en posisjon i et varederivat som handles på en handelsplass i Norge eller i økonomisk likeverdige OTC-kontrakter og posisjonsgrensen er etablert av Finanstilsynet etter § 15-1 og utfyllende forskrift.

(2) Posisjonsgrenser etablert av tilsynsmyndighet etter § 15-1 første, sjette og syvende ledd i samsvar med direktiv 2014/65/EU artikkel 57, skal legges til grunn ved Finanstilsynets vedtak etter verdipapirhandelloven § 15-4 om opplysningsplikt og pålegg og verdipapirhandelloven § 21-4 om overtredelsesgebyr for overtredelse av verdipapirhandelloven § 15-1.

Nåværende del 4 blir ny del 7.

I ny del 7 blir kapittel 12 til 14 nytt kapittel 16 til 18.

I nytt kapittel 19 til 21 gjøres følgende endringer:

§ 17-2 skal lyde:

§17-2. *Nasjonal tilsynsmyndighet*

Finanstilsynet er vedkommende myndighet etter bestemmelsene gjennomført i *§ 17-1* første ledd eller i forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene.

§ 17-3 annet ledd skal lyde:

(2) Taushetsplikten etter første ledd er ikke til hinder for utlevering av opplysninger til regulert marked som er nødvendige for at regulert marked skal kunne oppfylle sine plikter etter *§ 12-5*.

§ 17-3 tredje ledd skal lyde:

(3) Når EFTA-domstolen behandler en sak som angår bestemmelsene gjennomført i *§ 17-1* første ledd eller i forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene, kan enhver uten hinder av lovbestemt taushetsplikt gi domstolen de opplysninger som domstolen kan kreve i medhold av avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde og avtale mellom EFTA-statene om opprettelse av et overvåkingsorgan og en domstol.

§ 17-6 første ledd skal lyde:

(1) Stedlig tilsyn etter EMIR artikkel 63 som gjennomført i *§ 17-1* første ledd, krever tillatelse fra tingretten.

§ 17-6 tredje ledd femte punktum skal lyde:

Dersom varsel om stedlig tilsyn kan unnlates etter EMIR artikkel 63 jf. *§ 17-1*, og Finanstilsynet eller EFTAs overvåkingsorgan anmoder retten om det, skal den begjæringen retter seg mot ikke varsles om begjæringen eller beslutningen.

§ 17-7 skal lyde:

§ 17-7. *Tvangsfullbyrdelse*

Finanstilsynet fører kontroll med tvangsgrunnlagets ekthet etter bestemmelsene om tvangsfullbyrdelse i EMIR artikkel 68 nr. 4 som gjennomført i *§ 17-1* første ledd.

§ 18-1 skal lyde:

§ 18-1 *Anvendelsesområde*

Dette kapittelet gjelder finansielle instrumenter som nevnt i *§ 2-4 syvende ledd* og avtaler om handel med valuta. Departementet kan i forskrift bestemme at dette kapittelet også skal gjelde avtaler om andre finansielle instrumenter.

§ 18-2 skal lyde:

§ 18-2 *Motregning*

Skriftlig avtale mellom to parter om at partenes forpliktelser etter avtaler som nevnt i *§ 18-1* skal motregnes til markedskurs løpende eller ved mislighold, kan gjøres gjeldende uten hinder av dekningsloven §§ 7-3 og 8-1.

Nåværende del 5 blir ny del 8

I ny del 8 blir nåværende kapittel 15 til 17 nytt kapittel 19 til 21.

§ 19-1 annet ledd første punktum skal lyde:

Tilsyn med *virksomheten til verdipapirforetak, handelsplasser, markedsoperatører, datarapporteringsforetak* og sentrale motparter, samt med overholdelse av denne lovs bestemmelser, skal føres av Finanstilsynet.

§ 19-1 fjerde ledd skal lyde:

(4) *Ved mistanke om brudd på verdipapirhandelloven kapittel 3 eller ureglementerte markedsforhold eller ved vesentlige brudd på reglene til et regulert marked plikter det regulerte markedet og selskap i samme konsern straks å melde fra til og bistå Finanstilsynet. Opplysningene og bistanden skal gis uten kostnad for Finanstilsynet*. Dersom et regulert marked har grunn til å anta at det er benyttet urimelige forretningsmetoder, opptrådt i strid med god forretningsskikk eller for øvrig handlet i strid med bestemmelsene i denne lov, skal dette meddeles Finanstilsynet.

§ 19-2 første ledd skal lyde:

(1) Verdipapirforetak, sentrale motparter, *datarapporteringsforetak og markedsoperatør* plikter å gi Finanstilsynet de opplysninger som måtte bli krevet om forhold som angår dets forretning og virksomhet. *Tilsvarende gjelder foretak i samme konsern.* Tilsvarende gjelder også for verdipapirforetaks tilknyttede agenter. Foretaket plikter å fremvise og i tilfelle utlevere til kontroll oppgaver og lydopptak i henhold til *§ 9-16 første ledd nr. 8 og § 9-17* og øvrige dokumenter som angår virksomheten.

§ 19-2 syvende ledd første og annet punktum skal lyde:

Utstedere som nevnt i *§ 19-1* tredje ledd samt deres tillitsvalgte, ansatte og revisor plikter å gi Finanstilsynet de opplysninger om utsteders forhold som Finanstilsynet krever til gjennomføring av kontroll etter *§ 19-1* tredje ledd. Utstedere som nevnt i *§ 19-1* tredje ledd, deres tillitsvalgte, ledende ansatte og revisor skal gi melding til Finanstilsynet om finansiell rapportering fra utstederen som de anser ikke gir et rettvisende bilde i overensstemmelse med det relevante regelverket for finansiell rapportering.

§ 19-2 niende ledd skal lyde:

(9) Finanstilsynet kan pålegge enhver å innhente den dokumentasjonen som tilsynet krever til gjennomføring av kontroll av at vedkommende har etterlevd bestemmelsene i EMIR som gjennomført i *§ 17-1* første ledd eller i forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene.

§ 19-3 første ledd skal lyde:

(1) Dersom Finanstilsynet har mistanke om overtredelse av kapittel 3, 4, 5, *verdipapirmarkedsforordningen eller kapittel 9 til* 15 eller forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene, kan enhver pålegges å gi de opplysninger Finanstilsynet krever, herunder fremlegge dokumenter, teknisk lagret informasjon og utskrift fra lagringsmedium.

§ 19-3 fjerde ledd skal lyde:

(4) Denne bestemmelsen gjelder selv om det er besluttet bevissikring etter *§ 19-5* og gis tilsvarende anvendelse der Finanstilsynet anmodes av annen stats myndighet som fører tilsyn som nevnt i finanstilsynsloven, om å innhente opplysninger på bakgrunn av mistanke om tilsvarende overtredelse av vedkommende stats lovgivning.

§ 19-4 annet punktum skal lyde:

Ved tilsidesettelse av opplysningsplikt gjelder *§ 21-1*.

§ 19-6 tredje ledd og nytt fjerde ledd skal lyde:

(3) Enhver som utfører arbeid eller tjeneste for Finanstilsynet eller departementet, har taushetsplikt overfor uvedkommende om opplysninger som omhandler tiltak og sanksjoner for overtredelse av bestemmelser i kapittel 3, 4, 5 eller *17* i loven her, dersom offentliggjøring av opplysningene kan skape alvorlig uro på finansmarkedene eller påføre de berørte parter uforholdsmessig stor skade.

(4) Enhver som utfører arbeid eller tjeneste for Finanstilsynet eller departementet, har taushetsplikt overfor uvedkommende om identiteten til personer som har gitt meldinger, tips eller liknende opplysninger om overtredelser av loven og tilhørende forskrifter, og om andre opplysninger som kan gjøre identiteten kjent, med mindre bruk av opplysningene er nødvendig som ledd i ytterligere undersøkelser av overtredelsen eller etterfølgende rettsforfølgning av saken. Taushetsplikten etter første punktum gjelder også identiteten til den fysiske personen opplysningene gjelder. Taushetsplikten etter første og annet punktum gjelder overfor sakens parter og deres representanter.

§ 19-7 første ledd skal lyde:

(1) Finanstilsynet kan gi foretak som nevnt i *§ 19-1* annet ledd pålegg om retting dersom foretaket opptrer i strid med lov eller forskrift gitt med hjemmel i lov. Videre kan pålegg om retting gis til foretak som opptrer i strid med bestemmelsene i EMIR som gjennomført i *§ 17-1* første ledd eller forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene. Pålegg om retting kan også gis dersom verdipapirforetak opptrer i strid med interne retningslinjer og instrukser som nevnt i *§ 9-16, eller markedsoperatør eller datarapporteringsforetak opptrer i strid med egne regler og forretningsvilkår*. Tilsvarende gjelder dersom foretakets ledelse eller styre ikke oppfyller kravene til hederlig vandel og erfaring som fastsatt i *§ 9-10, §11-7, § 14-5* eller EMIR artiklene 26 til 50 som gjennomført i *§ 17-1* første ledd eller forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene.

§ 19-7 tredje til femte ledd skal lyde:

(3) Finanstilsynet kan forby verdipapirforetak å drive virksomhet som ikke anses tilfredsstillende regulert i lov, forskrift gitt med hjemmel i lov eller interne retningslinjer og instrukser som nevnt i *§ 9-16*, når virksomheten kan påføre foretaket eller dets kunder uforsvarlig stor risiko. Finanstilsynet kan også gi pålegg om at slik virksomhet bare kan finne sted på bestemte vilkår.

(4) Dersom en aksjeeier med betydelig eierandel ikke anses egnet til å sikre en god og fornuftig forvaltning av foretaket, eller en aksjeeier ikke har gitt melding til Finanstilsynet etter *§ 9-13 første ledd eller etter 11-10 tredje ledd*, eller erverver aksjer i strid med Finanstilsynets vedtak etter *§ 9-13 annet ledd, § 11-10, eller 13-3*, kan Finanstilsynet gi pålegg om at stemmerettighetene knyttet til aksjene ikke kan utøves, eller at aksjene skal avhendes, etter fremgangsmåten i *§ 13-4*.

(5) Finanstilsynet kan gi pålegg om å oppfylle opplysnings- og meldeplikt etter *§ 19-2* syvende ledd. Finanstilsynsloven § 10 annet ledd gjelder tilsvarende.

§ 19-7 åttende ledd skal lyde:

(8) Finanstilsynet kan pålegge foretak som nevnt i *§ 19-1* tredje ledd å innhente den dokumentasjon som Finanstilsynet krever til gjennomføring av kontroll etter *§ 19-1* tredje ledd. Finanstilsynsloven § 10 annet ledd gjelder tilsvarende.

§ 19-8 første ledd skal lyde:

(1) Departementet kan i forskrift fastsette at en klagenemnd skal avgjøre klager på vedtak etter bestemmelser gitt i medhold av *§ 19-1* tredje ledd.

§ 19-9 oppheves.

§ 20-1 første ledd skal lyde:

(1) Finanstilsynet kan til statistisk bruk pålegge verdipapirforetak som yter investeringstjenester gjennom filial *eller tilknyttet agent* i henhold til *§ 9-34 første ledd nr. 2,* å avgi rapporter om sin virksomhet.

§ 20-2 skal lyde:

§ 20-2 *Kontroll med foretak med hovedsete i annen stat*

(1) Etter forutgående melding til Finanstilsynet kan vedkommende myndighet i verdipapirforetakets hjemstat, i samarbeid med Finanstilsynet, foreta stedlig kontroll i filial *eller tilknyttet agent* etablert i henhold til *§ 9-34 første ledd nr. 2*. Etter anmodning fra vedkommende myndighet i hjemstaten kan Finanstilsynet foreta den nevnte kontroll.

(2) Første ledd er ikke til hinder for at Finanstilsynet kan foreta den stedlige kontroll som anses nødvendig for å kontrollere at de regler som gjelder for filialens *eller den tilknyttede agentens* virksomhet her i landet overholdes.

§ 20-3 første ledd skal lyde:

(1) Finanstilsynet skal gi verdipapirforetak som yter investeringstjenester i henhold til *§ 9-34* pålegg om retting, herunder opphør av virksomhet her i landet, dersom virksomheten drives i strid med lov eller forskrift.

Ny § 20-4 skal lyde:

§ 20-4 *Dokumentasjon fra norske filialer og tilknyttede agenter av foretak med hovedsete i annen EØS-stat*

Finanstilsynet skal ha tilgang til og føre tilsyn med dokumentasjon, herunder opptak av telefonsamtaler og lagring av elektronisk kommunikasjon, etter § 9-16 nr. 8 og § 9-17, foretatt av filial eller tilknyttet agent etablert i Norge etter § 9-34 første ledd nr. 2.

Ny § 20-5 skal lyde:

§ 20-5 *Tilsyn med foretak utenfor EØS*

Finanstilsynet fører tilsyn med filialer av foretak med hovedsete utenfor EØS som har tillatelse til å

yte investeringstjenester eller drive investeringsvirksomhet etter § 9-36.

§ 21-1 femte ledd skal lyde:

(5) Finanstilsynet kan ilegge sentral motpart eller foretak eller personer tilknyttet sentral motpart som forsømmer sine plikter etter EMIR artikkel 4 til 13 og artikkel 26 til 54 som gjennomført i *§ 17-1* første ledd eller forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene, en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

§ 21-2 første ledd skal lyde:

(1) Dersom det er oppnådd vinning ved en uaktsom eller forsettlig overtredelse av § 3-3 første ledd, *§* 3-4, *§* 3-6 første og annet ledd, *§* 3-7, *§* 3-8, *§* 3-9, *§* 3-10, *§ 9-8, § 10-3, § 10-4, § 10-9 til § 10-17,* eller shortsalgforordningen artiklene 12 til 15 som gjennomført i § 3-14 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, kan den som vinningen er tilfalt, pålegges helt eller delvis å avstå denne. Dette gjelder også når den som vinningen tilfaller, er en annen enn lovovertrederen. Kan størrelsen av vinningen ikke godtgjøres, fastsettes beløpet skjønnsmessig.

§ 21-3 annet ledd nr. 1 skal lyde:

1. overtrer § 3-4, § 3-5, § 3-7, § 3-11, § 7-2, § 7-3, § 7-7, § 7-10, § 15-2, § 15-3, § 9-1, *§ 9-16 første ledd nr. 8, § 9-17, § 10-3 til § 10-5, § 11-1, § 12-2 syvende ledd, § 12-4 åttende ledd, § 13-1 første ledd, § 19-2, § 19-3,* eller EMIR artiklene 4 til 13 og artiklene 26 til 54 som gjennomført i § 17-1 første ledd eller shortsalgforordningen artiklene 12 til 15 som gjennomført i § 3-14 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene.

§ 21-3 annet ledd nr. 4 til 6 skal lyde:

4. overtrer plikten i *§ 9-18* til å oppbevare finansielle instrumenter og midler som tilhører investoren atskilt fra foretakets,
5. unnlater å etterkomme krav etter *§ 19-5* eller pålegg etter *19-7*, eller
6. grovt eller gjentatte ganger overtrer § 3-6 tredje, fjerde eller sjette ledd, § 3-9, § 3-10, § 4-2, § 5-2, § 5-3 eller *§ 10-9 til § 10-17*, jf. forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene.

§ 21-4 første til tredje ledd skal lyde:

(1) Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av § 3-6 tredje, fjerde og sjette ledd, § 4-2, § 4-3 eller § 4-4 første eller annet ledd*, § 15-3, verdipapirmarkedsforordningen artikkel 25 til 27* eller shortsalgforordningen artiklene 5 til 11 som gjennomført i § 3-14 eller EMIR artiklene 4 til 13 og artiklene 26 til 54 som gjennomført i § *17*-1 første ledd eller forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene, kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr. Medvirkning kan sanksjoneres på samme måte. Det samme gjelder forsøkshandlinger, jf. straffeloven § 16.

Finanstilsynet kan ilegge foretak som nevnt i *§ 19-1* tredje ledd overtredelsesgebyr dersom foretakets finansielle rapportering eller rapportering om betaling til myndigheter, ikke er i samsvar med lov eller forskrift når overtredelsen har skjedd forsettlig eller uaktsomt. Klage over slikt vedtak følger reglene i *§ 19-8.*

(3) Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av bestemmelsene i §§ 5-2 eller 5-3, samt forskrifter gitt for å utfylle disse bestemmelsene, kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr. Første ledd annet og tredje punktum gjelder tilsvarende. Dersom Finanstilsynets myndighet til å føre tilsyn med overholdelsen av §§ 5-2 og 5-3 er delegert til regulert marked i henhold til § *19-1* annet ledd, kan vedkommende regulerte marked ilegge overtredelsesgebyr etter dette ledd. Klage over vedtak av regulert marked følger *reglene i § 12-10*. Bestemmelsen i *§ 19-6* tredje ledd gjelder tilsvarende for regulert marked.

Nåværende del 6 blir ny del 9.

I ny del 9 blir nåværende kapittel 18 og 19 nytt kapittel 22 og 23.

22-2 overskrift og første ledd skal lyde:

§ 22-2 *Videreføring av tillatelser og forskrifter mv.*

(1) Tillatelser etter lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel, *og etter lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder og etter opphevede eller endrede bestemmelser i loven her,* videreføres. *Foretakene må* innrette sin virksomhet etter *bestemmelsene i loven her.*

22-2 femte ledd skal lyde:

(5) Forskrifter gitt i medhold av henholdsvis lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel, *lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder og i medhold av opphevede eller endrede bestemmelser i loven her, videreføres og gjelder inntil noe annet er bestemt.*

II

I lov 10. april 2015 nr. 17 om finansforetak og finanskonsern foreslås følgende endringer:

§ 2-7 første ledd bokstav c skal lyde:

c) forretninger for foretakets eller kundenes regning i penge-, valuta- og verdipapirmarkedet, *herunder investeringstjenester og investeringsvirksomhet etter verdipapirhandelloven § 2-1 samt tilknyttede tjenester etter verdipapirhandelloven § 2-6,*

§ 2-8 første ledd bokstav b skal lyde:

b) forretninger for foretakets regning i penge-, valuta- og verdipapirmarkedet, *herunder investeringstjenester og investeringsvirksomhet etter verdipapirhandelloven § 2-1 samt tilknyttede tjenester etter verdipapirhandelloven § 2-6,*

III

Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder oppheves.

IV

1. Loven gjelder fra den tid Kongen bestemmer. Kongen kan sette i kraft de enkelte bestemmelsene til forskjellig tid.
2. Departementet kan gi nærmere overgangsregler.

Bestilling av publikasjoner

Offentlige institusjoner:
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Internett: www.publikasjoner.dep.no
E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no
Telefon: 22 24 00 00

Privat sektor:
Internett: www.fagbokforlaget.no/offpub
E-post: offpub@fagbokforlaget.no
Telefon: 55 38 66 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på
www.regjeringen.no

Trykk: 07 Media AS – 04/2018