

Finanstilsynet
Revierstredet 3
Postboks 1187 Sentrum
0107 Oslo

18. november 2019

Forespørsel om innspill

Innledning

Det vises til Finanstilsynets brev 1 november 2019 med forespørsel om innspill til forståelse av MAR artikkel 8 nr 1.

Slik vi ser det, flytter MAR-regelverket det rettstridige gjerningsøyeblikket for innsidehandel tilbake i tid, nemlig til tidspunktet investor beslutter å iverksette den rettstridige utnyttelsen av informasjonen dvs. det konstaterbare ordretidspunktet. Gjerningsøyeblikket i norsk rett er et tidspunkt frem i tid, nemlig når ordren materialiserer seg i form av overdragelse av eiendomsrett ved kjøp, salg eller bytte. Etter dagens norske regelverk er det ikke straffbart å trekke eller endre en ikke-gjennomført ordre selv om beslutningen om å trekke eller endre er basert på innsideinformasjon. I så måte innebærer implementeringen av MAR-regelverket i norsk rett en skjerpelse.

De tilsynelatende diametralt motsatte bestemmelser i norsk rett og EU-retten vedrørende plikt til eller forbud mot å trekke inngitte ordre dersom en person kommer i besittelse av innsideinformasjon etter at ordren er inngitt, men før den er utført, har skapt en svært uheldig usikkerhet blant aktørene som er aktive i det norske verdipapirmarkedet. MAR-regelverket gjelder for alle aktørene (uavhengig av om de er hjemmehørende i et EU-land) som handler for eksempel norske noterte finansielle instrumenter som også handles på handelsplasser innen EU. Disse aktørene (også norske) risikerer straffeforfølgelse i et EU-land dersom de følger det norske pålegget om å trekke ordre i den nevnte situasjon, alternativt straffeforfølgelse i Norge dersom de følger MAR-regelverkets forbud mot å trekke ordre.

Etter vårt syn er det derfor svært viktig at Finanstilsynets veiledning ivaretar behovet for at MAR-bestemmelsene tolkes og praktiseres likt som ellers innen EU/EØS-området. Finanstilsynet må derfor være varsom med å praktisere en fortolkning som ikke har klar støtte i EU-rettskilder. Vi vil derfor peke på at ordlyden i art. 8 nr. 1 og fortalen pkt. 25 klart tilsier at art. 8 nr. 1 annet punktum er en presisering av den generelle bestemmelsen om innsidehandel i første punktum. I likhet med Verdipapirlovutvalget mener vi at art. 8 nr. 1 annet punktum må anses å uttømmende regulere hvorvidt det utgjør innsidehandel dersom en handel gjennomføres basert på en ordre som var plassert før vedkommende kom i besittelse av innsideinformasjon. Med henvisning til departementets gjengivelse av Økokrims høringsmerknad i Prop. 96LS 2018-2019 s. 57 første spalte så er det vår oppfatning at fortalens uttrykk «bør» (eng. «should») gir uttrykk for – i tråd med alminnelig språkbruk i EU-rettsakters fortaler – en begrunnelse for bestemmelsen, ikke et utgangspunkt for en

vurdering. Det følger av vår konklusjon over at art. 8 nr. 1 første punktum ikke regulerer situasjoner med endring og trekking av ordre etter at vedkommende kommer i besittelse av innsideinformasjon.

For ordens skyld presiseres at vår fremstilling baseres på handlinger hvor eventuell rettstridsreservasjon ikke kan komme til anvendelse.

Nærmere om de enkelte punkter i Finanstilsynets brev

(Brevets pkt. 4.2) Det er på bakgrunn av ovennevnte ønskelig med innspill til om mottakerne av brevet anser en «ordre» for å være plassert i relasjon til MAR artikkel 8 nr. 1, jf. fortalens punkt 25, når den er inngitt til et verdipapirforetak, og i så fall hvilke nærmere faktiske omstendigheter som antas å innebære en ordreplassering hos verdipapirforetaket.

Med bakgrunn i formuleringen i fortalens punkt 25 («ordrer plassert før en person var i besittelse av innsideinformasjon, bør ikke anses som innsidehandel»), er vi enig i at det er av vesentlig betydning å klargjøre når en «ordre» kan anses å være «plassert» fordi dette vil representerer skjæringstidspunktet for om det gjelder en presumsjon for utnyttelse (misbruk) av innsideinformasjon ved kjøp/salg/kansellering/endring m.v.

I de standardiserte forretningsvilkår for verdipapirforetak som Forbundet har utarbeidet heter det i pkt 1:

«8.1 Inngivelse og aksept av ordre og inngåelse av avtale

Ordre fra Kunden kan inngis muntlig, skriftlig eller elektronisk. Det vil kunne gjelde begrensninger for inngivelse av ordre via elektroniske kommunikasjonskanaler. Nærmere informasjon om dette fås ved henvendelse til Foretaket. Ordren er bindende for Kunden når den har kommet frem til Foretaket med mindre annet er særskilt avtalt (vår uthevninng)».

Vilkåret «kommet frem» (altså ikke «kommet til kunnskap») er valgt fordi en skriftlig eller elektronisk ordre ikke nødvendigvis kommer fysiske personer i verdipapirforetaket til kunnskap på samme tidspunkt som ordren er kommet frem til foretaket eller den/de relevante personer. Det forutsettes at ordren oppfyller kravene til en ordre, dvs angivelse av (1) finansielt instrument, (2) kjøp/salg, (3) antall eller verdi og (4) eventuelle andre betingelser knyttet til ordren. Når en ordre som oppfyller kravene til en ordre er kommet frem til verdipapirforetaket, må den anses å være «plassert».

Dersom kunden inngir ordre muntlig til en megler via telefon, møte eller chat må ordren anses plassert hos verdipapirforetaket når kunden og megler har blitt enige om kjøp eller salg (finansielt instrument, kjøp/salg, antall/verdi, eventuelle betingelser), dvs tidspunktet kunden har gitt megleren et oppdrag om enten å utføre eller å fremsette et tilbud på vegne av kunden.

På tidspunktet ordren er plassert har investor fattet en investeringsbeslutning, og avtalt med verdipapirforetaket å gjennomføre investeringsbeslutningen. Det vil være i forbindelse med investeringsbeslutningen at investor eventuelt «utnytter» (*misbruker*) informasjonen, og ikke når selve handelen blir utført/eksekvert/sluttet. Etter at investor har plassert ordren hos verdipapirforetaket og dermed overlatt til verdipapirforetaket å gjennomføre denne investeringsbeslutningen, vil det normalt innebære at investor har «avgitt kontrollen» til verdipapirforetaket i forhold til når ordren faktisk utføres i markedet. Med andre ord bør investor slippe å bære risiko for noe vedkommende ikke lenger har kontroll over. For



eksempel vil investor ikke ha kontroll over hvordan verdipapirforetakenes handelssystemer er innrettet i forhold til utførelsestidspunkt og gjennomføring av ordre (rent teknisk kan ordre endres av systemene, ref. funksjonalitet som smart order routing o.l.). For eksempel: Verdipapirforetaket mottar en ordre kl 12.00, investor mottar innsideinformasjon 12.05, men ordre blir ikke utført (av ulike grunner som ikke investor har kontroll over) før 12.07. Etter vår oppfatning er skjæringstidspunktet kl. 12.00 (ved inngivelse av ordre).

Dette utgangspunktet har etter vår oppfatning støtte i formålet med forbudet (jf. fortalens punkt 23 og 25) hvor poenget er at investor som er i besittelse av innsideinformasjon ikke skal kunne misbruke («utilbørlig utnytte») informasjon som andre ikke har til å skaffe seg en uberettiget fordel ved å inngå transaksjoner i samsvar med informasjonen. Får investor innsideinformasjon etter at en ordre er inngitt, har vedkommende ikke vært i besittelse av denne på investeringsbeslutningstidspunktet og kan derfor vanskelig sies å ha misbrukt (utnyttet) denne når vedkommende innga ordren.

Ettersom overtredelse av forbudet mot innsidehandel er straffesanksjonert, er det videre viktig at det finnes en klar og praktikabel regel i forhold til hvilket skjæringstidspunkt som gjelder. Tidspunktet for inngivelse av en ordre (evt endring av denne) vil være dokumenterbart (ref. de detaljerte krav som påhviler verdipapirforetakene til å dokumentere kundeordre), slik at det vil kunne være mulig å angi nøyaktig tidspunktet for når ordren er inngitt, hva den gikk ut på og eventuelle endringer.

Finanstilsynet viser til at det i konkret saker kan være utfordrende å bedømme investors kontakt med megler frem til ordreutførelse er gjennomført, herunder uklarhet i forhold til senere endringer av ordre/presiseringer av ordre eller saker hvor ikke all kommunikasjon er dokumentert. Finanstilsynet stiller således spørsmål ved om en ordre først skal anses plassert når megler «*har iverksatt utførelsen*» av ordren. I tillegg til de praktiske utfordringer Finanstilsynet selv peker på ved dette alternativ, synes det ikke riktig at man skal flytte skjæringstidspunktet basert på en mulig omgåelse i konkrete unntakstilfeller. Megler vil normalt ha all grunn til å klargjøre med investor hva avtale om utførelse av ordre skal gå ut på og som hovedregel skal all kommunikasjon med investor dokumenteres. Hensynet til en klar og praktikabel regel taler således mer for at skjæringstidspunkt settes til når ordre er inngitt/avgitt til verdipapirforetaket.

Dersom de skulle inntre ytterligere kommunikasjon mellom megler og investor etter ordreinnleggelsen mener vi det må vurderes om den etterfølgende dialogen innebærer en ny ordre eller endring/annullering av en eksisterende ordre.

I denne vurderingen må den etterfølgende dialogen vurderes opp mot den opprinnelige ordren. Dersom for eksempel megler spør investor om ordrekursen skal justeres, og dette avslås av investor, vil det ikke være tale om noen endring siden den opprinnelige ordren står ved lag. Det samme blir tilfelle hvor megler spør om investor ønsker å trekke eller opprettholde opprinnelig ordre, og investor bekrefter at opprinnelig ordre skal stå. Kontakten mellom megler og investor vil i slike tilfeller ikke være nødvendig for at ordren opprettholdes eller gjennomføres.

Normalt vil en ordre stå ut dagen dersom ikke noen annet er avtalt. Dette følger av de standardiserte forretningsvilkår for verdipapirforetak¹. Hvis megler i et slikt tilfelle spør investor om han ønsker å la ordren stå til neste dag, vil en bekreftelse av dette innebære en ny ordre. Vanskelige grensespørsmål vil kunne oppstå hvor en større ordre skal utføres over noe tid, og hvor man normalt vil ha en «løpende dialog» om gjennomføringen. Også her må det avgjørende være om innholdet i den opprinnelige ordren endres.

For ordens skyld vil vi tilføye at en indikasjon er ikke en ordre. Med indikasjon mener vi i denne sammenheng interesse om å gjøre en handel, men hvor faktisk ordre/avtaleslutning er betinget av videre forhandling. Uten videre forhandling vil en indikasjon ikke lede til en faktisk handel.

(Brevets pkt. 4.3) Det er ønskelig med innspill om behovet for å vurdere andre *konkrete* handelsfunksjonaliteter for gjennomføring (avtaleslutning) på handelsplasser

Det samme prinsippet som over (se svar på pkt. 4.2) må gjelde. Uavhengig av handelsfunksjonalitet er ikke inngivelse av en interesse en ordre. Skulle en investor ha inngitt en interesse, vil intet skje før megler eventuelt kommer tilbake med motsatt matchende interesse som gir grunnlag for videre forhandlinger. Skulle investoren som innga interessen, fra tidspunktet denne ble inngitt til megler ta kontakt for videre forhandlinger, komme i besittelse av innsideinformasjon, vil kunden kunne være avskåret fra å inngi en ordre. Men vi klarer ikke helt å se at det å trekke en interesse er spesielt aktuelt, det vil i tilfelle være tale om at det ikke kan inngis en ordre eller gå videre i forhandlingene.

Finanstilsynet stiller videre spørsmål ved om en ordre bør anses «plassert» først når den er lagt inn i en handelsplass ordrebok der det skjer en anonym og automatisert matching av ordre, eventuelt der ordren ligger i handelsplassens ordrehåndteringsfasilitet i påvente av offentliggjøring i markedet. Finanstilsynet peker selv på visse utfordringer ved et slikt skjæringstidspunkt, herunder at handelsplasser kan operere med ulike handelsfunksjonaliteter enn ordrebøker der det skjer automatch. Vi viser til omtalen ovenfor, og mener at det mest hensiktsmessige skjæringstidspunktet vil være når investor har inngitt/avgitt ordre til verdipapirforetaket.

(Brevets pkt. 4.4) Det er på bakgrunn av ovennevnte ønskelig med innspill om behovet for å vurdere *konkrete* former for handel som kommer i stand utenfor handelsplass nærmere

Ved bilaterale transaksjoner mellom kjøper og selger, der man ikke benytter verdipapirforetak mellommann, er det ikke naturlig å snakke om inngivelse, trekking og endring av ordre. I slike tilfeller mener vi det er naturlig å legge til grunn at skjæringstidspunktet vil være tidspunktet for fremsettelse av tilbud til motparten, siden det er på dette tidspunktet vedkommende avgir sitt dispositive utsagn / treffer investeringsbeslutningen. Kommer man i besittelse av innsideinformasjon etter at slikt tilbud er inngitt, vil det ikke være tillatt å trekke

¹ 8.2 Oppdragsperiode for ordre

For ordre knyttet til handel i finansielle instrumenter gjelder ordren oppdragsdagen eller til stenging av det regulerte markedet ordren er lagt inn på og bortfaller deretter, med mindre annet er avtalt eller fremgår for den.

eller endre tilbudet. I situasjoner der den som kommer i besittelse av innsideinformasjonen er mottaker (og ikke avgiver) av tilbudet, er det aksepten som må være avgjørende. I noen tilfeller av slike bilaterale transaksjoner kan det være vanskelig å konkretisere et tidspunkt for inngivelse av tilbud og aksept, for eksempel i en forhandlings situasjon der ingen av partene har kommet med et formelt tilbud. I slike tilfeller må det etter vår vurdering foretas en konkret vurdering, der skjæringstidspunktet vil være når den enkelte part har avgitt sitt dispositive utsagn.

I situasjoner der en ordre plasseres hos en mellommann, men handelen skjer utenfor handelsplass, mener vi at skjæringstidspunktet må være når det er innlagt ordre / avgitt et dispositivt utsagn til mellommannen, jf. drøftelsen over.

(Brevets pkt. 4.5) Det er på bakgrunn av ovennevnte ønskelig med innspill og eksempler på situasjoner og tilfeller der det kan være snakk om utnyttelse av innsideinformasjon der en handel gjennomføres på bakgrunn av en ordre som beviselig ble plassert før vedkommende kom i besittelse av innsideinformasjon

Som nevnt over er vi av den oppfatning at art. 8 nr. 1 første punktum ikke regulerer denne situasjonen, men derimot at art. 8 nr. 1 annet punktum er uttømmende.

I lys av fortalen pkt. 25 (som helt tydelig fastsetter at ordre som er plassert før vedkommende kom i besittelse av innsideinformasjon, ikke kan utgjøre innsidehandel) stiller vi spørsmål ved premisset for spørsmålet. Er ordren beviselig plassert før vedkommende kom i besittelse av innsideinformasjon, da vil det etter vår oppfatning ikke kunne foreligge innsidehandel. Vi kan vanskelig se at gjennomføring av en slik ordre kan innebærer «*undermining of the integrity of financial markets*» eller en «*unfair advantage*», jf. fortalen pkt. 23. Vi presiserer likevel at vår fortolkning vil innebære en tilstrekkelig ivaretagelse av innsidehandelsforbudet fordi vi antar at bevisføringen for når vedkommende kom i besittelse av innsideinformasjon vil være helt sentralt i saker hvor ordre endres og trekkes.

Avslutning

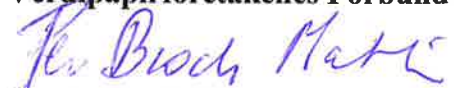
Som det fremgår foran er vi av den oppfatning at det ikke finnes grunnlag i MAR-bestemmelsen for en eventuell plikt til å trekke en ikke-gjennomførte ordre dersom investor kommer i besittelse av innsideinformasjon etter at ordren er inngitt til et verdipapirforetak, men ennå ikke utført. Det straffverdige er når investor beslutter å utnytte innsideinformasjon til å inngi, endre eller annullere ordre. Dersom en investor trekker en ikke-gjennomført ordre etter å ha mottatt innsideinformasjon, vil det etter MAR-reglene være presumsjon for innsidehandel uansett om annulleringen av ordren er til ugunst for investoren. Det vil være investoren som har bevisbyrden for «ugunst» etter MAR-reglene. Vi vil i denne forbindelse vise til Lafonta-saken for EU-domstolen (Sak C-628/13). Domstolen vektlegger blant annet at kompleksiteten i finansmarkedene gjør det vanskelig å vurdere nøyaktig hvilken retning opplysninger vil påvirke kursen og fastslår at det også kan være utnyttelse av innsideinformasjon selv om investor ikke kan fastslå med sikkerhet om informasjonen som utnyttes er til «gunst» eller «ugunst» for vedkommende.

Etter vår oppfatning vil det være en klar svekkelse av rettssikkerheten dersom norske myndigheter skulle holde fast ved at det er plikt til å trekke en ikke-gjennomførte ordre dersom investoren kommer i besittelse av innsideinformasjon etter innleggelse av ordren. Det

vil tvinge investorene inn i en situasjon hvor han eller hun må bevise sin uskyld og det kan være svært krevende fordi det gjelder en presumsjon for innsidehandel i slike tilfeller.

Med vennlig hilsen

Verdipapirforetakenes Forbund



Per Broch Mathisen

Fagdirektør

