



FINANSTILSYNET
THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

Forbud mot innsidehandel – håndtering av ordresituasjoner

Veiledning til
markedsmisbruksforordningen (MAR)
artikkel 8 nr. 1

DATO:
02.02.2021

1 Innledning

Forordning (EU) nr. 596/2014 om markedsmissbruk (MAR) er vedtatt gjennomført i norsk rett ved inkorporasjon i verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd.¹ Forordningen erstatter markedsmissbruksdirektivet² og innebærer blant annet reviderte regler om innsidehandel i finansielle instrumenter. Siden MAR er en forordning som skal sikre ensartede regler i EØS, vil Finanstilsynet utvise varsomhet med å gi veiledninger om forståelsen av forordningens bestemmelser.

Denne veiledningen beskriver forståelsen som Finanstilsynet vil legge til grunn i sin forvaltningspraksis når det gjelder enkelte sider av MAR artikkel 8 nr. 1. Forståelsen kan senere bli revidert, for eksempel som følge av avgjørelser i EFTA-domstolen, EU-domstolen eller retningslinjer fra den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndigheten (ESMA).

2 Problemstilling

Hva som menes med innsidehandel i finansielle instrumenter, fremgår av MAR artikkel 8 nr. 1 første og annet punktum, der det står:³

"Ved anvendelsen av denne forordning anses innsidehandel å foreligge når en person besitter innsideinformasjon og utnytter denne ved direkte eller indirekte å erverve eller avhende, for egen eller en tredjeparts regning, finansielle instrumenter som informasjonen vedrører. Utnyttelse av innsideinformasjon ved å trekke eller endre en ordre som ble plassert før personen var i besittelse av innsideinformasjonen om det finansielle instrumentet som ordren vedrører, skal også anses som innsidehandel. (...)"

Videre følger det av MARs fortale punkt 25 første punktum:

"Ordrer plassert før en person var i besittelse av innsideinformasjon, bør ikke anses som innsidehandel."

Med henvisning til fortalens uttalelse har det vært reist spørsmål om det er utelukket at det kan foreligge innsidehandel etter MAR artikkel 8 nr. 1 første punktum i situasjoner der personen er kommet i besittelse av innsideinformasjonen etter at en ordre er plassert. Problemstillingen reiser dermed også et spørsmål om hva som menes med "ordre som ble plassert". Disse spørsmålene blir behandlet nedenfor.

¹ Endringslov til verdipapirhandelloven 21. juni 2019 nr. 41:

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2019-06-21-41>, ikrafttredelse 1. mars 2021.

² Direktiv 2003/6/EF om markedsmissbruk.

³ Norsk versjon av MAR: <https://lovdata.no/static/NLX3/32014r0596.pdf>

Veiledningen omfatter handel som kommer i stand på handelsplass⁴, eller utenfor handelsplass gjennom, eller med et verdipapirforetak. Direktetransaksjoner utenfor handelsplass omfattes ikke.⁵

3 Finanstilsynets forståelse

3.1 "Utnytter" ved å erverve eller avhende finansielle instrumenter

Etter MAR artikkel 8 nr. 1 første punktum er det et vilkår for at det skal foreligge innsidehandel, at personen "utnytter" innsideinformasjonen ved å erverve eller avhende finansielle instrumenter. Hva som ligger i at personen "utnytter" innsideinformasjonen, er ikke nærmere presisert i MARs bestemmelser, men fortalens punkt 23 første setning omtaler det avgjørende kjennetegnet ved innsidehandel som at *"det oppnås en uberettiget fordel av innsideinformasjon, til ulempe for tredjeparter som ikke vet om denne informasjonen, og følgelig at markedets integritet og investorenes tillit undergraves. (...)"*.

Spørsmålet om det foreligger innsidehandel må altså vurderes på bakgrunn av forordningens formål om å verne finansmarkedenes integritet og styrke investorenes tillit, jf. også siste setning i fortalens punkt 24, der det fremgår at en ivaretagelse av dette formålet avhenger av at investorene likebehandles og beskyttes mot misbruk av innsideinformasjon.⁶

På denne bakgrunn antar Finanstilsynet at det normalt ikke vil være tale om utnyttelse av innsideinformasjon der transaksjonen kommer i stand som følge av en ordre som er plassert før personen er kommet i besittelse av innsideinformasjon om det aktuelle finansielle instrumentet. Om det under spesielle omstendigheter likevel kan tenkes å foreligge utnyttelse av innsideinformasjon, er omtalt i punkt 3.2 nedenfor.

Med ordreplassering forstås her at personen har gjort alt som er nødvendig for at en transaksjon skal gjennomføres, altså at ingen ytterligere involvering er nødvendig fra personens side (ordren er "eksekverbar"). Handelsinteresser som må betegnes som indikasjoner, faller dermed utenfor.

Det er ikke mulig å gi en uttømmende oversikt over ulike ordresituasjoner. Det vil alltid måtte gjøres en konkret vurdering av om en ordre kan anses å være plassert etter ovennevnte vurderingstema. Nedenfor følger likevel en omtale av enkelte typetilfeller:

⁴ Jf. definisjon i MAR artikkel 3 nr. 1 punkt 10 som viser videre til MiFID II.

⁵ Utenfor veiledningen faller også erverv/avhendelser i utslippskvoter mv. etter MAR artikkel 8 nr. 1 tredje punktum.

⁶ Fortalens betraktninger på disse punktene reflekterer EU-domstolens avgjørelse fra 23. desember 2009 i sak C-45/08 (Spector-dommen).

Ordreplassing kan skje ved en **elektronisk ordre som deretter gjennomføres automatisk**, for eksempel ved innleggelse av en ordre i en elektronisk handelsplattform som tilbys verdipapirforetakets kunder eller ved bruk av direkte elektronisk tilgang til en handelsplass.⁷ Finanstilsynet anser her at ordreplassing skjer når den sendes elektronisk, forutsatt at ingen ytterligere involvering er nødvendig for at handelen skal komme i stand.

I tilfeller der **en ansatt i et verdipapirforetak er involvert** i ordremottaket og/eller ordregjennomføringen, må det gjøres en konkret vurdering av omstendighetene for å avklare på hvilket tidspunkt verdipapirforetakets kunde har gitt alle nødvendige instruksjoner til verdipapirforetaket, herunder eventuelle nødvendige bekreftelser, for at handel skal komme i stand. Når det gjelder sistnevnte kan det eksempelvis ved handler utenfor handelsplass være en forutsetning at pris og/eller volum må bekreftes av kunden etter at megleren har funnet en motpart for handelen. Hvis kunden etter å ha hatt innledende kontakt med megleren, men før han eller hun har avgitt bekreftelse overfor megleren, mottar innsideinformasjon, vil tilfellet måtte vurderes etter artikkel 8 nr. 1 første punktum dersom vedkommende likevel gjennomfører handelen.⁸ Tilsvarende kan det ved kjøp/salg av større poster være en løpende dialog mellom kunden og megleren uten at ordren under dialogperioden kan sies å være plassert. I denne sammenheng nevnes også at dersom en ordre anses å være plassert, så vil etterfølgende kommunikasjon mellom kunden og verdipapirforetaket om ordren etter omstendighetene kunne anses som instruksjoner eller avklaringer som innebærer en utnyttelse av innsideinformasjon ved å *endre* en allerede plassert ordre etter MAR artikkel 8 nr. 1 annet punktum.

Ovennevnte betyr at dokumentasjon av ordreplassing og eventuell etterfølgende kommunikasjon om ordren vil være vesentlig for å kunne vurdere om innsidehandel foreligger. Slik dokumentasjon kan være skriftlig korrespondanse (også chat) med verdipapirforetaket og/eller lydopptak med megler, samt registreringer foretatt av verdipapirforetaket i tråd verdipapirhandellovens krav på området.

3.2 Reservasjon fra ovennevnte utgangspunkt

Basert på ovennevnte forståelse av hva som menes med "ordreplassing", vil Finanstilsynet som nevnt legge til grunn at det som et utgangspunkt ikke vil være tale om at personen utnytter innsideinformasjonen ved å erverve eller avhende i strid med MAR artikkel 8 nr. 1 første punktum, jf. artikkel 14 bokstav a, gjennom å la den plasserte ordren gjennomføres.

Med bakgrunn i det samlede rettskildebildet finner Finanstilsynet likevel ikke grunn til å utelukke at det under spesielle omstendigheter kan forekomme erverv/avhendelser som på bakgrunn av de bærende formålene bak forbudet mot innsidehandel, likevel kan sies

⁷ Se vphl. § 9-22 tredje ledd.

⁸ Ordren vil da være plassert med innsideinformasjon, og det gjelder en presumsjon for innsidehandel, jf. fortalens punkt 24. Finanstilsynet antar på denne bakgrunn at man følgelig vil vegre seg for å gå videre med handelen i tilfeller der innsideinformasjonen er gunstig for ordren.

å innebære en utnyttelse av innsideinformasjon i strid med dette.⁹ Finanstilsynet legger til grunn at en slik reservasjon ikke vil svekke den nødvendige forutberegneligheten for aktørene hva gjelder normalsituasjonene av ordreinngelger.

⁹ Ordlyden i MAR artikkel 8 nr. 1 første og annet punktum og fortalens punkt 25 første setning, samt fortalens punkt 23 første setning, gir – også sett i lys av MAR artikkel 9 nr. 3 bokstav a, sammenholdt med nr. 6 – ikke tilstrekkelig grunnlag til å konkludere med at det aldri kan bli aktuelt å se det slik at en person under slike omstendigheter "utnytter" innsideinformasjon ved å erverve eller avhende, og innsidehandler etter MAR artikkel 8 nr. 1 første punktum.

FINANSTILSYNET

Postboks 1187 Sentrum

0107 Oslo

POST@FINANSTILSYNET.NO

WWW.FINANSTILSYNET.NO