

# RAPPORT OM SAMARBEIDET MELLOM ØKOKRIM, OSLO BØRS OG KREDITTILSYNET

+		
1	Innledning – om mandatet, utvalgets sammensetning og arbeidet.....	3
2	Sammendrag og hovedkonklusjoner .....	5
3	Kriminalitet i verdipapirmarkedet – hva menes og hvilke samfunnsmessige interesser er det som trues.....	7
3.1	Verdipapirmarkedets funksjon og virkemåte .....	7
3.2	Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet.....	9
3.2.1	Verdiene i markedet øker .....	9
3.2.2	Sterk utvikling i det norske markedet .....	9
3.2.3	Utlendingers relative eierandel øker .....	10
3.2.4	Næringslivet henter mer penger fra det norske børsmarkedet .....	10
3.2.5	Flere selskaper på Oslo Børs – særlig i sterke sektorer.....	12
3.2.6	Børsmarkedet endrer karakter .....	12
3.3	Arbeid mot verdipapirkriminalitet .....	13
3.4	Noen utviklingstrekk på området .....	14
3.4.1	Håndheving av regelverket.....	14
3.4.2	Utfordringer fremover – mer sofistikert kriminalitet .....	15
3.5	Vanlige former for markedsmisbruk .....	16
3.5.1	Særskilt om misbruk av innsideinformasjon.....	16
3.5.2	Markedsmanipulasjon .....	18
3.6	Utviklingen med hensyn til strafferettslige reaksjoner .....	21
3.6.1	Meldeplikt- og flaggepliktsaker .....	21
3.6.2	Misbruk av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon.....	22
3.6.3	Særskilt om henleggelse .....	26
3.7	Statistikk over saker siste år .....	27
3.7.1	Saker rapportert fra Oslo Børs til Kredittilsynet 2001 - 2006.....	27
3.7.2	Saker i Kredittilsynet.....	27
3.7.3	Økokrim – statistikk .....	29
3.7.4	Statistikk for hele kontrollkjeden .....	31
4	Internasjonal utvikling.....	33
4.1	Utvikling av europeisk regelverk de senere årene .....	33
4.2	Særskilt om nytt rapporteringssystem for transaksjoner .....	36
5	Beskrivelse av de tre institusjonene og deres rolle i verdipapirmarkedet .....	38
5.1	Oslo Børs.....	38
5.1.1	Markedsovervåkingen på Oslo Børs .....	38
5.1.2	Markedsfunksjonen ved Oslo Børs (aksjemarkedet) .....	39
5.1.3	Børsens kompetanse .....	40
5.1.4	Overvåkingssystemer .....	41
5.1.5	Børsens advarsler og sanksjonssaker .....	43
5.2	Kredittilsynet.....	44
5.2.1	Organisering av virksomheten .....	45
5.2.2	Kredittilsynets kilder til oppdagelse av saker vedrørende kriminalitet i verdipapirmarkedet.....	46

5.2.3	Kredittilsynets kompetanse i saker vedrørende kriminalitet i verdipapirmarkedet.....	47
5.2.4	Ferdigstillelse av en sak i Kredittilsynet, anmeldelse og sivilrettslige reaksjoner	49
5.3	Økokrim .....	50
5.3.1	Økokrims rolle og oppgaver.....	52
6	Internasjonalt samarbeid .....	54
6.1	Oslo Børs` internasjonale roller .....	54
6.1.1	Oslo Børs rolle i Norden .....	54
6.1.2	Internasjonalt børssamarbeid.....	54
6.2	Samarbeid mellom offentlige tilsynsmyndigheter .....	55
6.3	Økokrim .....	56
6.3.1	Etterforskning og bevisopptak i andre land til bruk i norsk straffesak .....	56
6.3.2	Internasjonalt samarbeid utenom sak .....	57
7	Dagens samarbeid mellom Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim.....	57
7.1	Samarbeidet mellom Oslo Børs og Kredittilsynet.....	57
7.2	Samarbeidet mellom Kredittilsynet og Økokrim .....	58
7.3	Kredittilsynets samarbeid med lokale politidistrikt .....	59
7.4	Samarbeidet mellom Oslo Børs og Økokrim .....	60
7.5	Kort om organiseringen av samarbeidet i andre land.....	60
8	Er rammebetingelsene for samarbeidet om bekjempelse av verdipapirkriminalitet gode nok	63
8.1	Tilgang til, deling og håndtering av taushetsbelagt informasjon .....	63
8.1.1	Oslo Børs` adgang til å formidle taushetsbelagt informasjon til og å samarbeide med Økokrim og Kredittilsynet.....	63
8.1.2	Kredittilsynets adgang til å formidle taushetsbelagte opplysninger til Oslo Børs og Økokrim .....	64
8.1.3	Særskilt om Kredittilsynets adgang til å videreformidle informasjon innhentet fra andre tilsynsmyndigheter .....	65
8.1.4	Økokrims adgang til å videreformidle ellers taushetsbelagte opplysninger til Kredittilsynet og Oslo Børs.....	66
8.2	Har de tre institusjonene hver for seg og til sammen god nok tilgang til ulike registre og annen informasjon? .....	68
8.2.1	Informasjon i børsens handelssystemer.....	68
8.2.2	Transaksjonsrapportering etter MiFID.....	69
8.2.3	Overvåkingssystemet SMARTS .....	69
8.2.4	Særskilt om Verdipapirsentralen.....	71
8.2.5	Forvalterregistrering .....	72
8.2.6	Offentlige registre som brukes til avdekking av verdipapirkriminalitet .....	74
8.2.7	Særskilt om innhenting av trafikkdata .....	75
8.2.8	Mobilbruk på meglerbordet.....	77
8.2.9	Utvidet bruk av Innsideregisteret .....	78
8.3	Kontakt mellom institusjonene under saksbehandlingen .....	79
8.3.1	Skriftlig nedfelte retningslinjer for samarbeid .....	79
8.3.2	Tidlig kontakt viktig for alle institusjonene som omfattes av samarbeidet.....	80
8.3.3	Utveksling av personale og kompetanse for øvrig .....	80
8.3.4	Samarbeidsforum .....	81
9	Behov for endring av rammebetingelser for øvrig .....	81
9.1	Adgang for KT til å ilegge administrative gebyrer .....	81

9.2	Avgjørelser hos Kredittilsynet og Økokrim med konsekvenser for den videre oppfølgingen.....	82
9.3	Ressursbehov / kompetanseutvikling .....	84
9.3.1	Hvilke forberedelser ligger bak en fellende dom .....	84
9.3.2	Nærmere om ressursbehov og kompetanseutvikling .....	86
10	Forebyggende tiltak.....	89
10.1	Børsens forebyggende arbeid .....	89
10.2	Kredittilsynets forebyggende arbeid .....	90
10.3	Økokrims forebyggende arbeid.....	91

## 1 Innledning – om mandatet, utvalgets sammensetning og arbeidet

Etter regjeringens handlingsplan mot økonomisk kriminalitet, fremlagt av Bondevik II regjeringen og videreført under nåværende regjering, skal det blant annet ”gjennomføres en vurdering av samarbeidet mellom ØKOKRIM, Kredittilsynet og Oslo Børs når det gjelder arbeidet med verdipapirkriminalitet. I den anledning skal det også ses hen til reguleringen av tilsvarende forhold i andre land”.

Om bakgrunnen for denne evalueringen refereres følgende fra handlingsplanen:

*”Verdipapirmarkedet utvikler seg raskt og forholdene endres hyppig. Det er derfor særlig viktig på dette området at lovbrudd avdekkes og sanksjoneres så raskt som mulig. Dette forutsetter at kontrollressursene samlet sett fungerer mest mulig effektivt. Dette stiller krav til lovverk, prosedyrer og rutiner som gjelder forholdet mellom Oslo Børs, Kredittilsynet og politiet. Selv om de enkelte ledd i denne kontrollkjeden er styrket, har det ikke vært foretatt noen samlet gjennomgang av kontrollressursene og arbeidsfordelingen mellom etatene i forhold til dagens behov for kontroll av verdipapirhandelen. ”*

I brev fra Finansdepartementet av 3. oktober 2006 ble Kredittilsynet bedt om å ta initiativ til å nedsette en arbeidsgruppe med medlemmer fra Økokrim, Oslo Børs og Kredittilsynet for å vurdere samarbeidet mellom de tre institusjonene i tråd med tiltaket i handlingsplanen. Arbeidsgruppen er bedt om å utarbeide en rapport innen 1. mai 2007, hvor en blant annet omtaler hvorledes samarbeidet bør utvikles videre.

I brev av 28. november 2006 til Oslo Børs og Økokrim tok Kredittilsynet initiativ til nedsettelse av et utvalg, og fremla samtidig følgende forslag til mandat for utvalget:

*”I brev av 3. oktober 2006 fra Finansdepartementet bes Kredittilsynet om å ta initiativ til å nedsette en arbeidsgruppe med medlemmer fra ØKOKRIM, Kredittilsynet og Oslo Børs. Gruppen skal vurdere samarbeidet mellom disse institusjonene i lys av regjeringens handlingsplan mot økonomisk kriminalitet. Arbeidet skal være slutført innen 1. mai 2007.*

*Rapporten bør inneholde en kort beskrivelse av de tre institusjonene og deres rolle i verdipapirmarkedet. Herunder bør institusjonenes sentrale hjemler for å gripe inn overfor de*

*ulike aktørene i verdipapirmarkedet beskrives. Det bør videre redegjøres for institusjonenes fagkompetanse, kapasitet og eksisterende og planlagte tekniske løsninger for overvåking av markedet. Rapporten bør redegjøre for hvorledes de tre institusjonene arbeider for å avdekke og håndtere mistanke om regelbrudd. Samarbeidsavtalen mellom Kredittilsynet og Oslo Børs, senest oppdatert i 2001 bør beskrives.*

*Rapporten bør inneholde en beskrivelse av hvilke prioriteringer som danner utgangspunkt for ØKOKRIMs utvelgelse av saker for strafferettslig oppfølging. Rapporten bør drøfte arbeidsmetoder med tanke på å unngå dobbeltarbeid. Videre bør rapporten vise hvilke forberedelser som ligger bak en fellende dom.*

*Rapporten bør inneholde en oversikt over saker oversendt fra Oslo Børs til Kredittilsynet, saker som er undersøkt av Kredittilsynet, saker som er oversendt påtalemyndigheten og resultatet av påtalemyndighetens og domstolenes behandling.*

*Det bør gis en omtale av hvorledes vinningen fra kriminalitet i verdipapirmarkedet kan inndras på en mest mulig effektiv måte. Det vises til at handlingsplanen mot økonomisk kriminalitet fremholder dette som et hovedsatsingsområde.*

*Rapporten bør for øvrig omhandle eventuelle behov for endringer i rammebetingelser for å bidra til en effektiv ressursutnyttelse.*

*Endelig bør rapporten inneholde drøftelse av mulige forebyggende tiltak. Gjennomtenkt og koordinert informasjon samt klare prinsipper for offentlighet rund de ulike institusjonenes arbeid bør inngå i dette.”*

Utvalget ble nedsatt i første møtet, som ble avholdt 15. januar 2007. I brev av 2. mai 2007 ba utvalget om fristforlengelse til 25. juni 2007 på grunn av Økokrims arbeidssituasjon knyttet til en større pågående rettssak på verdipapirområdet.

Utvalget har bestått av avdelingsdirektør Eirik Bunæs fra Kredittilsynet (utvalgets leder), førstestatsadvokat og leder for verdipapirteamet Hedvig Moe fra Økokrim, direktør Markedsovervåking Sverre Lilleng fra Oslo Børs, spesialrådgiver Tore Lindstad fra Kredittilsynet, samt tilsynsrådgiver Kristin Lund fra Kredittilsynet (utvalgets sekretær). Seksjonsleder Geir Holen, Kredittilsynet og førstestatsadvokat og nestleder i Økokrim, Trond Eirik Schea har medvirket ved en del av utvalgets møter.

Ved utarbeidelse av rapporten har utvalget, foruten beskrivelse av det faktiske samarbeidet mot verdipapirkriminalitet, lagt særlig vekt på å kartlegge mulige tiltak som kan lede til enda mer effektiv bekjempelse av kriminalitet i verdipapirmarkedet, herunder effektiv utnyttelse av eksisterende resurser og kompetanse.

Utvalget har vinklet rapporten mot aksjemarkedet. Aktiviteten i markedene for børsnoterte renteinstrumenter er imidlertid også underlagt de viktigste reglene for markedsatferd, herunder innsidebestemmelsene, manipulasjonsforbudet og informasjonskravene.

## 2 Sammendrag og hovedkonklusjoner

Utvalget har i innledningen til rapporten valgt å beskrive utviklingen i det norske verdipapirmarkedet og hvilke samfunnsmessige verdier bestemmelsene om verdipapirkriminalitet er ment å verne. Det følger av denne gjennomgangen at investering i bekjempelse av verdipapirkriminalitet kan gi en betydelig samfunnsøkonomisk gevinst. Tillit til at atferden i markedet er strengt regulert og at regelverket håndheves løpende og overfor alle aktører, er en forutsetning for at markedet skal fungere som en effektiv og stabil finansieringskilde for næringslivet. Et stadig mer målrettet regelverk, bevisst satsing på utvikling av kontrollkjeden i markedet, dvs Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim, samt bedret evne til å presentere saker for domstolene har gitt resultater de siste årene. Potensialet for ytterligere forbedring er imidlertid etter utvalgets vurdering stort.

Samarbeidet mellom Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim har utviklet seg de siste årene og fungerer i dag godt. Et resultat av samarbeidet er at det de senere år er avdekket, etterforsket og strafferettslig sanksjonert i forhold til et økende antall tilfeller av verdipapirkriminalitet. Selv om det er vanskelig å foreta objektive sammenlikninger, synes det klart at resultat av samarbeidet er bedre enn hva som er oppnådd i de fleste andre EØS land.

Til tross for at det er avdekket og reagert mot et antall saker, antar utvalget at det er mange tilfeller av kriminelle handlinger i verdipapirmarkedet som ikke avdekkes eller som av mangel på kapasitet i kontrollkjeden ikke følges opp. Manglende avdekking skyldes først og fremst begrenset kapasitet, men også at lovstridige handlinger foregår på en stadig mer sofistisert og fordekt måte. Avdekking, undersøkelse og etterforskning av verdipapirkriminalitet krever normalt kvalifiserte ressurser med betydelig kunnskap om store tilliggende rettsområder, bevisbildet er vanskelig og rettskildebildet er i tidlig utvikling, komplisert og dels ustabil.

Avdekking, etterforskning og iretteføring av saker som gjelder misbruk av insideinformasjon er etter utvalgets vurdering i god utvikling. Kontrollkjeden har imidlertid kapasitetsproblemer. Dette gjelder særlig Økokrim. Det forekommer ikke sjelden at saker som er under behandling ikke følges opp, for eksempel ved at Økokrim unnlater å ta inn en sak som Kredittilsynet anmelder. Dette utgjør en betydelig utfordring i forhold til målsetningen om å sikre tillit til atferdsregulering og håndhevelse i verdipapirmarkedene.

Resultatene hva gjelder markedsmanipulasjon er ikke like gode. Utvalget peker på at markedsmanipulasjon antas å være økende i verdipapirmarkedene rundt om i verden og her hjemme. Denne kriminalitetsformen er komplisert å forstå og krevende å oppdage. Utvalget konkluderer med at Oslo Børs markedsovervåking fortsatt bør prioritere dette høyt og søke å videreutvikle sine overvåkingssystemer ytterligere i forhold til denne utfordringen. Kredittilsynet og Økokrim har på sin side begrensede muligheter for å oppdage manipulasjon ettersom disse ikke har samme løpende kontakt med markedet. Det vurderes imidlertid som viktig at disse institusjoner har kapasitet til å følge opp de sakene som oversendes fra børsen på en tilfredsstillende måte.

De tre institusjonene har i stadig større grad lykkes med å utveksle kompetanse seg i mellom. Dette skjer delvis ved at enkeltsaker drøftes i felles fora, men også ved at Kredittilsynet stiller medarbeidere til disposisjon for Økokrim i forbindelse med beslag av bevis og ved

gjennomgang av bevismateriale. Økokrim utnytter kompetanse ved Oslo Børs ved å gjøre bruk av medarbeidere til forberedelser av etterforskning og avhør, dokumentgjennomgang, som fagkyndige vitner i rettssaker og ved konsultasjon om markedstekniske spørsmål. Utvalget ser det som viktig at denne kompetanseutvekslingen får fortsette.

Når det gjelder potensial for effektivisering og behov for endringer, peker utvalget på at de tre institusjonene har ulik adgang til å hente informasjon fra offentlige registre. Det reises blant annet spørsmål om Økokrim bør få adgang til Verdipapirsentralens registre og om tilgangen til likningsregistre bør forenkles for Kredittilsynet og Oslo Børs. Videre har Oslo Børs behov for å få tilgang til flere offentlige registre – folkeregisteret og arbeidsgiver- og arbeidstagerregisteret - for å øke oppdagelsesrisikoen ved markedsovervåkingen. Utvalget drøfter også, men tar ikke endelig stilling til om det bør åpnes for en viss adgang til å overvåke handel foretatt av enkeltinvestorer. Spørsmålet reiser viktige personvernspørsmål.

Utvalgets hovedkonklusjon er at man i begrenset utstrekning finner grunn til å foreslå endringer i måten samarbeidet foregår på. Også når det gjelder virkemidler og legale rammebetingelser for de tre institusjonene, begrenser utvalget seg til å påvise kun mindre endringsbehov. På den annen side finner man grunn til å understreke at ressursituasjonen for Økokrim og Kredittilsynet begrenser evnen til effektivt å bekjempe verdipapirkriminalitet og viser til at den samfunnsøkonomiske gevinst ved en ytterligere satsning vil kunne være stor.

Flaskehalsen er først og fremst Økokrim, men også Kredittilsynet har for lite ressurser. Begge disse institusjonene er under for høyt sakspress og er sårbare for avganger. Økokrim har de siste årene oppnådd gode strafferettslige resultater på området verdipapirkriminalitet i de sakene man har prøvet for domstolene. De to høyesterettsavgjørelsene siste året vedrørende innsidehandel viser betydningen av innsatsen og vil være av stor betydning fremover. Det er imidlertid ikke kapasitet til å etterforske alle saker som avdekkes.

Utvalgets hovedkonklusjon reiser to problemstillinger.

For det første er det et spørsmål om ressursituasjonen hos Økokrim og Kredittilsynet. Det er således utvalgets vurdering at verdipapirkriminalitet kunne bekjempes mer effektivt dersom kontrollkjeden, i første rekke Økokrim, men også Kredittilsynet, ble tilført mer ressurser, fortrinnsvis øremerket til formålet. Ressursbehovet må vurderes nærmere. I tillegg ville større frihet i rammene for avlønning av medarbeidere med spesialkompetanse styrke effektiviteten og slagkraften i arbeidet.

For det andre må det reises spørsmål om dagens organisering er tilfredsstillende. Som nevnt fungerer samarbeidet mellom institusjonene godt og man har kommet langt i Norge på dette området sammenlignet med andre land. Utvalget har ikke foreslått endringer i organisering for så vidt gjelder børsen og Kredittilsynet, men det er foreslått en endring hva gjelder organisering av politi- og påtalemessig behandling av verdipapirsaker. Dagens ordning er at saker på området etterforskes, påtaleavgjøres og irettesføres dels av Økokrim og dels av politidistriktene. Utvalgets samlede oppfatning er at det ville være mer rasjonelt og kostnadseffektivt at alle saker av stor verdipapirrettslig kompleksitet ble etterforsket av Økokrim selv. Det er grunn til å tro at en ressurstilførsel til Økokrim som ble anvendt på verdipapiriområdet ville kunne utnyttes mer effektivt enn om tilsvarende ressurser anvendes dessentralt, dvs gjennom lokale politidistrikter. Synspunktet er at slike saker aldri vil forekomme i et slikt antall at det vil kunne forsvare å bygge opp spesialkompetanse hos det enkelte politidistrikt eller gjøre disse i stand til å bygge opp en erfaringsbase som kan utnyttes

effektivt. Verdipapirmarkedet er svært dynamisk. Dette innebærer at atferden i markedet endres hurtig. Det samme vil gjelde for kriminalitet. At politiet og påtalemyndigheten er hensiktsmessig organisert og har tilstrekkelig ressurser og kompetanse på området, er avgjørende faktorer for effektivitet i bekjempelsen av verdipapirkriminalitet. Ressursbruk til overvåking, avdekking og undersøkelser hos Oslo Børs og Kredittilsynet forutsetter at saken kan behandles strafferettslig av et kompetent organ.

### **3 Kriminalitet i verdipapirmarkedet – hva menes og hvilke samfunnsmessige interesser er det som trues**

#### **3.1 Verdipapirmarkedets funksjon og virkemåte**

I en åpen markedsøkonomi som den norske er verdipapirmarkedets viktigste oppgave å bidra til at kapital kanaliseres dit den kaster mest av seg – og således ”gjør mest nytte for seg”. Verdipapirmarkedets bidrag til økonomisk vekst er å legge til rette for at norsk næringsliv, herunder kommuner og offentlige foretak, i størst mulig grad kan benytte det norske verdipapirmarkedet som en stabil og konkurransedyktig kapitalkilde.

Et velfungerende marked bidrar til å sikre at:

- Utstederne av aksjer, obligasjoner og andre finansielle instrumenter kan hente inn tilstrekkelig kapital, egenkapital eller fremmedkapital, når de har behov for det.
- Kapitalkost er mest mulig markedsriktig sett i forhold til den risiko utsteder representerer.
- Det er størst mulig stabilitet og forutberegnelighet i prisen på kapital (lav volatilitet).

I tillegg til å være finansieringskilde vil markedet representere et viktig alternativ for plassering av kapital i form av finansinvesteringer. En annen viktig funksjon for et verdipapirmarked er å fungere som en prisfastsettingsmekanisme for kapital. Her vil særlig obligasjonsmarkedet spille en viktig rolle og utgjøre en referanse for prising av kapital, med utgangspunkt i markedet for statsobligasjoner. Den effektive rente på statsobligasjoner, med varierende løpetid, danner en såkalt ”benchmark” for risikofri rente i norske kroner.

Verdipapirmarkedets oppgaver kan ikke bli løst dersom det ikke til enhver tid er et tilstrekkelig antall aktører som ønsker å utstede, tegne, kjøpe eller selge verdipapirer. En annen forutsetning er at det eksisterer en velfungerende infrastruktur og en konkurransedyktig og velregulert mellommannsfunksjon i form av verdipapirforetak.

Med et åpent felleseuropeisk marked for finansielle tjenester er det sterk og tiltagende konkurranse mellom børser og lokale markeder. Det konkurreres om utstedere av verdipapirer, dvs om å få foretak til å søke børsnotering i det enkelte marked for derigjennom å kunne tilby et bredest mulig spekter av investeringsalternativer. Videre konkurreres det om investorer, særlig større institusjonelle investorer, for å tiltrekke seg mest mulig kapital og likviditet, noe som igjen er viktig for å tiltrekke seg utstedere. I tillegg vil det også være viktig å motivere store og spesielt internasjonale mellommannsforetak, verdipapirforetak, til å etablere seg i det norske markedet, evt som fjernmedlemmer på Oslo Børs. Disse formidler informasjon om markedet og utstederne og initierer investeringer.

En avgjørende forutsetning for at noen vil delta i et verdipapirmarked, for eksempel det norske, er at aktørene har *tillit* til markedet. Uten tillit til at markedet fungerer etter forutsigbare og internasjonalt aksepterte normer og retningslinjer, vil risikoen ved å engasjere seg i det aktuelle markedet vurderes som høy og for mange prohibitiv. Går man 15 – 20 år tilbake, ble det norske verdipapirmarkedet ofte møtt med betydelig skepsis fra internasjonale investorer og mellommenn. I tillegg foretrakk mange norske foretak å søke børsnotering i London og New York for å være mindre avhengig av det norske verdipapirmarkedet som finansieringskilde. I dag ser man at ”nye” markeder i Europa og andre områder møter tilsvarende skepsis, mens det norske markedet stadig lykkes bedre med å få bred internasjonal aksept.

Grunnleggende forutsetninger for å oppnå tillit til et verdipapirmarked er at aktørene vurderer infrastruktur og alminnelig markedsatferd som betryggende, i det minste på nivå med det konkurrerende markeder representerer. Norges forpliktelser etter EØS-avtalen har medført at legal infrastruktur i form av felleseuropeisk regelverk er på plass. Lover og forskrifter revideres løpende i takt med endringer i EU-regelverket. Etter som norsk teknisk infrastruktur i form av oppgjørssystemer, verdipapirregistre samt børs og informasjonssystemer holder en høy standard, vil aktivt tilsyn med atferden i markedet og effektiv håndheving av regelverket kunne bli enda viktigere som konkurranseparametere.

At det norske markedet oppfattes som betryggende av stadig flere aktører har utvilsomt bidratt til at flere utstedere, investorer og mellommenn har valgt å ta del i dette markedet de senere år. God likviditet og høy tillit vil normalt medføre at investorene i sine prisvurderinger og avkastningskrav vil ha lavere krav til risikokompensasjon. For private og offentlige foretak som henter kapital i det norske markedet har dette de seneste år gitt riktigere og mer forutsigbar prising av kapitalen og bedre stabilitet og kapasitet i markedet for å absorbere kapitalutvidelser og andre større plasseringer.

Det må kunne hevdes at et verdipapirmarked hvor legal og teknisk infrastruktur er betryggende og hvor det investeres tilstrekkelig med ressurser i effektiv markedsobservasjon, tilsyn og kontroll, vil ha bedre forutsetninger for å dekke politiske mål om stabil og kostnadseffektiv finansiering av privat og offentlig virksomhet.

Det er interessant å merke seg at domstolene i sine premisser legger vekt på hvilken betydning tillit til markedet må antas å ha for markedets funksjonsdyktighet som kapitalkilde. I enstemmig dom av 5. september 2006 uttaler Høyesterett blant annet:

”Ved vurderingen av straffeutmålingen finner jeg det naturlig å ta utgangspunkt i det formål som verdipapirhandelloven skal tjene, og som er kommet til uttrykk i lovens § 1-1. Bakgrunnen for forbudet mot innsidehandel er at en sikker, ordnet og effektiv handel på dette området er en nødvendig forutsetning for at aktørene skal ha tillit til et verdipapirmarked. Både den mulighet for innsidehandel som er til stede, og det faktum at slik handel foregår, bidrar til å svekke denne tilliten og dermed til at verdipapirmarkedet fungerer dårligere. Dette vil igjen kunne svekke dette markedet som finansieringskilde for næringslivet.”

I Høyesteretts kjennelse av 23. februar 2007 vedrørende straffeutmåling i innsidesak vises det ved vurdering av straffeutmålingen til samme resonnering.

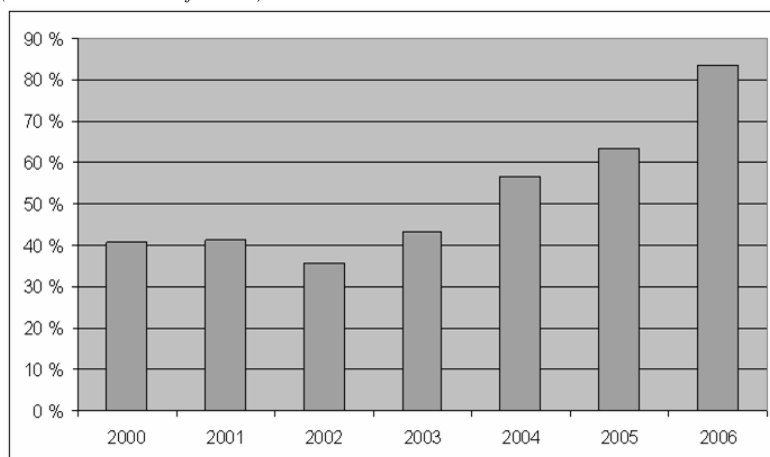


## 3.2 Utviklingen i det norske verdipapirmarkedet

### 3.2.1 Verdiene i markedet øker

Verdien av de børsnoterte selskapene har økt de siste årene relativt til BNP. Dette har blant annet sammenheng med sterk økonomisk utvikling i selskapene, stort tilsig av nye norske og utenlandske selskaper som søker om børsnotering og børsnotering av statlige selskaper som Telenor (2000) og Statoil (2001).

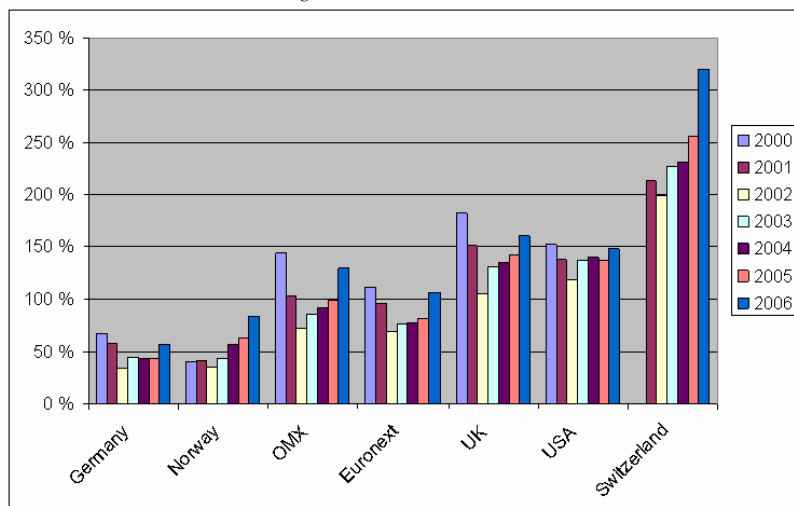
*Markedsplassens størrelse. Markedsverdi relativt til BNP.  
(BNP 2006 er OECD forecast).*



#### Tendenser

Markedsplassens størrelse relativt til BNP er økende. 36 % i 2002 mot 84 % i 2006.

*Markedsplassenes utvikling internasjonalt – relativt til BNP.  
(BNP 2006 er OECD forecast). Tallene er ikke helt presise da de baserer seg på valutakurs dagen for innhenting av data.  
I hovedsak er tallene innhentet årlig – i ettertid.*



#### Tendenser

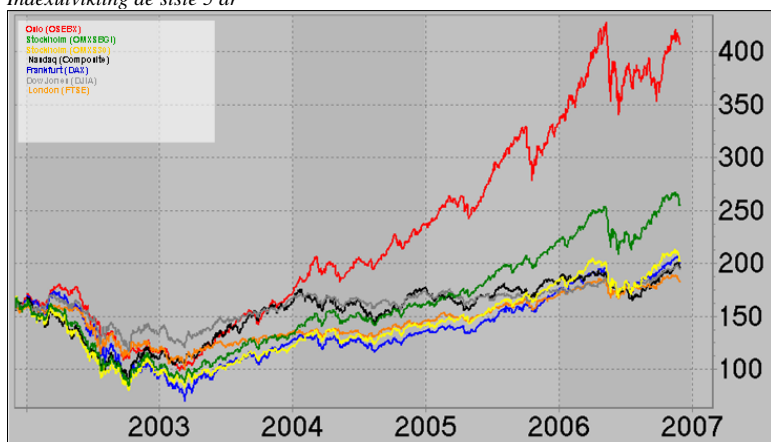
Relativt mot BNP er markedsplassens størrelse i Norge fortsatt liten, sammenlignet med andre land.

### 3.2.2 Sterk utvikling i det norske markedet

Det norske aksjemarkedet har i et europeisk perspektiv, hvor de fleste formelle barrierer mot utveksling av finansielle tjenester er fjernet, hatt en god utvikling de senere år. Dette gjelder nesten uansett hvilke størrelser man velger å måle etter. Selv om mye av aktivitetsøkningen

har sammenheng med interessen for olje- og gassbasert aktivitet og høye oljepriser, har også andre deler av næringslivet hatt en svært god utvikling.

Indexutvikling de siste 5 år



#### Tendenser

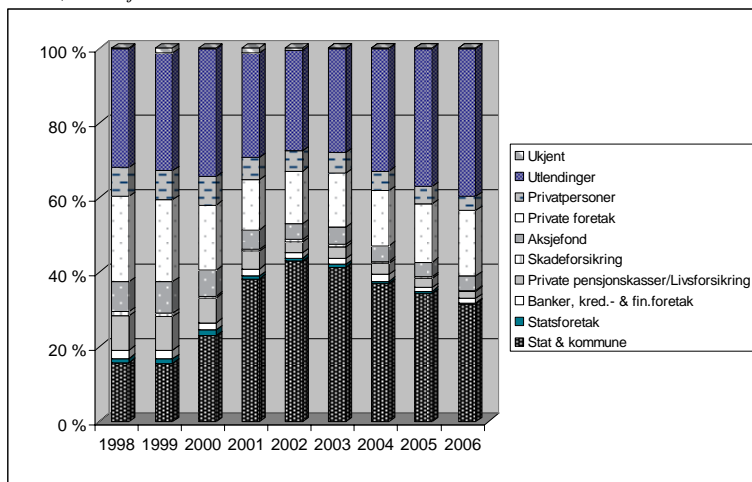
Oslo Børs marked har hatt en sterkere utvikling de siste årene enn børsmerkene i Sverige, Storbritannia, Tyskland og USA.

### 3.2.3 Utlendingers relative eierandel øker

Den sterke utviklingen i det norske markedet og næringslivet gjør seg blant annet utslag i at utenlandske investorers interesse for å investere i norske aksjer har økt. Også utenlandske og utenlandskeide mellommannsforetak har økt sin aktivitet i det norske markedet betydelig.

Den utenlandske eierandelen i børsnoterte aksjer var ca 40 prosent ved utgangen av 2006. Andelen har vist en stabil vekst de seneste 5 år, etter en viss tilbakegang i 2000 – 2001.

Oslo Børs. Aksjonærstruktur ved årslutt. % av markedsverdi.



#### Tendenser

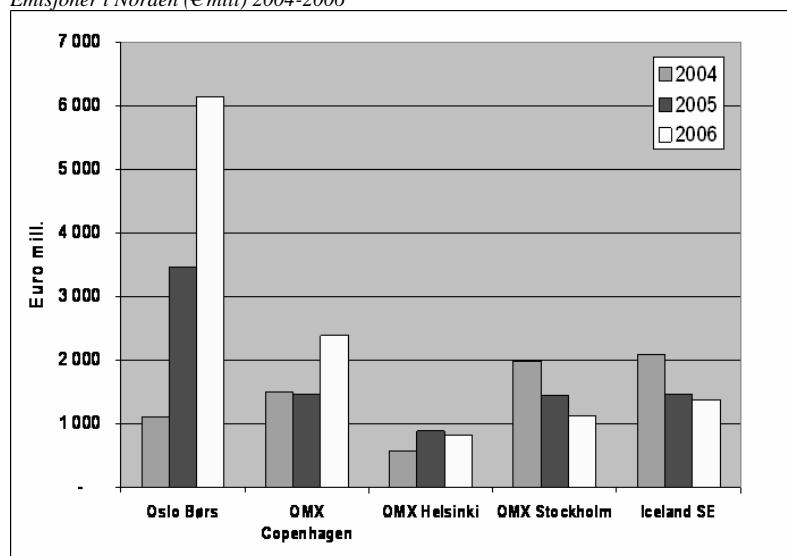
Utlendingenes andel av børsnoterte aksjer øker først og fremst på bekostning av private foretak og privatpersoner. Tar man i betraktning at markedet i samme periode har mangedoblet seg, har likevel private foretak og privatpersoner økt sin eksponering i markedet. Statens andel av aksjer i Norge er fortsatt høy.

### 3.2.4 Næringslivet henter mer penger fra det norske børsmarkedet

Emisjonsaktiviteten i aksjemarkedet har økt kraftig, særlig de tre siste årene. I 2006 ble det emittert aksjer for nærmere 57 milliarder kroner. En stor del av emisjonene i 2006 ble gjennomført av selskaper knyttet til offshoresektoren. Det er også interessant å merke seg at

enkelte utenlandske selskaper uten sterk tilknytning til Norge, har valgt å søke notering på Oslo Børs og i denne forbindelse gjennomført emisjoner.

Emisjoner i Norden (€ mill) 2004-2006



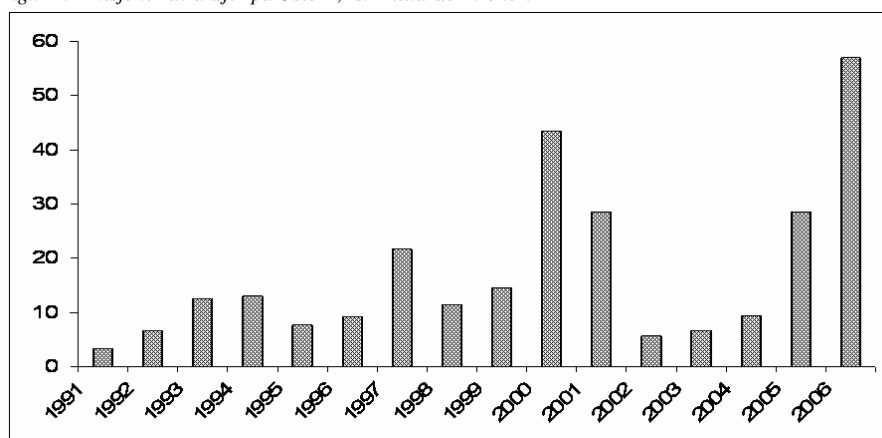
### Tendenser

Næringslivet henter kapital til virksomheten gjennom emisjoner. Utviklingen har vært svært sterk i det norske markedet de siste årene. Utviklingen er særlig tydelig når man sammenligner med andre nordiske markeder.

En viktig årsak til utviklingen i emisjonsaktiviteten de siste årene er den sterke konjunktur-utviklingen i Norge. Det har vært gjennomført store realinvesteringer innen energi og offshoresektoren. God og stabil tilgang på kapital har medført at foretakene har valgt å gjennomføre sine kapitalutvidelser mot det norske aksjemarkedet. God likviditet og stor omsetning i annenhåndsmarkedet samt et bredere utvalg av investeringsalternativer i form av flere børsnoterte selskaper har trolig styrket interessen for det norske markedet. En medvirkende årsak til utlendingenes interesse for norske aksjer har trolig vært å kunne posisjonere seg i investeringer som har en positiv samvariasjon med oljeprisen. Dette kan gi en motvekt mot aksjer i andre markeder som i stor grad kan ha en negativ samvariasjon med oljeprisutviklingen.

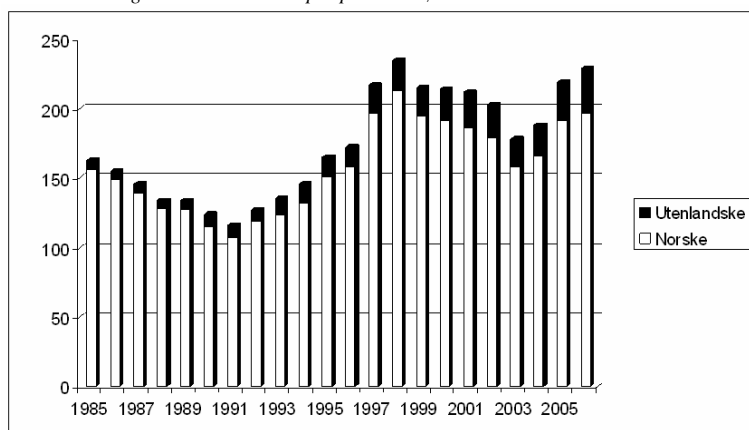
Det er uansett verdt å merke seg at emisjonsaktiviteten i det norske markedet de seneste år har vært vesentlig større enn i noe annet marked som det er naturlig å sammenligne seg med.

Figur 1: Emisjoner av aksjer på Oslo Børs. Milliarder kroner.



### 3.2.5 Flere selskaper på Oslo Børs – særlig i sterke sektorer

Antall norske og utenlandske selskaper på Oslo Børs.

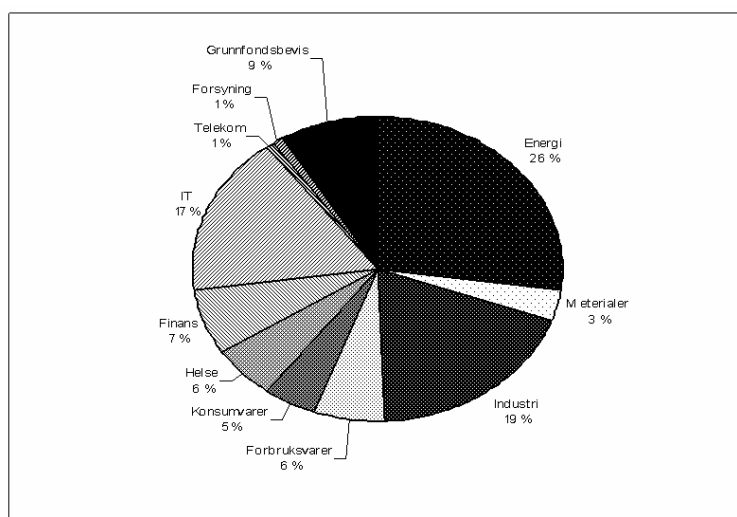


#### Tendenser

Tilslaget av nye selskaper på børsen er stabilt, økende og svært høyt sammenlignet med andre europeiske børser.

Andelen utenlandske selskaper øker noe

Selskaper notert på Oslo Børs fordelt på sektor.



#### Tendenser

Energi, shipping, offshore og fisk er betegnelser som ofte brukes om sterke sektorer på børsen i Oslo. En viktig årsak til at børsen tiltrekker seg slik virksomhet er den store kompetansen som finnes i næringslivet, finans/bank og kontrollapparat i Norge innen disse områdene.

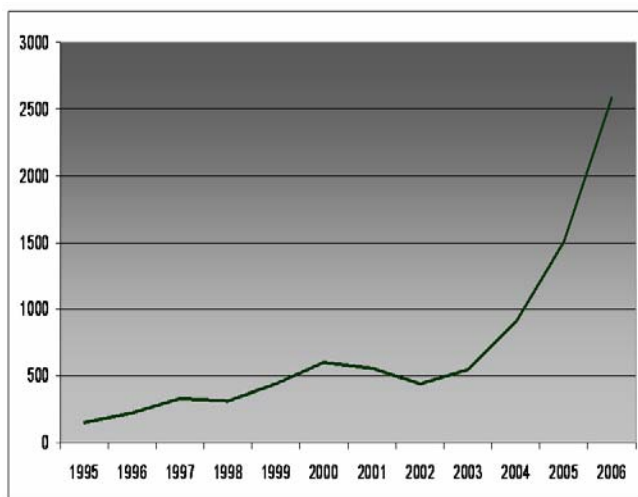
It, industri er, finans, helse, konsum og forbruksvarer også relativt sterke sektorer på Oslo Børs.

Også innen andre sektorer er det stadig også tilslig av nye spennende selskaper

### 3.2.6 Børsmarkedet endrer karakter

Både omsetning og antall transaksjoner i annenhåndsmarkedet for egenkapitalinstrumenter notert på Oslo Børs har økt sterkt de senere årene. Særlig sterk har veksten vært siden 2003. Tiltagende interesse fra internasjonale investorer forklarer mye av utviklingen. Den økende omsetningen som innebærer at de fleste noterte aksjer har blitt mer likvide, har vært selvforsterkende ved at større volumer i seg selv har gjort det norske markedet attraktivt for investorer som normalt handler større poster enn det som tidligere har vært vanlig i det norske markedet.

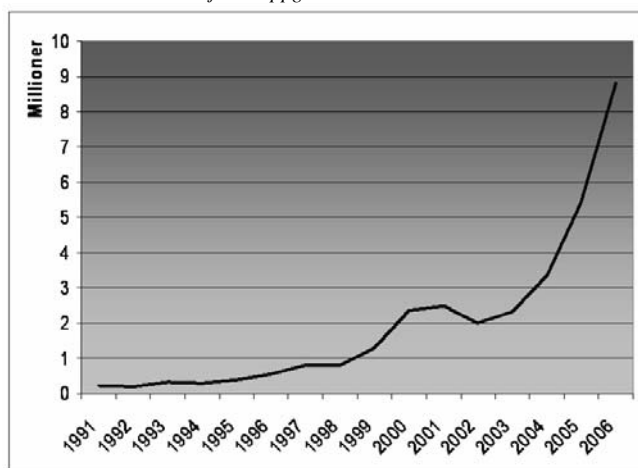
Omsetning av aksjer på Oslo Børs 1995-2006. Årsdata.  
Verdi - Milliarder kroner.



### Tendenser

Omsetningen i aksjemarkedet på Oslo Børs er mangedoblet de siste årene målt i verdi og antall transaksjoner

Antall transaksjoner pr år i aksjemarkedet på Oslo Børs 1991-2006.  
Årsdata. Antall transaksjoner oppgitt i millioner.



### 3.3 Arbeid mot verdipapirkriminalitet

Ved å fastsette klare spilleregler for aktørene i verdipapirmarkedet søkes det som nevnt å skape tillit til at markedet fungerer etter forutsigbare og faste retningslinjer. Dersom det hersker usikkerhet om spillereglene faktisk følges vil formålet med reguleringen ikke oppnås. Effektiv overvåkning og håndheving av regelverket som er satt til beskyttelse av verdipapirmarkedet er dermed en avgjørende faktor for tilliten til markedet. Myndighetenes evne og vilje til å bekjempe kriminalitet rettet mot markedet er derfor viktig. En forutsetning for effektiv bekjempelse av kriminalitet i verdipapirmarkedet er at kriminaliteten oppdages, dernest at det reageres hurtig og adekvat. Dette vil være felles mål for alle institusjonene som er satt til å verne om markedet.

Begrepet *verdipapirkriminalitet* har ikke et klart avgrenset innhold. Begrepet brukes gjerne om brudd på bestemmelser som i hovedsak er gitt for å verne om *verdipapirmarkedets integritet*. Dette er ingen ensartet type bestemmelser. Noen bestemmelser retter seg mot enhver, for eksempel forbudsreglene mot misbruk av innsideinformasjon, markedsmanipulasjon og urimelige forretningsmetoder. Andre bestemmelser retter seg mot personer i visse stillinger, for eksempel reglene om meldepliktig verdipapirhandel eller om

ansattes egenhandel. Reglene vil også kunne rette seg mot foretak for eksempel kravet til god forretningsskikk og plikten til å ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon. Enkelte regler retter seg mot misbruket direkte, andre regler er innrettet for å forebygge markedsmisbruk.

Det nevnes også at andre former for økonomisk kriminalitet kan skje i *tilknytning til verdipapirmarkedet*, for eksempel brudd på skattereglene, underslag og hvitvasking. Slike saker kan oppdages i tilknytning til saker som i utgangspunktet starter som overtredelse av regler satt til vern av markedet. Verdipapirkriminalitet vil nok ofte assosieres med handlinger som er utført på fordekt og kynisk måte, hvor hensikten er å skaffe seg økonomiske fordeler. Imidlertid vil en ut fra begrepsbruken over favne videre. For eksempel dekkes lekkasjer av innsideinformasjon som er gjort med skadehensikt og endog lekkasjer som har skjedd ved uaktsomhet. Videre vil brudd på regler av preventiv art kunne omfattes.

For denne utredningens formål er det ikke nødvendig å operere med noen stringent definisjon av begrepet ”verdipapirkriminalitet”. Utredningen skal imidlertid beskrive samarbeidet mellom Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim. Det *systematiske samarbeidet* omfatter arbeid i tilknytning til de regler som ligger innenfor alle tre institusjoners nedslagsfelt, altså reglene som er satt til beskyttelse av markedet. Utredningen er således først og fremst skrevet med tanke på slike lovbrudd.

Rapporten handler om *samarbeidet mot kriminalitet i verdipapirmarkedet*. Arbeidet knyttet til atferden i verdipapirmarkedet er imidlertid mer enn strafferettslig forfølgning. Børsens *generelle overvåkning* av at spillereglene for markedsplassen følges, med suspensjon fra notering, innføring av børs pauser m.v., er viktige virkemidler ved gjennomføringen av atferdsregelverket. Kredittilsynet fører på sin side *tilsyn* med at atferdsreglene i verdipapirmarkedet overholdes og forfølger gjennom dette arbeidet regelbrudd knyttet til atferdsreglene. Kredittilsynet påser også at mellommennene (verdipapirforetakene) i markedet opptrer i samsvar med lover og forskrifter som gjelder for deres virke. Gjennom tilsyn med mellommannsforetakene og foretak som inngår i infrastrukturen i markedet påser Kredittilsynet at denne delen av verdikjeden holder en tillitvekkende standard. Denne delen av institusjonenes virksomhet bidrar, sammen med den strafferettslige forfølgningen, til å høyne tilliten til markedet. Børsens og Kredittilsynets utøvelse av forvaltningsmyndighet hører således med i det fullstendige bilde og undergis derfor også omtale.

### **3.4 Noen utviklingstrekk på området**

#### **3.4.1 Håndheving av regelverket**

I begynnelsen av 1990 årene økte Oslo Børs kontrollen med finansiell og strategisk informasjon fra de noterte foretakene. Samtidig endret markedene seg, den elektroniske handelen ble innført og overtok for tidligere manuelle rutiner. I ettertid kan det reises spørsmål om innsatsen mot regelbrudd i handelen, markedskriminalitet, ble liggende noe i skyggen litt for lenge. I 1997 besluttet imidlertid børsstyret økt fokusering på markedsovervåking. Virksomheten ble bygget opp fra begynnelsen av 1998 med ressurser, kompetanse, systemer og rutiner. Markedsovervåkingen ble gitt fullmakt til å gripe inn i handelen, prosedyrene for dagens regime med børs pauser og suspensjoner ble utarbeidet, og børsen fremstår fra perioden etter 2000 som endret og mer effektiv på dette området. En konsekvens var økt rapportering av saker til Kredittilsynet. Kredittilsynet styrket samtidig sin

virksomhet på dette området, med en spesialisert enhet for markedsovervåkning. Samlet medførte tiltakene at flere saker blir oppdaget. I dag finner Oslo Børs og Kredittilsynet saker som for bare få år siden ikke ville vært oppdaget. Dette har medført økt press på Økokrim ved at antallet anmeldelser har økt. I 2000 opprettet Økokrim et eget verdipapirteam med ansvar for sakene på dette området. Frem til i dag har samarbeidet mellom de tre organisasjonene vært preget av utviklingsarbeid, med stadig nye utfordringer og nyutvikling på et område som ikke har vært høyt prioritert i andre land det vanligvis samarbeides med. Dagens innsats mot verdipapirkriminalitet er langt på vei skreddersydd ut fra norske forhold, men etter hvert har samarbeid med utenlandske børser og myndigheter også gitt verdifulle bidrag til utviklingen. Det er likevel ikke mange andre land som kan vise til tilsvarende resultater med domfellelser og andre forebyggende tiltak mot verdipapirkriminalitet. Omfanget på domfellelser har økt, og dommene har trolig hatt en forebyggende effekt i verdipapirmarkedene. Det finnes ikke tall eller forskningsmateriale på dette i Norge, men de som arbeider tett på problemstillingene er omforent i sitt syn på at mange markedsaktører i større grad enn tidligere innretter seg slik at de kan overholde de lover og regler som gjelder på området.

Samtidig er det liten grunn til å akseptere situasjonen som god nok. Spesielt i begynnelsen av satsingsperioden er lagt bort saker som i ettertidens lys nok skulle vært gjenstand for etterforskning. Dette har sammenheng med at ressurser, innsikt og kompetanse er bygget opp underveis. Dette er et område som kreves stor ressursinnsats og kompetanse i oppdagelsesleddene og i tillegg god evne til å kunne tilpasse seg et marked som utvikler seg fortere enn noen sinne.

### **3.4.2 Utfordringer fremover – mer sofistikert kriminalitet**

Et klart mønster er at kriminaliteten på verdipapirområdet stadig blir mer sofistikert, og derfor mer ressurskrevende å bekjempe. Ordrene går i mange tilfeller gjennom flere ledd før de når markedsplassen, slik at utførende verdipapirforetak ikke nødvendigvis kjenner den bakenforliggende kunden. Bak eierposisjoner i verdipapirregisteret (VPS) vil det kunne være flere forvaltere før den reelle kunden identifiseres. Aksjeposter samles eller splittes på veien uten at dette vises i VPS. Handel via land der kontroll av transaksjonsinformasjon er vanskelig eller tar lang tid, handel gjennom stråmenn, bruk av ugjennomtrengelige selskapsstrukturer mv kompliserer bildet ytterligere.

Kommunikasjonen mellom personer som opererer i markedet foregår både i nye former og gjennom nye kanaler. Dette gjelder også den kommunikasjonen som er knyttet til ordre som legges inn i verdipapirforetakene. I flere saker ser man utstrakt bruk av mobiltelefoner, e-post, SMS og MSN Messenger mv. Tendensen til dette ser ut til å være økende. Dette skaper store utfordringer i forhold til å kartlegge omfang og tidspunkter for kontakt mellom personer, noe som kan være avgjørende for å bevise at verdipapirkriminalitet har funnet sted.

Internasjonalt rapporteres det om økt misbruk av innsideinformasjon, fenomenet har blant annet vært omtalt i amerikansk presse. Spesielt stilles det spørsmål om misbruk av innsideinformasjon på verdipapirinformasjon – altså kunnskap om store ordre og flyt. En del andre land har rapportert tilsvarende, spesielt i forbindelse med emisjoner.

Internasjonalt rapporteres det videre om at forsøkene på markedsmanipulasjon øker i takt med at markedene blir elektroniske, internetthandel øker (direkte access), autohandel øker (transaksjoner som genereres automatisk av IT programmer) mv. Markedsplassene bruker mer

ressurser på denne typen atferd enn tidligere – og er samstemte i synet på at atferden må slås ned på.

Den siste tiden har flere land, blant annet USA og Canada, avdekket og rapportert misbruk av brukeridentiteter og passord til kundekonti hos internettmeglere. Handelen som gjennomføres kan være manipulativ eller ledd i misbruk av innsideinformasjon, men i ettertid er det svært vanskelig å fastslå hvem som er gjerningsmannen. Eksemplet illustrerer at viljen til kriminalitet er sterk, det står verken på ressurser eller kompetanse, og det handler om å ikke kunne bli identifisert i ettertid. I Norge ses deler av utviklingen allerede på banksiden med identitetstyverier m.v. knyttet til elektroniske betalingssystemer. Det er mye som tyder på at utviklingen skjer ganske raskt og det må påregnes slike saker også i verdipapirmarkedet.

De nasjonale verdipapirmarkedene er i økende grad knyttet til hverandre ved at både investorer, utstedere og mellommenn er aktive i flere markeder samtidig. Kriminelle krefter vil lett kunne flytte fra markeds plass til markeds plass og operere i flere markeder samtidig. Det er derfor essensielt at det internasjonale samarbeidet mellom børser, tilsynsmyndigheter og påtalemyndigheter fungerer.

Det finnes eksempler på at personer med tilknytning til tyngre, eller organiserte, kriminelle miljøer engasjerer seg i verdipapirmarkedet i første rekke som investorer. Dette reiser selvsagt problemstillinger i tilknytning til hvitvasking av utbytte fra straffbare handlinger. I tillegg står en overfor en gruppe ”investorer” som skyr få midler for å skaffe seg vinning. Det kan ikke ses bort fra at en i overskuelig fremtid vil kunne oppleve saker der mellommenn eller andre sentrale aktører i verdipapirmarkedet utsettes for utilbørlig press for å gi ut innsideinformasjon eller yte bistand til å gi ut uriktig informasjon som ledd i markedsmanipulasjon. Det må vel også legges til grunn at det vil være ”vanskeligere å ta” profesjonelle kriminelle som spesialisere seg på verdipapirmarkedet enn de overtrederne en til nå har sett. Dette vil stille større krav til kontrollkjeden.

Infrastrukturen i verdipapirmarkedet er preget av stadig mer sensitive IT-systemer. Sabotasje mot slike systemer er kjent fra utlandet og fra andre bransjer. I verdipapirmarkedet vil slik sabotasje kunne medføre massiv skade og påfølgende tillitssvikt til markedet. Kredittilsynet har opprettet en egen seksjon for IT-tilsyn med ansvar for å føre tilsyn med IT sikkerheten i hele finanssektoren. Kredittilsynet publiserer årlig en risiko- og sårbarhetsanalyse som identifiserer særlig viktige områder med tanke på å sette i verk risikoreduserende tiltak. For 2006 var et av de identifiserte områdene tiltak mot organisert kriminalitet.

### **3.5 Vanlige former for markedsmissbruk**

Utvalget har valgt å beskrive de vanligste områdene for markedsmissbruk. Hensikten med dette er å illustrere hvilke sakstyper en står overfor.

#### **3.5.1 Særskilt om misbruk av innsideinformasjon**

Innsideinformasjon kan i grove trekk beskrives som presise opplysninger om børsnoterte finansielle instrumenter, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen merkbart og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Handel på innsideinformasjon, det å tilskynde andre til slik handel, eller ulovlig viderefremming av slik informasjon, er straffbart.



Begrunnelsen for forbudet er at den som har adgang til å delta i markedet med et informasjonsfortrinn systematisk vil utkonkurrere den med et informasjonsunderskudd. En rasjonell investor vil avstå fra deltagelse i et marked hvor han systematisk vil tape i forhold til andre med et informasjonsfortrinn. Dette vil få betydning for likviditeten i markedet og dermed for markedets evne til å generere kapital, jf. pkt. 3.1. Det å tillate handel på innsideinformasjon bryter også med alminnelige rettferdighetsforestillinger.

Innsideopplysninger kan være mange typer opplysninger såfremt de atskiller seg fra rykter og spekulasjoner. For det første omfattes opplysninger som vedrører utstederforetaket og dets verdipapirer. For aksjer vil det være en nær sammenheng mellom kursen på aksjen og utstederselskapets økonomiske utsikter. Kurssensitive opplysninger vil derfor være opplysninger som sier noe om endringer i utsiktene til fortjeneste, for eksempel kontraktstildelinger, patenter, salgstill etc. Det kan imidlertid også være opplysninger om at noen er i ferd med å fremme et tilbud på utstederselskapets aksjer. I mange tilfeller vil slike selskapsspesifikke opplysninger kunne oppstå som en følge av utviklingsprosesser som involverer mange personer. Foruten personer i utstederforetaket kan opplysningene legitimt tilflytte rådgivere av ulik art. Dette medfører at informasjonen kan bli spredt til en stor krets av personer.

I tillegg til selskapsspesifikk informasjon som nevnt over, vil også opplysninger om markedsf forholdene for et verdipapir kunne være innsideinformasjon. Typisk vil dette kunne være opplysninger om at det er planlagt kjøp eller salg av verdipapirer i en slik omfang at gjennomføring av transaksjonen vil påvirke kursen. Begrepet "frontrunning" benyttes om situasjoner hvor en investor utnytter opplysninger om en annens ordre om kjøp eller salg av en betydelig aksjepost. Dette gjøres ved at investoren posisjonerer seg i forkant av at ordenen blir effektivert i markedet.

Ettersom forbudet mot misbruk av innsideinformasjon kun gjelder den som "har" innsideinformasjon knytter det seg spesielle håndhevningmessige utfordringer til bestemmelsen. Det at noen "har" innsideinformasjon er ikke gjenstand for direkte iakttagelse, og misbruk vil normalt derfor først kunne bevises etter grundige undersøkelser. Videre vil bevissituasjonen i slike saker ofte kunne være skjør. Av denne grunn vil undersøkelser knyttet til kurssensitive begivenheter måtte legges bredt an og kontrollmyndighetene må kunne innhente informasjon fra ulike hold raskt. Mer konkret må forholdene på både transaksjons- og informasjonsflytsiden kartlegges. Det må kartlegges hvem som initierte en bestemt handel og tidspunktet dette ble gjort. Videre må det kartlegges hvem som hadde innsideinformasjon om den aktuelle begivenheten. Tilsynsmyndighetene vil typisk måtte rette en henvendelse til utsteder for å få innsidelister og en kronologisk oversikt over begivenhetens utvikling. Videre vil tilbyder, der det er tale om et oppkjøp, måtte kontaktes. Det samme gjelder eventuelle rådgivere for eksempel tilretteleggere, advokater, mediarådgivere etc. På transaksjonssiden må det bringes på det rene hvem som er eller var den reelle eier av aksjeposten. Dette kan kompliseres noe dersom eieren har opptrådt gjennom en forvalter i verdipapirregistret. Som nevnt vil faren for bevisforspillelse i denne type saker ofte kunne være overhengende. Ved opphold eller forhåndsvarsling er det fare for at telefonlogger og data lagret på datamaskiner slettes og/eller at personer gis tid til å samkjøre sine forklaringer. Det kan således være helt avgjørende hvorvidt børsen, Kredittilsynet og Økokrim får innledet et koordinert samarbeid raskt.

I lys av skadevirkningene av misbruk av innsideinformasjon og de bevismessige utfordringene bestemmelsene reiser har lovgiver siden bestemmelsen ble innført på ulik vis søkt å gi regler for å lette håndhevingen av forbudet og/eller forebygge misbruk av innsideinformasjon.

I 1991 ble strafferammen for overtredelse av bestemmelsene skjerpet fra inntil ett års fengselsstraff til seks år. Samtidig ble det innført klareringsplikt for primærinnsidere og en tilhørende bevisbyrderregel ved unnlatt klarering. Det ble også innført "røde perioder" som forbød primærinnsidere å handle i angitte perioder før avleggelse av utstederselskapets regnskap. I senere lovrevisjoner ble det innført krav til listeføring av personer med tilgang på innsideinformasjon hos utstederforetaket, krav om lydopptak av telefonsamtaler hos verdipapirforetak, krav til forsvarlig behandling av innsideinformasjon, utstrakt opplysningsplikt overfor Kredittilsynet og rapporteringsplikt til Kredittilsynet for verdipapirforetak når det foreligger mistanke om misbruk av innsideinformasjon m.m.

Selv om endringene i regelverket i mange tilfeller er gjort for å tilfredsstille minimumskravene i innsidehandelsdirektivet og markedsmisbruksdirektivet som senere erstattet dette, har det underveis blitt gitt en rekke særnorske bestemmelser. Flere av bestemmelsene nevnt over har ved senere lovrevisjoner blitt sløyfet idet de har vist seg å være uhensiktsmessige. Imidlertid synes det å være dekning for å hevde at Norge sammenliknet med andre land i EØS, har vært tidlig ute når det gjelder viljen til å forhindre misbruk av innsideinformasjon.

Som nevnt i pkt. 3.3 er det likevel ikke tilstrekkelig med et godt regelverk dersom det ikke er et adekvat håndhevingsapparat. Nettopp på grunn av de håndhevingsmessige utfordringene knyttet til misbruk av innsideinformasjon er det viktig at det er avsettes tilstrekkelig ressurser til å avdekke og følge opp slike lovbrudd. En erfaring som representantene i utvalget har gjort seg er at bekjempelse av denne type kriminalitet krever stor innsats hva angår personell. Videre må granskerne gis de nødvendige tekniske og lovmessige redskapene for raskt å kunne foreta en detaljert kartlegging av forholdene i forbindelse med kurssensitive begivenheter.

Både børsens operative organer og Kredittilsynets kontrollapparat oppdager mulig kriminalitet og samarbeider straks situasjonen oppstår. Oppdagelsessystemet vurderes som hensiktsmessig, fordi institusjonenes arbeidsoppgaver er forskjellig innrettet og utfyller hverandre. Det kan raskt innføres virkemidler i kursnoteringen som kan begrense skadevirkninger, som børspauser og suspensjoner. Kontrollkjeden samles til operative hastemøter dersom viktige saker oppstår og avgjørelser skal fattes. Kredittilsynet kobler rutinemessig tidlig inn Økokrim i vurderingene i alvorlige eller komplekse saker. Økokrim tar inn saker i tidlig fase for etterforskning dersom det er nødvendig. Det samarbeides om bevisinnhenting og undersøkelsestaktikk i hele kontrollkjeden. Hele kontrollkjeden bistår også i etterforskning og i forbindelse med rettergang.

### **3.5.2 Markedsmanipulasjon**

Mens det de senere år er oppnådd stadig bedre resultater i form av pådømmelser i innsidesaker, har det vist seg vanskelig å avdekke og få pådømt markedsmanipulasjon. Kun et lite antall relativt ubetydelige saker har vært gjenstand for strafferettslig oppfølging.

Markedsmanipulasjon består i å spre villedende informasjon som har betydning for kursen til ett eller flere finansielle instrumenter. Det kan gjøres verbalt ved å utbre uriktige opplysninger eller gjennom innleggelse av ordre eller utførelse av transaksjoner som gir misvisende signaler. Det kan være vanskelig å ta stilling til om et gitt handelsmønster er manipulativt eller ikke. Et kjøp eller et salg kan være manipulativt hvis det utføres i hensikt å flytte kursen. Tilsvarende handelsmønster, der motivet ikke er manipulasjon men et reelt ønske om å kjøpe eller selge aksjer, skal vurderes annerledes. Her endrer kursene seg som følge av at balansen mellom reelle kjøpere og selgere er endret – det er jo nettopp slik det skal være. To parallelle mønster, hvor førstnevnte kan være, men sistnevnte ikke er markedsmanipulasjon. Hvis handelen utføres ut fra begge motiver, kan handelen bli bedømt som markedsmanipulasjon.

Begrepet markedsmanipulasjon dekker flere typetilfeller. Et hovedområde er *manipulasjon av kurser ved bruk av ordre og omsetninger*. Saksområdet kan inndeles og beskrives slik:

- Sluttkursmanipulasjon. Sluttkursmanipulasjon kan beskrives som gjennomføring av aggressive kjøp eller salg på slutten av handelsdagen, med det formål å flytte sluttkursen til et kunstig nivå. Slik manipulasjon er et ganske vanlig fenomen i børsmarkedet. Sluttkurser er viktige fordi de blir benyttet til å beregne noterte selskapers markedsverdi, således påvirker de også verdipapirfonds nettoverdier. Sluttkurser benyttes også til å bestemme forfallsverdien på derivater og er referanse for en meglers utførelse av ordre. Videre vil de ha betydning for periodisk verdsettelse av selskaper som har større eierposisjoner i verdipapirer. Sluttkursen er den mest anvendte kursen for et instrument og gjengis daglig gjennom en rekke kanaler. Viktigheten av sluttkurser skaper åpenbare insentiver til å manipulere dem. I 2003 innførte børsen ”sluttauksjon” – som er funksjonalitet / algoritmer i handelssystemet som ”bestemmer” den siste omsatte kursen. Systemfunksjonaliteten ble innført for å begrense sluttkursmanipulasjon. Ordningen vil i de aller fleste tilfeller gjøre bevegelser av sluttkurs vanskelig og det må ofte brukes betydelige midler for å flytte kursen til ”ønsket” nivå. Tiltaket brakte sluttkursmanipulasjon under bedre kontroll. Likevel brukes mye ressurser, kompetanse, system- og alarmfunksjonalitet for å avdekke sluttkursmanipulasjon. Alvorlige saker rapporteres som mulig kriminalitet. Mindre alvorlige tilfeller kan avgjøres som sanksjonssaker for brudd på børsens regelverk.
- Intradag manipulasjon. Tilsvarende kursbevegelser i løpet av dagen fanges også opp av overvåkingssystemet til Oslo Børs. Langt fra alle tilfeller vurderes som manipulasjon, mye av dette er feilordre, feiltasting mv. Konsekvensene av intradag manipulasjoner og feil er ofte vesentlig mindre alvorlige enn sluttkursmanipulasjon. Slike feilkurser bestemmer ikke markedsverdien på selskapet den aktuelle dagen, måneden, kvartalet eller året, slik sluttkursen gjør. Det har imidlertid vært registrert tilfeller der man mistenker at intradag manipulasjon har skjedd i hensikt å påvirke kursutviklingen. Motivene kan være å påvirke et annet verdipapirmarked, for eksempel derivatmarkedet for å skaffe seg gevinst der. Motivene kan også ligge utenfor børsmarkedet og være vanskelig å kartlegge. Aktøren vil i slike tilfeller ha vinningsmotiv, og saken rapporteres til Kredittilsynet som mistanke om kriminalitet.
- Manipulasjon ved åpning av børsen. Unormale kursbevegelser i åpningsauksjonen har stort fokus. Også på dette området er det utviklet alarmer som gir beskjed om avvikende ordre i forkant av og under auksjonen. I tillegg finnes alarmer som måler om kursen i åpningsauksjonen åpner på et unormalt nivå. Motivene for manipulasjon av åpningskursen kan være at aktøren som f.eks manipulerer åpningskursen opp, egentlig ønsker å selge verdipapirer og på den måten skaffer seg en uberettiget

gevinst. Denne type manipulasjoner kan således påføre skade og svekke tilliten til prismekanismen. Den manipulative intensjonen kan som regel først bevises etter at aktøren utnytter andre aktører ved å handle på motsatt side når øvrige aktører følger opp den avvikende kursen og legger seg på samme nivå. Forsøk lar seg sjelden bevise i denne type saker og de er lett å bortforklare med feil eller uoppmerksomhet. Unntaket er i tilfeller der det danner seg mønster. Manipulasjon ved åpning av børsen er ikke uvanlig men avdekkes fra tid til annen og rapporteres til Kredittilsynet.

- Ordremanipulasjon. Kan beskrives som påvirkning av andre aktører ved innleggelse av store eller mange ordre, uten at det forligger et reelt kjøps eller salgsmotiv. Hensikten er å gi et fiktivt signal om stor kjøps- eller salgsinteresse i markedet, for så å utnytte andre som reagerer på det fiktive signalet. Den kriminelle påvirker altså balansen mellom kjøps- og salgsinteressen. Andre eksempler er ordreinnleggelse med formål å påvirke en automatisert kvotering, gjennomføre fiktive handler, ”forstyrre” auksjonsbasert handel, påvirke relaterte papirer, derivater, handel på andre markeds plasser eller forsøk på å endre intervallet mellom kjøper og selger (spreaden). De fleste sakene blir med forsøket, kursen påvirkes ikke av ordrene. ISG<sup>1</sup> gjennomførte i 2006 en undersøkelse blant sine medlemmer om ’manipulative order entry’. Undersøkelsen kartla forhold som omfang, ulike typetilfeller, hvilke regler som er utformet for forhindre uønsket atferd, hvordan alarmer og rapporter er utformet. Undersøkelsen viser at de fleste børsen opplever dette som et problem, men at det er et vanskelig tema med lite eller ingen rettspraksis. Det er sendt flere slike saker fra Oslo Børs til Kredittilsynet de siste årene, men kun en har endt med anmeldelse og domfellelse.

Det er etablert omfattende samarbeid mellom alle børsen i det nordiske området for løpende evaluering av alarmer og systemfunksjonalitet innrettet blant annet mot manipulasjoner som nevnt over. Arbeidet ledes av Oslo Børs. Det lages nye alarmer og funksjonalitet når markedsatferden utvikler seg og krever ny funksjonalitet. Eksisterende alarmer og funksjonalitet evalueres og endres løpende, og tilpasses markedsutviklingen. Såkalt ”ordremanipulasjon” – store eller mange ordre som legges i handelssystemet i hensikt å manipulere - fremstår som et saksområde som bør gis høy prioritet i overvåkingen.

Det andre hovedområdet innen manipulasjon gjelder *spredning av villedende eller falske opplysninger*. På dette området har kontrollkjeden kun få resultater å vise til. Området er både komplisert og kompetanse- og ressurskrevende. Det må fanges opp at manipulativ informasjon er tilgjengelig for markedet. Det er vanskelig å verifisere om innholdet er villedende. I mange tilfeller fremstår informasjonen som tilforlatelig ved første øyekast. Det er fine grenser mellom villedende opplysninger og opplysninger som er ment som analyser eller vurderinger av et selskaps utvikling fremover i tid. En egen bestemmelse for journalister<sup>2</sup> medfører at spredning gjennom media i de fleste tilfeller faller utenfor bestemmelsen. Ofte spres villedende eller manipulativ informasjon også via internett. Mange markeds plasser og myndigheter har forsøkt å tilnærme seg dette området i lang tid, men det foreligger ingen resultater som stikker seg ut. Oslo Børs har noe systemfunksjonalitet for overvåking av nett- og chattesider.

I kontrollkjeden vil det være børsen som har særlige forutsetninger for å oppdage markedsmanipulasjon. Der finnes overvåkingssystemet med alarmer og annen systemfunksjonalitet som løpende måler avvik i kursnoteringen. Børsens medarbeidere

<sup>1</sup> Internasjonalt samarbeidsorgan for børsen, se nærmere under pkt. 6.1.2

<sup>2</sup> Se verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr. 3

besitter også nødvendig spesialkunnskap om markedsmekanismer, handelssystemfunksjonalitet, handelsregler i flere markeder, og forholdet mellom derivatmarkedet og aksjemarkedet. I tillegg til børsens innsats for å avdekke manipulasjon, vil innspill fra andre aktører i markedet kunne være utgangspunkt for nærmere undersøkelser og etterforskning.

Kursmanipulasjonsbestemmelsen i verdipapirhandelloven ble endret i 2005. Hensikten med lovendringen var blant annet at bestemmelsen i større grad skulle verne markedet mot manipulative kursutslag, og i mindre grad enn før fokuserte på aktørens hensikt eller vilje. Statistikk og erfaring fra saksarbeidet viser imidlertid at det gjenstår en del på dette området. Selv om mistenkelige forhold avdekkes, har man få resultater å vise til. Hovedproblemet er relatert til at området er vanskelig og at det ikke foreligger rettspraksis som trekker opp eksakte grenser for det straffbare. Dette skaper usikkerhet blant aktørene og bidrar således til å forsterke problemet. Økokrim har behandlet noen få større manipulasjonssaker de siste årene, etter saksbehandling i kontrollkjeden og anmeldelse fra Kredittilsynet. Etterforskningene har ledet til to tiltaler og to forelegg hvorav ett av dem ble behandlet i tingretten fordi siktede ikke vedtok. Øvrige saker har endt med henleggelse etter bevisets stilling.

Oppfølgingen i kontrollkjeden kan antagelig bedres ved tettere samarbeid institusjonene imellom og overføring av kompetanse i kompliserte saker. Selve avdekkingen av manipulasjon forutsetter i større grad enn annen verdipapirkriminalitet en tett oppfølging av markedet og kursutviklingen på enkeltpapirer. Dersom man skal ha muligheter for å bekjempe manipulasjon mer effektivt vil det derfor måtte satses ytterligere på styrking av markedsovervåkingen på Oslo Børs på dette området. Kredittilsynet og Økokrim vil ha mer begrensede muligheter for å oppdage manipulasjon og vil måtte samarbeide tettere med børsen for å kunne håndtere de problemstillinger som kommer opp. Tilgjengelige ressurser og kompetanse for oppfølging av oppdagede forhold er en nødvendig forutsetning for effektivitet, herunder må det tas høyde for at denne type saker er ganske ressurskrevende og krever løpende oppdatert kompetanse på underliggende kriminalitetsområder. Det er enighet i utvalget om at området manipulasjon representerer en viktig og internasjonalt økende kriminalitetstrend, som må håndteres som en like stor utfordring som misbruk av insideinformasjon i det norske markedet.

## **3.6 Utviklingen med hensyn til strafferettslige reaksjoner**

### **3.6.1 Meldeplikt- og flaggepliktsaker**

Primærinnvidere (styremedlemmer, ledende ansatte osv.) skal melde fra til Oslo Børs straks de har gjennomført en handel i foretaket de er tilknyttet.<sup>3</sup> Hovedformålet med bestemmelsen er at markedsaktørene skal få presis og samtidig informasjon om transaksjoner som gjøres av personer med nær tilknytning til et børsnotert selskap.

Ved passering av angitte prosentvise grenser i eierandel i børsnoterte selskaper, må eieren ”flagge” den enkelte passering til Oslo Børs. Formålet med bestemmelsen er at markedsaktørene skal få presis og samtidig informasjon om større kjøp og salg i selskapene; om antatt viktige endringer i eierstrukturen.

---

<sup>3</sup> Jf. verdipapirhandelloven § 4-1.

Ingen meldeplikt- eller flaggepliktovertredelser hadde vært behandlet i domstolene før år 2000. Ved opprettelsen av Verdipapirteamet i år 2000, bestemte Økokrim at det innledningsvis skulle tas fatt på saker som gjaldt brudd på meldeplikten– og dels også brudd på flaggeplikten. Dette resulterte i et større antall forelegg og også enkelte saker for domstolene ved ikke vedtatte forelegg. Samtidig brukte Oslo Børs og Kredittilsynet fra 2000 mye ressurser på å forebygge overtredelser av meldepliktbestemmelsen. Økokrim utarbeidet også et erfaringskompendium vedrørende etterforskning av meldepliktsaker, som ble distribuert til politidistriktene. Fra 2002 har meldeplikt og flaggepliktsaker i hovedsak blitt behandlet av lokale politidistrikt.

Siden 2001 har Oslo Børs oversendt stadig færre saker vedrørende overtredelse av meldepliktbestemmelsen til Kredittilsynet. I 2006 ble det oversendt 131 saker. Nedgangen i antall saker skyldes antakelig økte kunnskaper blant primærinnsiderne om regelverket som gjelder på området. Dette viser at opplysning om regelverk, samt effektiv håndhevelse har hatt en merkbart preventiv effekt og trolig medvirket vesentlig til å forebygge nye lovbrudd.

### **3.6.2 Misbruk av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon**

Misbruk av innsideinformasjon ble kriminalisert i Norge i 1985 og er dermed en ny regel i strafferettslig sammenheng. I perioden fra kriminaliseringen i 1985 og fram til år 2003, ble det avsagt én fellende dom for misbruk av innsideinformasjon; tingrettdommen i ”Peppes Pizza-saken” i 1995. Det ble i samme periode avsagt to frifinnende dommer i innsidesaker; tingrettdommen i ”Nora-saken” i 1992, og lagmannsrettsdommen i ”Sævik Supply-saken” i 1995. Fra 1995 til 2003 ble ingen saker om misbruk av innsideinformasjon brakt for retten.

Et konkretisert forbud mot markedsmanipulasjon (tidligere ”kursmanipulasjon”) ble innført i 1997. (Frem til 1997 gjaldt kun mer generelle regler om krav til god forretningsskikk og forbud mot urimelige forretningsmetoder). Frem til år 2003 var kun én sak vedrørende markedsmanipulasjon brakt for retten, ”Shadow Pharma-saken”, der det ble avsagt fellende tingrettdom i 1999.

I ”Peppes Pizza-saken” ble straffen satt til betinget fengsel i seks måneder og bot på kr 40.000. I de øvrige verdipapirsakene i denne perioden var straffen gjennomgående bøter på noen få titalls tusen kroner. Altså hadde ingen blitt dømt til ubetinget fengsel frem til 2003.

Fra 2003, da man altså hadde bare én domfellelse, og frem til i dag, har ni personer blitt domfelt for misbruk av innsideinformasjon. Domstolene har i perioden ikke frifunnet noen for misbruk av innsideinformasjon. I tillegg er det tatt ut tiltaler mot ytterligere syv personer, men sakene mot dem er ennå ikke rettskraftig avgjort. Sakene om misbruk av innsideinformasjon har, med ett unntak, blitt håndtert ved Økokrim. Unntaket er en sak som ble etterforsket og irettført lokalt med bistand fra Økokrim.

I tiden fra 2003 og fram til april 2007 har nærmere 10 personer blitt straffet for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon. De aller fleste av disse sakene har vært håndtert ved Økokrim, men etter hvert har en del saker om markedsmanipulasjon (og flaggeplikt) blitt etterforsket ved lokale politidistrikter.

Straffereaksjonene som er ilagt i verdipapirsaker fra år 2003 og fram til 2007, består i større grad av ubetingede fengselsstraffer. Dette gjelder i noen grad for markedsmanipulasjon, men særlig gjelder det for misbruk av innsideinformasjon. Her har domstolene i perioden avsagt en rekke dommer hvor straffutmålingsmomentene i økende grad har vist straffverdigheten ved denne typen lovbrudd.

De to første høyesterettsavgjørelsene om straffutmåling ved misbruk av innsideinformasjon, som kom i 2006 og 2007, understøtter denne trenden på en meget klar måte. I dommen avsagt 5. september 2006 utmålte således Høyesterett den hittil strengeste straffen for innsidehandel; ubetinget fengsel i 6 måneder. I kjennelsen avsagt i 21. februar 2007 uttaler førstvoterende at *”straffen for innsidehandel [må] av allmennpreventive hensyn normalt fastsettes til ubetinget fengsel. Verken bøter eller betinget fengsel kan forventes å ha den nødvendige allmennpreventive effekt”*. Med andre ord uttaler Høyesterett at den som begår innsidehandel, skal sone en fengselstraff, og dette er i utgangspunktet uavhengig av størrelsen på gevinsten han oppnådde ved handelen.

Allmennpreventivt er det svært viktig å få domfellelser. Men også den utmålte straffen har stor betydning for avskrekkingseffekten. De to nevnte høyesterettsavgjørelsene, som gir klare anvisninger om at misbruk av innsideinformasjon skal vurderes strengt, er derfor essensielle.

Utviklingen i domfellelser og straffereaksjoner fra år 2003 og frem til i dag har altså vært markert – både mht antall saker og mht reaksjonenes omfang. Utvalget mener den positive utviklingen i sakshåndteringen er viktig for arbeidet med å bekjempe verdipapirkriminalitet. Tilliten til det norske verdipapirmarkedet antas å ha økt de siste årene, bl.a. på bakgrunn av at regelbrudd nå håndheves i større grad.

Utvalget antar at denne utviklingen har flere årsaker. Opprettelsen av Verdipapirteamet i Økokrim har utvilsomt bidratt i positiv retning. Samtidig styrket Oslo Børs markedsovervåkingen og innførte elektronisk overvåkningssystem ganske kort tid før. Kredittilsynet har opprettet en egen seksjon for markedsatferd som har til oppgave å føre tilsyn med at atferdsreglene i verdipapirmarkedet overholdes. Dette har ført til at Økokrim mottar flere anmeldelser og at anmeldelsene generelt er bedre fundert.

For så vidt gjelder den *trinnvise utviklingen i rettspraksis* konsentrerte verdipapirteamet seg som nevnt innledningsvis i første rekke om meldeplikts- og flaggepliktsaker. Man ønsket på den ene siden å ta fatt i et problemområde for markedet og på den annen side å starte med denne type saker for å bygge opp kompetansen på teamet. I 2002 ble denne innledende fasen mer eller mindre avsluttet, da det ble besluttet at meldepliktsakene skulle anmeldes til politidistriktene. Økokrim besluttet at hovedfokus for Verdipapirteamets videre arbeid skulle være de antatt mest sentrale straffesanksjonerte bestemmelsene i verdipapirhandelloven; misbruk av innsideinformasjon og kursmanipulering (nå ”markedsmanipulasjon”).

Våren 2003 kom den første domfellelsen etter ”Peppes Pizza-saken” i 1995. Dette var den såkalte ”Finansbanken-saken”. Saken gjaldt en investor som hadde fått vite fra en finansmann at en større aktør i nær fremtid kunne komme til å kjøpe Finansbanken. Investoren kjøpte i etterkant av samtalen aksjer i Finansbanken gjennom en forvalterkonto i Sveits. Investoren ble dømt for innsidehandel i tingretten. Tiltalte anket saken. Borgarting lagmannsrett behandlet den i sin helhet på nytt og kom også til domfellelse. Straffen ble utmålt til fengsel i ett år, hvorav 11 måneder betinget. Domfelte måtte altså sone en måned.

I mars samme år ble nok en person domfelt for innsidehandel. Innsideinformasjonen han fikk, var at en av de daværende eierne ville selge en stor aksjepost i Pan Fish ASA, hvoretter han solgte aksjer i selskapet. Personen hadde avgitt en uforbeholden tilståelse. Saken gikk derfor som tilståelsessak i tingretten og han fikk strafferabatt som følge av tilståelsen. Han ble dømt til betinget fengsel i 90 dager og en bot på 50.000 kr.

Høsten 2003 behandlet domstolene for første gang en sak om overtredelse av forbudet mot tilskyndelse til innsidehandel i den såkalte "Tomra-saken". Det var også første gang en tidligere aksjemegler stod tiltalt i en innsidesak. Megleren ble domfelt for å ha tilskyndet/forsøkt å tilskynde til sammen tre investorer ved å gi dem innsideinformasjon om en større kjøpsordre som han var i ferd med å fylle for ledende ansatte i Tomra ASA. I tillegg ble han dømt for medvirkning til overtredelse av meldeplikten som de ansatte i Tomra ASA hadde for kjøpet sitt, men som ikke ble overholdt, samt for lekkasje. Megleren ble dømt i tingretten. Lagmannsretten behandlet våren 2004 anke over tingrettens straffutmåling i saken og kom til at megleren skulle ha 45 dager ubetinget fengsel.

Våren 2004 kom den første domfellelsen for uaktsom innsidehandel. En av investorene som megleren hadde tilskyndet handlet Tomra-aksjer i etterkant av samtalen med megleren, der han fikk innsideinformasjon. Retten kom frem til at investoren burde skjønt at de hentydningene megleren kom med i samtalen utgjorde innsideinformasjon. Investoren ble dømt til 45 dager betinget fengsel og 40.000 kr i bot.

Høsten 2004 ble den såkalte "Birdstep-saken" behandlet i Oslo tingrett. En markedsdirektør i et børsnotert selskap ble domfelt for til sammen tre tilskyndelser av to investorer og for lekkasje. Den ene av investorene ble i samme sak domfelt for egen innsidehandel i to tilfeller i etterkant av å ha fått innsideinformasjon av markedsdirektøren. Innsideinformasjonen utgjorde i det ene tilfellet kunnskap om at selskapet Birdstep hadde fått en kontrakt og i det andre tilfellet at selskapet hadde mistet en kontrakt. I ingen av tilfellene ga markedsdirektøren informasjonen videre i sin helhet. Markedsdirektøren uttalte i det ene tilfellet at "skal du kjøpe, skal du kjøpe i dag og ikke i morgen", og i det andre tilfellet at det var "noe negativt på gang" i Birdstep. Begge utsagnene ble ansett for å utgjøre innsideinformasjon i lovens forstand.

Den andre investoren hadde blitt etterforsket, men saken mot ham for egen innsidehandel ble henlagt etter bevisets stilling. Markedsdirektøren ble likevel domfelt for å ha tilskyndet denne andre investoren. Økokrim hadde bevis på at markedsdirektøren og investoren, som var nære venner, hadde snakket sammen på telefon i etterkant av at markedsdirektørene hadde fått innsideinformasjon. Like i etterkant av samtalen handlet investoren. Dette var første gang domstolene behandlet spørsmålet om det var begått straffbar tilskyndelse uten at det forelå bevis på hva som hadde blitt sagt mellom de involverte. Tingretten anså det bevist at markedsdirektøren hadde begått straffbar tilskyndelse. Flertallet av rettens medlemmer kom til at overtredelsen var uaktsom. Markedsdirektøren ble dømt til betinget fengsel i 45 dager og 40.000 kr i bot. Investoren som var tiltalt ble dømt til ubetinget fengsel i 30 dager.

Megleren til investoren som ble domfelt i "Birdstep-saken" ble tiltalt for bl.a. medvirkning til investorens innsidehandel. Da saken ble behandlet i tingretten desember 2004, var det første gang en domstol tok stilling til spørsmålet om medvirkning til innsidehandel. Dommen gikk ut på at megleren bl.a. la inn og fikk gjennomført investorenes ordre, til tross for at han forstod at investoren hadde innsideinformasjon. Megleren ble gitt en samlet straff, som også omfattet andre overtredelser, på 75 dager ubetinget fengsel.



Våren 2005 kom den første dommen angående undersøkelsesplikten for primærinnsidere – etter ikke vedtatt forelegg. En overtredelse av denne regelen anses også som misbruk av innsideinformasjon i vid forstand. Saken ble håndtert av Salten politidistrikt med bistand fra Økokrim. Tiltalte hadde handlet aksjer i Nordlandsbanken ASA, der han var primærinnsider, uten å undersøke om det forelå innsideinformasjon som vedrørte banken. DnB hadde på dette tidspunktet gitt til kjenne sin kvalifiserte interesse i å kjøpe Nordlandsbanken i utkast til en konfidensialitetsavtale som forelå. Domfelte ble gitt en straff på 25.000 kr i bot.

Høsten 2005 kom den såkalte ”Sense-saken” opp for tingretten. Tiltalte var tidligere finansdirektør i Reitangruppen AS, som kjøpte det børsnoterte selskapet Sense International ASA våren 2003. Ca halvannen måned før oppkjøpstilbudet kom, kjøpte finansdirektøren aksjer i Sense, til tross for at han kjente til arbeidsgivers planer om mulig fusjon med eller oppkjøp av Sense. Tingretten kom til at den informasjonen finansdirektøren hadde da han handlet, skulle anses som innsideinformasjon i lovens forstand. Dette var første gang en domstol kom til at informasjon om en mulig forestående selskapsbegivenhet skal anses som innsideinformasjon på et såpass tidlig stadium i prosessen. Finansdirektøren var i tillegg tiltalt for å ha tilskyndet sin bror. Det forelå ingen bevis på at de to hadde snakket sammen i den aktuelle perioden (heller ingen trafikkdata). Retten kom likevel til at det var bevist at finansdirektøren hadde tilskyndet sin bror; at brorens kjøp i Sense i forkant av oppkjøpstilbudet ikke kunne ha noen annen bakgrunn. Broren ble også etterforsket for innsidehandel, men saken mot ham ble henlagt etter bevisets stilling. Finansdirektøren ble domfelt for tilskyndelse av ham. Tingretten kom til at fordi man ikke visste hva som hadde blitt sagt, skulle finansdirektøren dømmes for uaktsom tilskyndelse av broren. Straffen ble satt til ubetinget fengsel i 90 dager. Straffutmålingen i saken ble behandlet i lagmannsretten. Lagmannsretten kom til at tilskyndelsen av broren var forsettlig. Straffen ble satt til fengsel i 90 dager, hvorav 60 dager ble gjort betinget. Økokrim anket straffutmålingen til Høyesterett. Høsten 2006 avsa Høyesteretts kjennelse der straffen ble økt til ubetinget fengsel i seks måneder.

Våren 2006 ble den såkalte ”Otrum-saken” behandlet i tingretten. Tiltalte ble frifunnet for innsidehandel. Økokrim anket saken inn for lagmannsretten, som behandlet den høsten 2006. Tiltalte ble domfelt for innsidehandel. Innsideinformasjonen var hans kjennskap til at selskapet Otrum ASA hadde inngått en viktig kontrakt. Etter å ha fått slik kunnskap kjøpte domfelte aksjer i Otrum. Domfelte ville ikke oppgi hvem som var kilden til informasjonen. Dette var første gang en person ble domfelt for å ha begått innsidehandel til tross for at man ikke visste hvor innsideinformasjonen kom fra. Ut fra de øvrige bevis i saken, kom imidlertid lagmannsretten til at informasjonen domfelte satt med skulle anses som innsideinformasjon, uavhengig av hvem som var domfeltes kilde. Lagmannsretten kom til en straff av ubetinget fengsel i 21 dager. Domfelte anket straffutmålingen til Høyesterett. Høyesterett kom til at straffen av 21 dager fengsel skulle opprettholdes.

Våren 2007 gjennomførte Verdipapirteamet hovedforhandling i et sakskompleks der til sammen syv personer er tiltalt for misbruk av innsideinformasjon. Dom mot fem av disse faller sommeren 2007. I tillegg arbeider Verdipapirteamet med ytterligere tre saker vedrørende misbruk av innsideinformasjon, som ikke har kommet til påtalevedtak ennå.

Hva gjelder markedsmanipulasjon, har langt færre saker blitt behandlet. Ingen markedsmanipulasjonssaker er blitt behandlet i Høyesterett. Den mest komplekse markedsmanipulasjonssaken som har kommet til rettslig avgjørelse, er den såkalte ”ABN

Amro-saken” fra mars 2004. En tidligere aksjemegler ble dømt for kursmanipulasjon og for grov utroskap til en straff av fengsel i ett år, hvorav én måned ble gjort ubetinget. Megleren hadde i følge tingretten bl.a tilgodesett enkelte kunder fremfor andre ved å omplassere ordrer etter at transaksjonene var foretatt, slik at noen kunder fikk bedre pris enn andre. Megleren og en av hans kunder ble også dømt for kursmanipulasjon ved at de la inn store ordrer i en aksje for å få kursen til å stige uten at de hadde til hensikt å foreta kjøpene. Kunden tilstod forholdet og ble dømt til 90 dager betinget fengsel og en bot på 50.000 kr. Enkelte mindre markedsmanipulasjonssaker har de siste årene har gått til politidistriktene.

### 3.6.3 Særskilt om henleggelse

Også saker som har blitt henlagt ved Økokrim etter å ha blitt etterforsket, har interesse i dette bildet. Nedenfor følger en kortfattet oversikt over saker henlagt i årene 2001 - 2004.

Av saker om misbruk av innsideinformasjon henla Økokrim to saker i 2001; begge med henvisning til bevisets stilling. I 2002 og 2004 ble to slike saker henlagt etter bevisets stilling. I 2003, 2005 og 2006 ble en sak henlagt etter bevisets stilling hvert år. Felles for disse henleggelsene var at det dreide seg om saker hvor det utvilsomt ble foretatt lukrative aksjetransaksjoner i kort tid før selskapsspesifikke begivenheter ble gjort kjent i markedet, og hvor de anmeldte hadde relasjoner til personer som satt med innsideinformasjonen. Men det ble ikke ansett å foreligge tilstrekkelig bevis for at de handlende hadde mottatt innsideinformasjon (eller blitt tilskyndet til å handle av personer med innsideinformasjon). Sakene har også til felles at den bevismessige vurderingen på dette punktet ble vurdert som vanskelig og bygde på et sammensatt etterforskningsmateriale.

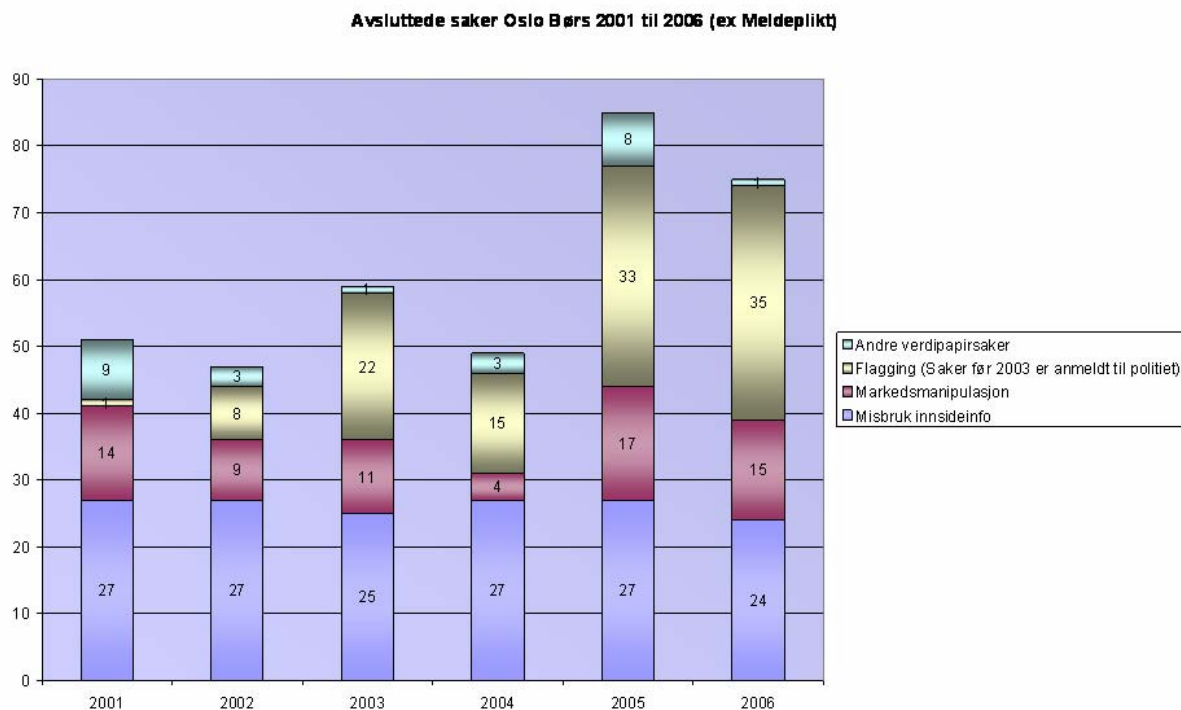
Av markedsmanipulasjonssaker henla Økokrim en sak i 2002. En ukjent person hadde lagt ut fiktive kvartalstall på et nettsted (børsforum). Fordi det ikke lyktes å identifisere vedkommende ble saken henlagt med ukjent gjerningsmann.

I andre sakstyper ble elleve saker henlagt i perioden (fem saker i 2001, fire saker i 2002, to saker i 2003). De fleste av disse gjaldt meldeplikt- og flaggepliktsovertredelser, og henleggelsesgrunnene varierer; intet straffbart forhold, allmenne hensyn krever ikke påtale og bevisets stilling (flere saker).

Et fullstendig bilde av antall *mulige* straffesaker må også vurderes i lys av at det har forekommet saker som Oslo Børs og/eller Kredittilsynet har vurdert som aktuelle straffesaker, men hvor Økokrim - enten av kapasitetsmessige hensyn eller av andre grunner - ikke har villet etterforske saken. Det er ikke uvanlig med kontakt før saker anmeldes, og enkelte saker er etter slik kontakt unnlatt anmeldt. I enkelte andre tilfeller har Økokrim, etter å ha mottatt anmeldelse fra Kredittilsynet, besluttet ikke å ta saken inn i medhold av påtaleinstruksen § 35-4.

## 3.7 Statistikk over saker siste år

### 3.7.1 Saker rapportert fra Oslo Børs til Kredittilsynet 2001 - 2006

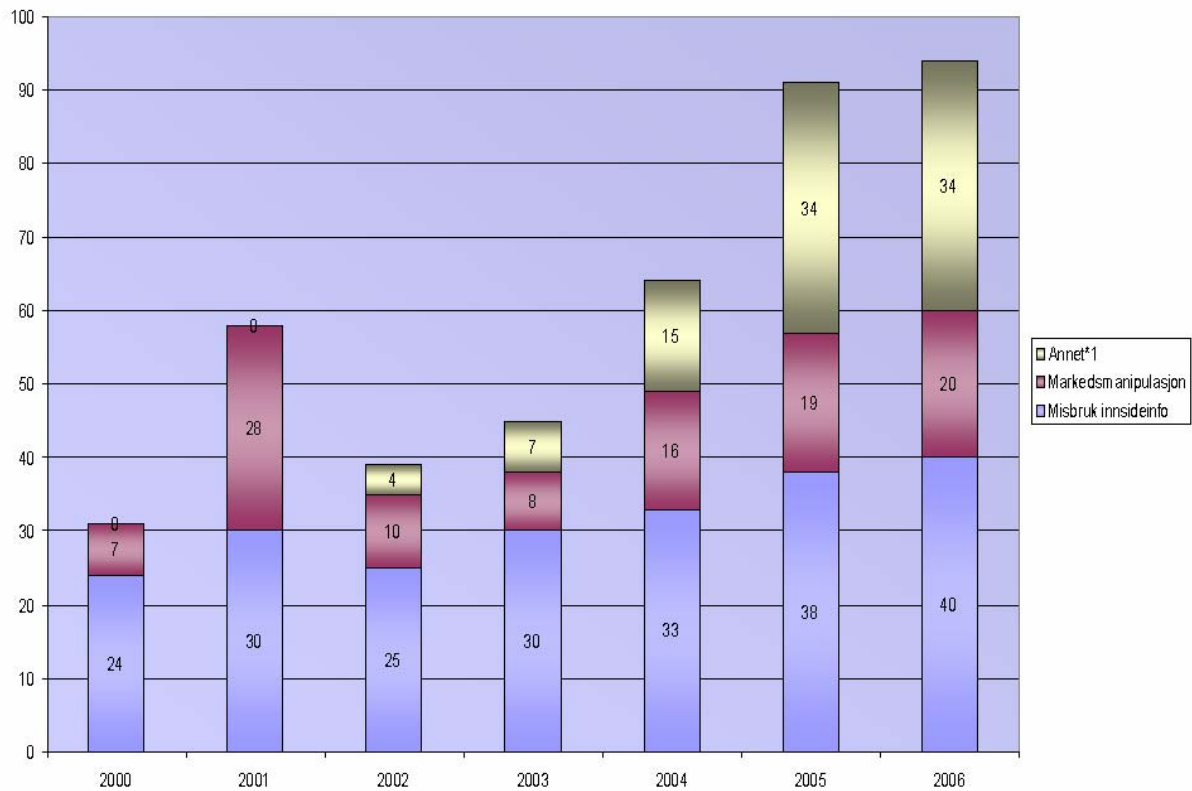


Den store aktiviteten i verdipapirmarkedet de siste årene er trolig en viktig forklaring på et økende antall oversendte saker til Kredittilsynet. I det følgende er meldepliktig verdipapirhandel holdt utenfor. Trolig har økt kompetanse ved Oslo Børs bidratt til at flere saker fanges opp. På den annen side er antall saker sendt til Kredittilsynet knyttet til misbruk av innsideinformasjon ikke nevneverdig høyere i 2006 enn de foregående år. Misbruk av innsideinformasjon har de siste 7 årene utgjort ca 26 saker i snitt per år. Når det gjelder markedsmanipulasjon viser saksmengden noe større grad av samsvar med aktiviteten i markedet. 2005 og 2006 har vært årene med flest saker på dette området. I tillegg er det andre områder som brudd på flaggeplikt- og opplysningsplikten til markedet som øker når aktiviteten øker.

### 3.7.2 Saker i Kredittilsynet

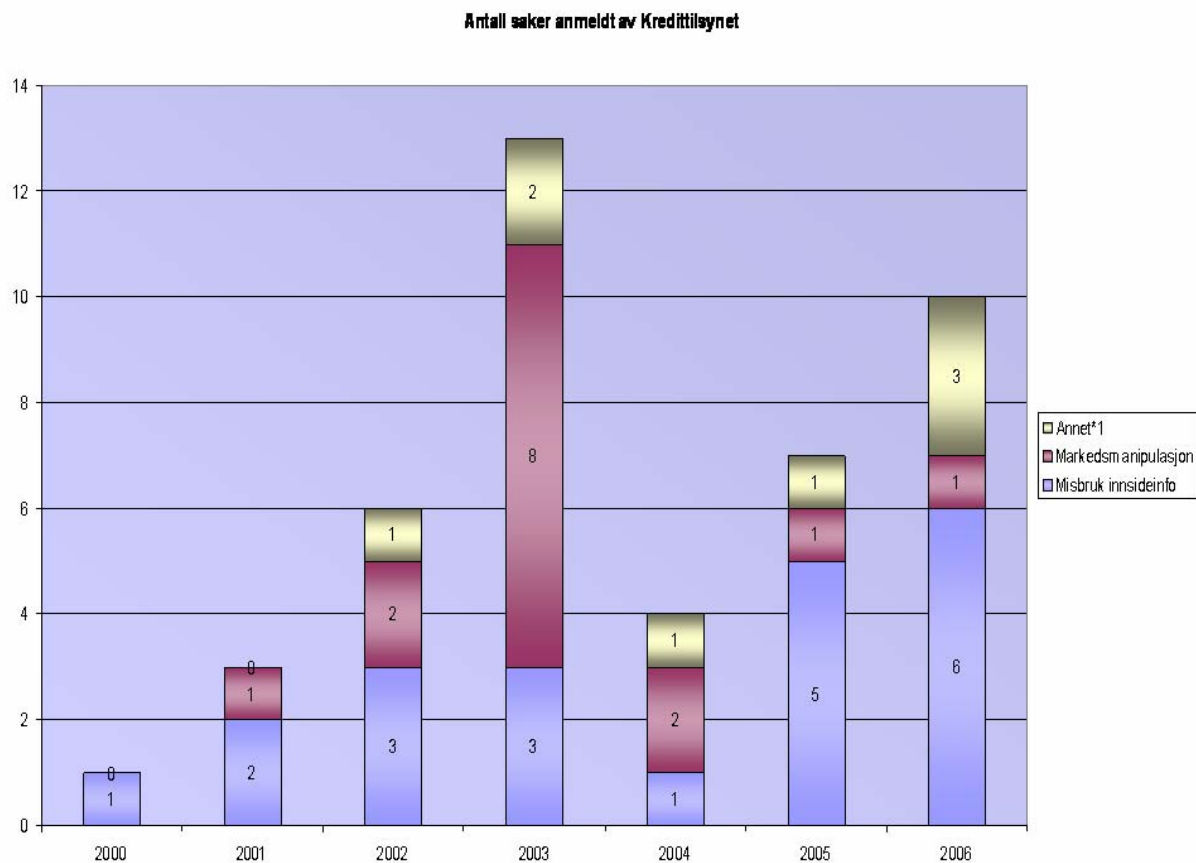
Sakstilgangen i Kredittilsynet består av saker mottatt fra Oslo Børs og saker som Kredittilsynet selv genererer. Det siste kan dels være resultat av stikkprøvekontroller, dels resultat av stedlige tilsyn i verdipapirforetak, rapporteringer fra verdipapirforetak eller innspill fra journalister eller andre aktører i markedet.

Antall saker undersøkt av Kredittilsynet



Antall saker undersøkt av Kredittilsynet med tanke på mulig verdipapirkriminalitet viser også sammenheng med aktiviteten i markedet. Ettersom mange av de sakene Kredittilsynet undersøker skjer på basis av stikkprøvekontroller, er det naturlig at antall undersøkelsessaker øker med aktiviteten. Dertil kommer at verdipapirforetakene etter 1. september 2005 fikk rapporteringsplikt til Kredittilsynet ved rimelig grunn til mistanke om innsidehandel eller

markedsmanipulasjon.

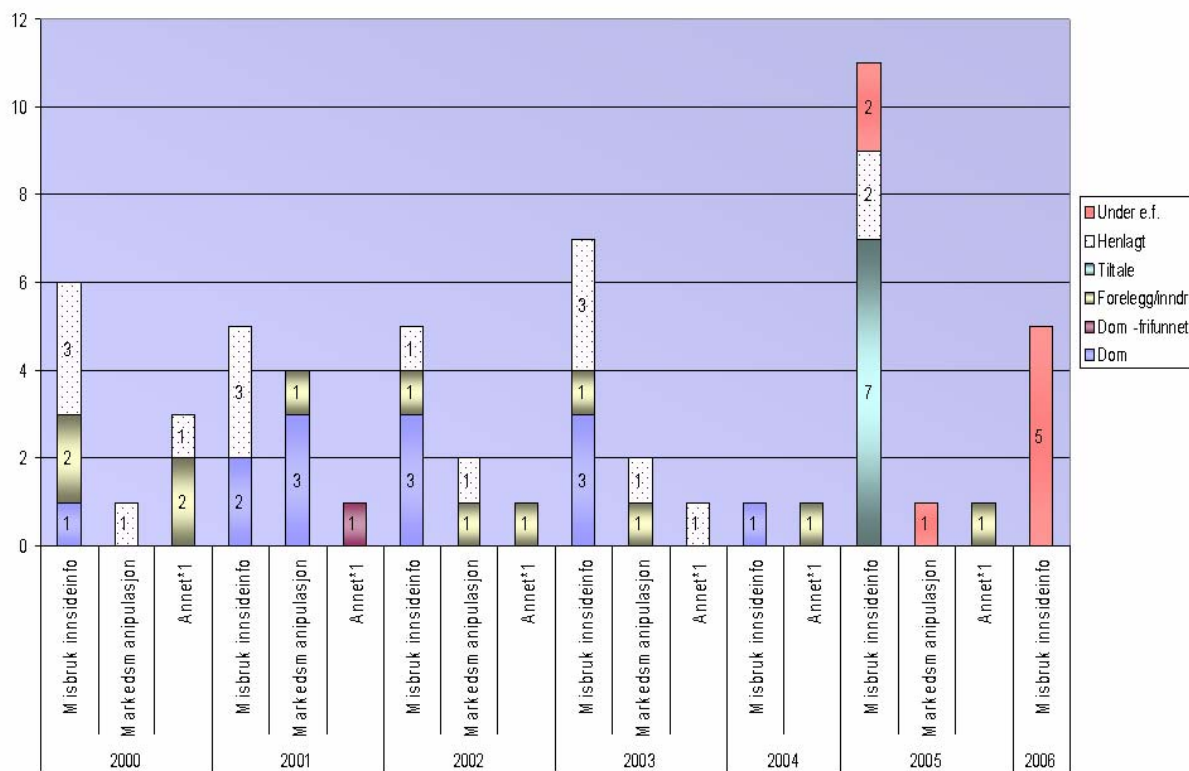


Antall politianmeldelser vil ikke nødvendigvis øke med antall undersøkte saker. Det kan være flere årsaker til dette. En nærliggende grunn kan være at det etter hvert har vært mange straffereaksjoner på området og at publisiteten omkring disse har hatt en god allmennpreventiv effekt. En annen årsak kan være at verdipapirkriminalitet skjules bedre, med den følge at oppdagelsesprosenten reduseres. Fordelingen mellom kategorier av saker som anmeldes i det enkelte år er trolig mer tilfeldig enn et uttrykk for hvordan verdipapirkriminaliteten er fordelt på kategorier det enkelte år. Dertil kommer at en sak som er undersøkt ett år kan bli anmeldt i det påfølgende året.

### 3.7.3 Økokrim – statistikk

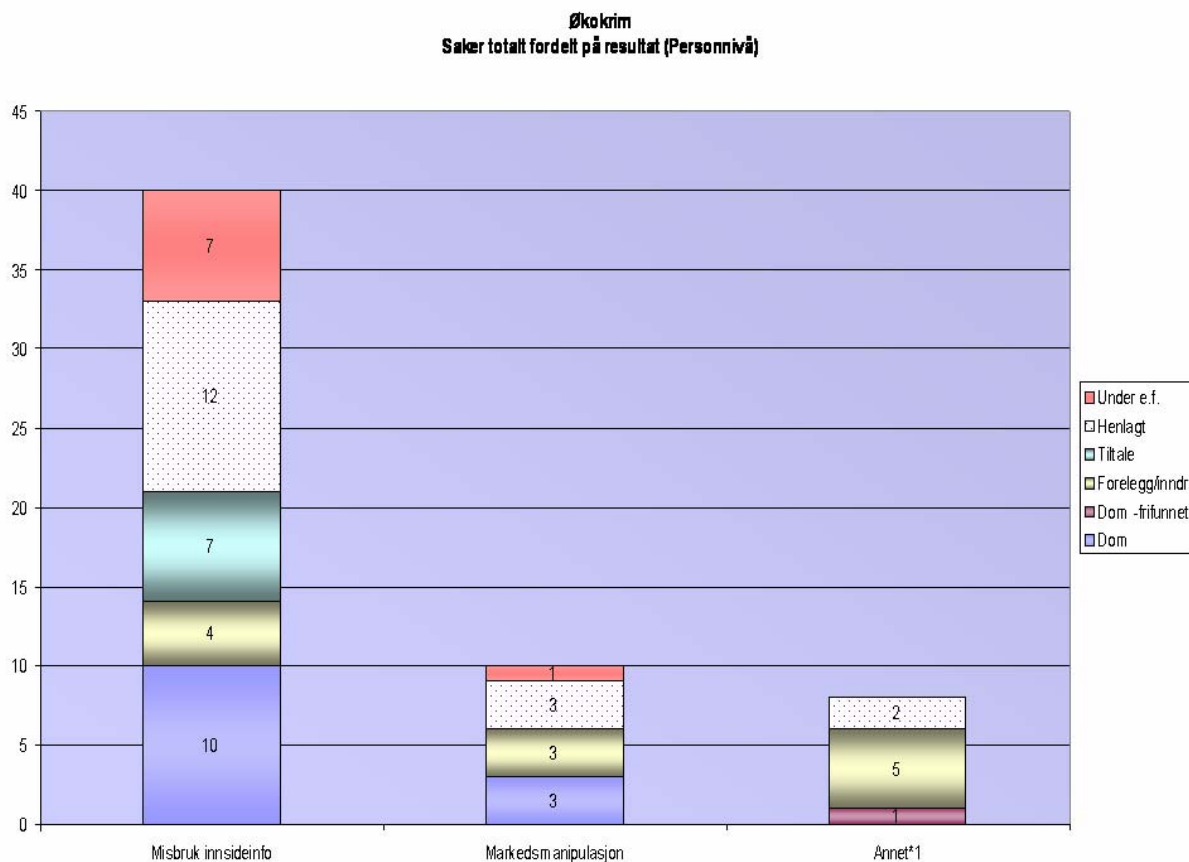
I dette avsnittet fremgår saker med aktuell status – under etterforsking, dom, henlagt, osv. En sak kan inneholde forhold knyttet til flere personer og åpner således for flere dommer, tiltaler eller forelegg per sak. I de neste to diagrammene fremkommer hvert tilfelle enkeltvis, dvs på personnivå.

**Økokrim**  
**Saker fordelt på resultat pr år (Personnivå)**



Kategorien "Annet" inneholder brudd på god forretningsskikk, brudd på egenhandelbestemmelsene og flagging med mer.

Grafen under gjelder perioden 2000-2006 og fremstiller resultater på de tre områder på personnivå.



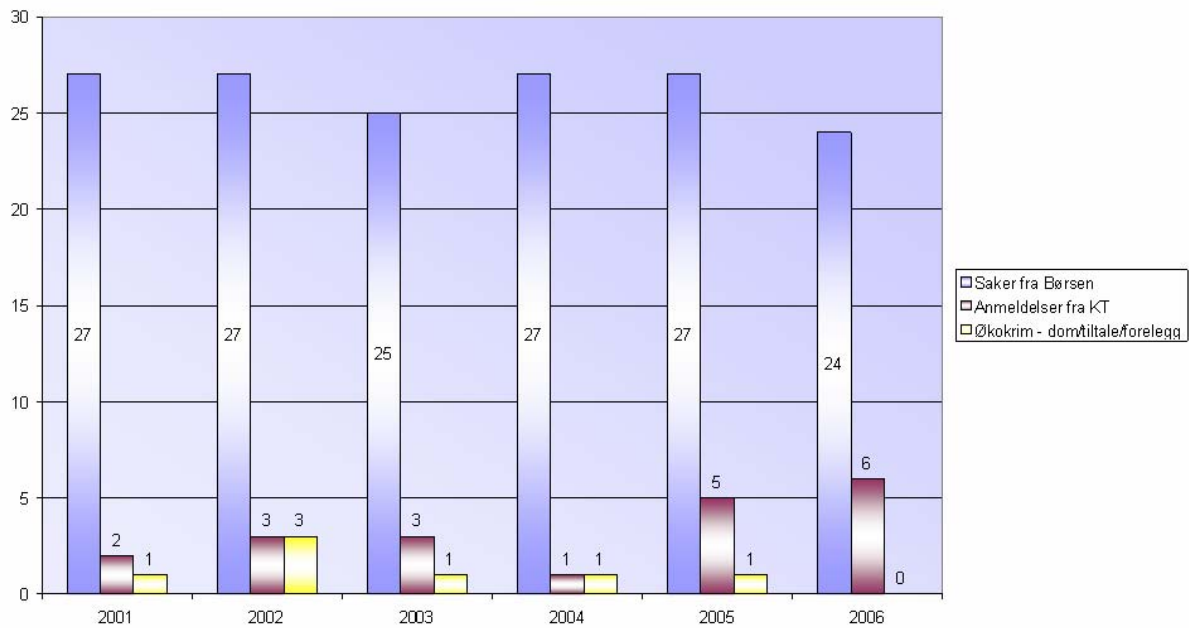
Kategorien "Annet" inneholder brudd på god forretningsskikk, brudd på egenhandelbestemmelsene og flagging med mer.

### 3.7.4 Statistikk for hele kontrollkjeden

De to diagrammene nedenfor fremstiller antall saker som Børsen har oversendt Kredittilsynet. Videre fremgår tallene over hva Kredittilsynet har anmeldt (både til Økokrim og lokale politidistrikt). Tallene for Økokrim inneholder dom, tiltale og forelegg. I tallene for Økokrim

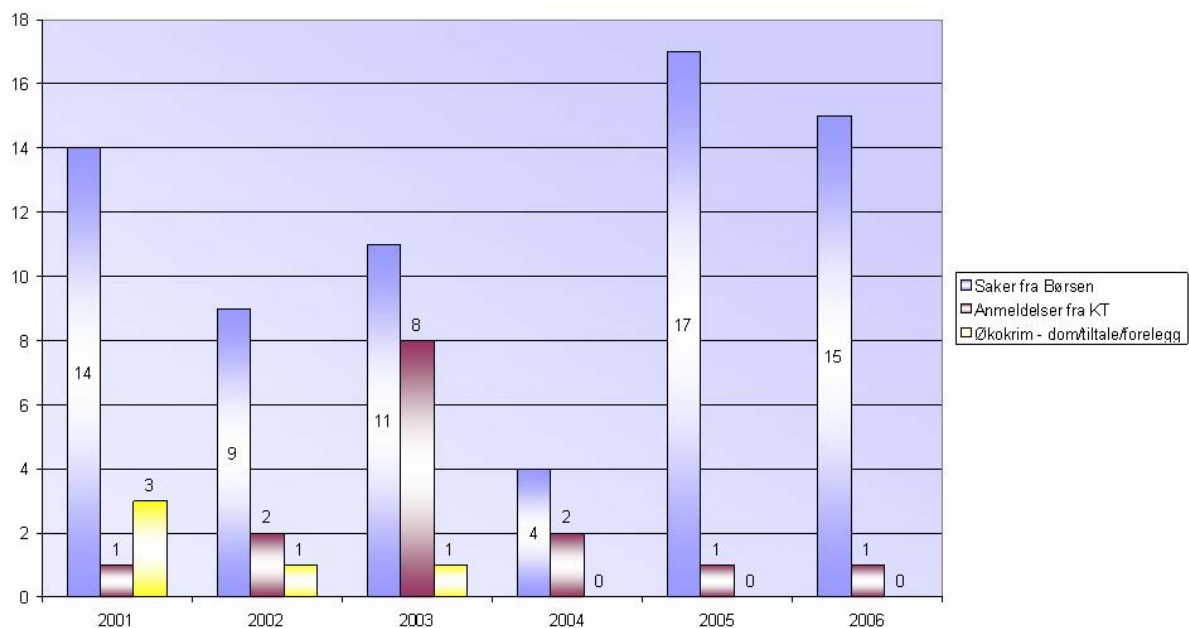
inngår ikke de sakene som Kredittilsynet har anmeldt til lokale politidistrikt.

**Misbruk insideinformasjon**  
Børsens oversendelser til Kredittilsynet - Kredittilsynets anmeldelser - Økokrim dom/tiltale/forelegg\*



\*En sak kan inneholde mange dommer/tiltaler/forelegg. I diagrammet over fremkommer dette som en sak.

**Markedsmanipulasjon**  
Børsens oversendelser til Kredittilsynet - Kredittilsynets anmeldelser - Økokrim dom/tiltale/forelegg\*



\*En sak kan inneholde mange dommer/tiltaler/forelegg. I diagrammet over fremkommer dette som en sak. Som påpekt flere steder i rapporten er det få saker på markedsmanipulasjon.



## 4 Internasjonal utvikling

### 4.1 Utvikling av europeisk regelverk de senere årene

Det har i løpet av de siste årene skjedd omfattende endringer i EUs politikk for finansmarkedene. I europeisk sammenheng er ulikhetene i nasjonale regelverk for finanssektoren i ferd med å bygges ned. Målet er full integrasjon av EUs finansmarkeder. For å få til dette har det vært arbeidet på flere nivåer i EU-systemet med å fjerne barrierer mot grensekryssende transaksjoner og investeringer. I tråd med dette er det også et prioritert mål å styrke tilsynet med aktørene i finansmarkedene og tilstrebe en enhetlig håndhevelse av regelverket.

Endringene har bakgrunn i EUs Financial Services Action Plan (FSAP) som ble vedtatt i 1999. Dette var en ambisiøs handlingsplan som innebar at det gjennom i alt 42 lovtiltak skulle legges til rette for et effektivt og velfungerende marked for finansielle tjenester i EØS-området innen 2005. Arbeidet har medført en rekke omfattende regelverksendringer.

I januar 2003 ble direktivet om innsidehandel og markedsmissbruk (Market Abuse Directive – MAD)<sup>4</sup> vedtatt. Siden har EU i som ledd i oppfølgingen av FSAP, også vedtatt tre andre direktiver med sentral betydning for verdipapirmarkedet; prospektdirektivet i november 2003,<sup>5</sup> verdipapirmarkedsdirektivet (Directive on Markets in Financial Instruments – MiFID) i april 2004<sup>6</sup> og rapporteringsdirektivet (transparensdirektivet- om utsteders informasjonsforpliktelser mv.) i desember 2004<sup>7</sup>. I tillegg kommer direktivet om overtagelsestilbud fra april 2004<sup>8</sup>. Harmonisering av krav til offentliggjøring av regnskapsinformasjon fra utstedere av verdipapirer har i økende grad blitt sett på som en avgjørende faktor for å skape effektive og velfungerende verdipapirmarkeder. Fra januar 2005 ble det etter lovendringer i Norge fastsatt at børsnoterte foretak har plikt til å anvende de internasjonale regnskapsstandardene IFRS (International Financial Reporting Standards). EUs oppmerksomhet er nå først og fremst rettet mot gjennomføring og håndhevelse av regelverket på nasjonalt plan.

De nye direktivene er alle tatt inn i EØS-avtalen og har nødvendiggjort et omfattende lovarbeid innenfor norsk børs- og verdipapirhandellovgivning, som er i ferd med å slutføres. I forbindelse med gjennomføringen av verdipapirmarkedsdirektivet og rapporteringsdirektivet, er det i juni 2007 vedtatt ny lov om verdipapirhandel og ny lov om regulerte markeder som erstatter gjeldende verdipapirhandellov og børslov.

Hovedformålet med verdipapirmarkedsdirektivet er å bidra til å utvikle og sikre de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet, samt oversiktighet og å fremme investorenes tillit til markedet. Rapporteringsdirektivet tar sikte på å harmonisere kravene til hvilke opplysninger utstedere og innehavere av omsettelige verdipapirer som er notert på et regulert

---

<sup>4</sup> 2003/6/EF

<sup>5</sup> 2003/71/EF

<sup>6</sup> 2004/39/EF

<sup>7</sup> 2004/109/EF

<sup>8</sup> 2004/25/EF

marked, må gi til markedet, samt gi regler om hvordan slike opplysninger skal offentliggjøres. Gjennomføringen av verdipapirmarkedsdirektivet vil blant annet medføre at plikten til å rapportere transaksjoner i finansielle instrumenter notert på regulert marked ikke lenger skal gå mot Oslo Børs men gå mot Kredittilsynet, se nærmere under pkt 4.2. Det er også lagt opp til å styrke tilsynsmyndighetens kompetanse til å føre tilsyn med verdipapirforetak og regulerte markeder.

Samlet sett går utviklingen i Europa i retning av at kontroll og tilsynsoppgaver som i mange land har vært ivaretatt av børser og selvregulerende organisasjoner, flyttes til de offentlige tilsynsmyndighetene (competent authorities). Dette har sammenheng med at den tradisjonelle strukturen med en dominerende børs i hvert land eller geografisk område, er i ferd med å endre seg. Eksisterende børser i Europa har de siste 10-20 år vært gjenstand for såkalt demutualisering. Dette innebærer at man har konvertert fra selveiende stiftelser og medlemsstyrte institusjoner til private selskap med fritt omsettelige aksjer. En åpen aksjonærstruktur har åpnet for oppkjøp og sammenslutninger og således vært en viktig premiss for restruktureringer av en del børser i Europa. Oslo Børs ble privatisert i 2001.

I tillegg inngås forpliktende samarbeid mellom eksisterende markedsplasser, i enkelte tilfeller fulgt av konsolidering på eiersiden. I den nordisk/baltiske regionen ser man eksempel på dette gjennom etablering av Norex alliansen, hvor alle de nordiske børsene og børsene i de baltiske statene har etablert et nært samarbeid. Med unntak for Oslo Børs er det også etablert felles eierskap til børsene ved at den svenske OM-gruppen har kontrollerende eierposisjoner. I juni 2007 ga den amerikanske børsen NASDAQ oppkjøpstilbud på OM- gruppen.

Det etableres også nye og konkurrerende markedsplasser, ofte basert på avansert kommunikasjonsteknologi. I forslag til ny verdipapirhandellov åpnes det for etablering av multilateral handelsfasilitet (MTF). Med dette menes et multilateralt system der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter. En MTF vil således være en omsetningsplass for finansielle instrumenter, og dermed et alternativ til regulert marked eller børs og omsetning internt i verdipapirforetak. Denne konstruksjonen er ny i Norge og er en konsesjonspliktig investeringstjeneste etter bestemmelsene i forslag til ny verdipapirhandellov. En MTF kan drives av et verdipapirforetak eller et regulert marked. Selv om det stilles strenge krav også til MTFer, vil beslutningsgrunnlaget for investorer i finansielle instrumenter som omsettes på en MTF i sum, kunne være mindre enn der omsetningen skjer på regulerte markeder.

MTFer vil organisere handel i finansielle instrumenter som også er notert på regulerte markedsplasser. Et motiv for å legge til rette for denne type handelsplattformer er å styrke konkurransen innenfor formidling av transaksjoner. Et annet motiv er å sikre en viss regulering av handel som til nå har blitt tilrettelagt av verdipapirforetakene under deres tillatelser. En MTF vil således kunne opptre i konkurranse med de etablerte børsene. Verdipapirforetak vil i henhold til kravet om "best execution" uansett måtte benytte den markedsplassen som gir best pris for kunden.

Dersom det etableres MTFer, vil andelen av omsetningen i børsnoterte finansielle instrumenter som omsettes i Oslo Børs handelssystem kunne synke. Det er vanskelig å forutsi i hvilken grad MTFer vil bli etablert i Norge. I den grad dette skjer vil imidlertid Oslo Børs mulighet for å overvåke handelen i enkeltinstrumenter kunne svekkes noe, ettersom rapportering av transaksjoner skal finne sted til Kredittilsynet etter verdipapirhandellovens

bestemmelser om transaksjonsrapportering. Et annet forhold er at verdipapirforetak etter ny verdipapirhandellov vil kunne offentliggjøre OTC-transaksjoner uavhengig av Oslo Børs.

Den gradvise overføringen av tilsyns og kontrolloppgaver til offentlige tilsynsmyndigheter må ses i sammenheng med høyt prioriterte EU-politiske målsetninger. En viktig målsetning er som nevnt å legge til rette for konkurranse, også mellom børser og markedsplasser. Selv om børsene i økende grad må leve med sterk konkurranse, er det viktig at det allokeres tilstrekkelig med ressurser til markedsovervåking.

I tillegg til Oslo Børs finnes allerede følgende regulerte markeder og børser som har konsesjon til å drive virksomhet i Norge:

- Nord Pool ASA, har konsesjon som børs og noterer kraftderivater, CO<sub>2</sub>- kvoter og grønne sertifikater.
- International Maritime Exchange ASA, som noterer skipsfraktderivater og bunkerskontrakter
- Fishex ASA
- Fish Pool ASA

Begge de sistnevnte noterer fiskederivatkontrakter.

Oslo børs driver også det alternative rentemarkedet ABM ( Alternative Bond Market )som verken er et regulert marked eller en MTF.

Et annet prioritert mål er ensartet regelverk og mest mulig ensartet håndhevelse av regelverket. Dette forutsetter at det utvikles et mest mulig homogent tilsyns- og kontrollsystem. Hvilket igjen forutsetter et nært samarbeid mellom verdipapirtilsynsmyndighetene i Europa og at prinsippene for tilsyn blir mer enhetlig enn hva som har vært tilfelle hittil. Et velorganisert tilsynssamarbeid og løpende utveksling av informasjon var for øvrig en avgjørende forutsetning for at man skulle åpne grensene for fri utveksling av verdipapirmarkedstjenester innenfor EØS-området.

I Norge har en del kontrolloppgaver på verdipapirirområdet tradisjonelt ligget ved eller blitt delegert til markedsplassene, herunder Oslo Børs. I dag gjelder dette f. eks. prospektkontrollen, kontroll med tilbudsplicht, informasjonsplicht for utstedere mv. Videre skjer rapporteringen av transaksjoner til markedsplassen og ikke til tilsynsmyndigheten.

De endringer som er kommet gjennom ny lov om verdipapirhandel og ny lov om regulerte markeder, vil i noen grad forandre dette. Kredittilsynet vil som eneste organ tillegges forvaltningsmyndigheten knyttet til overvåkingen av verdipapirmarkedet. Enkelte oppgaver som i dag er lagt til de regulerte markedsplassene, herunder Oslo Børs, vil måtte overtas av Kredittilsynet. Uavhengig av nevnte lovendringer vil for eksempel den operative prospektkontrollen etter hvert bli overført til Kredittilsynet. Utstederes plikt til å oversende informasjonspliktige opplysninger til børsen som et ledd i foretakets offentliggjøring av informasjon, erstattes med en plikt til å offentliggjøre informasjonspliktige opplysninger på en effektiv og ikke-diskriminerende måte. Dette avviker fra dagens regler hvor utsteder ikke står fritt med hensyn til valg av medium. Den operative kontrollen av utsteders informasjonsplicht vil likevel i henhold til ny verdipapirhandellov kunne besluttes utført av Oslo Børs.

Børser og regulerte markeder vil imidlertid ha lovpålagte plikter med hensyn til organisering av virksomheten, krav til overvåking av handel på markedsplassen, rapportering av brudd på

lovverket til tilsynsmyndigheten og sanksjonering mot medlemmer og utstedere som bryter lovpålagt og internt regelverk. Den markedsovervåking som utføres av Oslo Børs vil også i tiden fremover ha stor betydning for den samlede innsats mot kriminalitet i verdipapirmarkedet. Det er derfor viktig at den kompetanse og kapasitet som Oslo Børs markedsovervåking i dag disponerer, videreføres og videreutvikles.

Oslo Børs bemerker at prospektkontrollen som ved gjennomføring av Prospektdirektivet ble lagt til børsen, i dag fungerer godt og i hht til de forutsetninger som er lagt i EUs direktiver og det norske lovverket. Det er utviklet et godt samarbeid med Kredittilsynet som Competent Authority på området. Det ble uttalt ved gjennomføringen at en overføring av prospektkontrollen til Kredittilsynet skal vurderes senere, blant annet i lys av utviklingen i EU-regelverket. Dersom adgangen til delegasjon blir videreført, men det likevel skal vurderes å overføre prospektkontrollen til Kredittilsynet, bør spørsmålet utredes og sendes på høring. Markedsaktørene vil derved trekkes inn i vurderingen og børsens øvrige kontrollfunksjoner hensyntas. Det er viktig med en prospektkontroll som fungerer godt og som både er tilpasset norske markedsplassens virkemåte, markedsaktørenes behov og de øvrige kontrollmekanismer på børsen, som skiller seg fra andre land på flere punkter. Prospektkontrollen har sider både til hvor effektivt markedet kan reise kapital, og til kontrollfunksjoner på børsen som opptak av nye selskaper, den operative drift av markedsplassen og markedsovervåkingen. Det er således av betydning for markedsplassens effektivitet og tillit at løsninger som skal velges tilpasses norske behov.

## **4.2 Særskilt om nytt rapporteringssystem for transaksjoner**

Etter dagens regelverk skal verdipapirforetak straks melde til børsen transaksjoner i finansielle instrumenter børsnotert eller notert på regulert marked i Norge. Dette innebærer at alle transaksjoner som gjøres utenfor Oslo Børs handelssystem, straks skal meldes til Oslo Børs. Transaksjoner som gjøres etter børsens åpningstid skal rapporteres senest innen åpning neste dag.

Etter ny verdipapirhandellov endres denne bestemmelsen. Selv om det nye regelverket fjerner rapporteringsplikten til Oslo Børs, må det antas at en betydelig andel av transaksjonene fortsatt vil bli gjort direkte på børsen. I dag går ca 90 % av transaksjonsvolumet i Oslo Børs automatiske handelssystem.

Endringene i regelverket vil kunne få merkbar betydning for arbeidsdelingen mellom Kredittilsynet og Oslo Børs. Mens Oslo Børs vil få en noe svekket tilgang på transaksjonsdata, vil Kredittilsynet, avhengig av hvilken løsning som velges for et transaksjonsrapporteringssystem, kunne få et bedre datagrunnlag for å ivareta visse tilsynsoppgaver. Et viktig spørsmål når man skal vurdere effektiviteten i kontrollkjeden og tilpasse nye systemer, er om de nye reglene samlet sett vil gi like god kontroll i forhold til misbruk av innside informasjon og markedsmanipulasjon.

Den nye verdipapirhandelloven medfører at verdipapirforetak som utfører transaksjoner i finansielle instrumenter notert på regulert marked skal rapportere slike transaksjoner til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker, så snart som mulig og ikke senere enn ved utgangen av den påfølgende virkedag. Transaksjoner som utføres på børsen skal fortsatt rapporteres i sanntid til børsen.

Forpliktelsen til å rapportere vil som for gjeldende rapporteringskrav til Oslo Børs gjelde uavhengig av om transaksjonen skjer via markedsplassen eller ikke. Det nye er altså at rapporteringen skal skje til Kredittilsynet og at det i denne sammenheng ikke vil kreves sanntidsrapportering. Transaksjonsrapporteringen kan skje enten direkte fra verdipapirforetaket til tilsynsmyndigheten eller gjennom en tredjepart eller et handelssystem mv som er godkjent av tilsynsmyndigheten.

Begrepet ”transaksjon” er ikke uttømmende definert, verken i loven eller i direktivet. Det legges imidlertid opp til at begrepet transaksjon vil bli nærmere definert i forskrift til den nye lovbestemmelsen. Spørsmålet vil kunne ha stor betydning for hvordan et nasjonalt system for transaksjonsrapportering vil kunne utnyttes i Kredittilsynets tilsynsarbeid.

Transaksjoner utført av norske verdipapirforetak som gjelder finansielle instrumenter hvor hovedmarkedsplass for dette instrumentet innen EØS er i et annet EØS-land enn Norge skal rapporteres til Kredittilsynet, som igjen skal oversende rapporten til kompetent myndighet i det aktuelle EØS-land. Kredittilsynet vil motta tilsvarende transaksjonsrapportering for finansielle instrumenter omsatt på norske markedsplasser fra andre tilsynsmyndigheter. Tilsvarende rapporteringsplikt gjelder også for filialer av verdipapirforetak fra andre EØS land etablert i Norge.

Den informasjon som Kredittilsynet vil motta i daglig rapportering vil som nevnt ikke kunne benyttes i sanntidsovervåkning av verdipapirmarkedene. Kvaliteten på den sanntidsovervåkning som Oslo Børs i dag utøver vil dermed kunne bli redusert fordi Oslo Børs ikke lenger vil motta informasjon om transaksjoner utført utenfor børs i finansielle instrumenter notert på markedsplassen. Prisbildet på børsen blir derved svekket og børsen vil ikke lenger ha tilgang til de nevnte data i sine systemer. Dersom prisbildet svekkes, vil det kunne ha som konsekvens at børsen i mindre grad enn i dag vil kunne analysere eller overskue prisdannelsen i markedet. Dersom Oslo Børs gis tilgang til transaksjonsrapporteringen, vil imidlertid nevnte ulemper i noen grad kunne kompenseres for.

En videre utvikling av et transaksjonsrapporteringssystem til å kunne håndtere sanntidsrapportering til Kredittilsynet ville kreve utvikling av nasjonale tilpasninger. Omfang og kostnader ved slike nasjonale tilpasninger er vanskelig å anslå før utviklingen av nye systemer har kommet lenger. Uansett ville en endring til sanntidsrapportering bli svært ressurskrevende idet den griper inn i mange systemelementer. En slik endring vil blant annet medføre at Kredittilsynet måtte velge ny kommunikasjonsplattform, som i så fall vil avvike fra kommunikasjonsplattformen som skal benyttes mot øvrige EØS-land.

I den grad det er ønskelig at Kredittilsynet skal videreformidle mottatte transaksjonsrapporter til Oslo Børs eller andre markedsplasser for markedsovervåkningsformål, bør en slik tilgang reguleres i forskrift. Det kan også vurderes om Oslo Børs og andre markedsplasser kan gis rett til å kreve eller eventuelt avtale med sine medlemmer at alle transaksjoner i finansielle instrumenter notert på det aktuelle marked, inkludert transaksjoner utført utenfor børs, skal rapporteres til markedsplassen gjennom deres egne systemer for markedsovervåkningsformål. Dersom det skal stilles krav om det, må trolig en slik plikt reguleres i forskrift.

Av ovennevnte bakgrunnsinformasjon er det to forhold som er viktig i tilknytning til valg og utforming av rapporteringssystem, herunder særlig for hvilke muligheter Kredittilsynet i praksis vil stå overfor med hensyn til løsninger. Det første er definisjonen av transaksjon, dvs detaljnivået i rapporteringen. Det andre er hvorvidt man inkluderer kundeidentifikasjon i

rapporteringen eller ei. Begge disse punktene er knyttet nært opp til tilsynsmessige behov og forpliktelser, herunder mulighetene for å automatisere/effektivisere enkelte tilsynsoppgaver. Valg av system kan derfor ikke ses løsrevet fra hvilke tilsynsoppgaver man skal/må utføre.

## 5 Beskrivelse av de tre institusjonene og deres rolle i verdipapirmarkedet

### 5.1 Oslo Børs

Oslo Børs ble som nevnt privatisert sommeren 2001 og er organisert som et allmennaksjeselskap. Virksomhet som børs eller regulert marked er underlagt konsesjon fra Kredittilsynet. Børsvirksomhet er regulert i ny lov om regulerte markeder (heretter børsloven). Loven stiller detaljerte krav til regulerte markeders organisering og interne regelverk:

*”Regulert marked skal drive sin virksomhet med tilbørlig hensyn til prinsipper om effektivitet, nøytralitet og likebehandling av aktører samt for å sikre at markedet har god gjennomsiktighet og at kursnoteringen gjenspeiler de noterte instrumentenes markedsverdi”.<sup>9</sup>*

Ny børslov krever videre at regulerte markeder, herunder børser, har effektive ordninger og prosedyrer for regelmessig overvåkning av at medlemmer overholder det regulerte markedets regler. De skal også rapportere vesentlige brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettsstridige handelsforhold til Kredittilsynet.<sup>10</sup>

Forskrift om markedsovervåkning gjelder for foretak med konsesjon til å drive børsvirksomhet eller autorisert markeds plass. Forskriften stiller detaljerte krav til

- gjennomføringen av overvåkingsfunksjonen
- organisering, slik at de ansatte har integritet og uavhengighet fra børsens forretningsvirksomhet
- tilstrekkelig ressurser til å drive effektiv markedsovervåkingen
- undersøkelsesplikt ved mistanke om lovbrudd
- rapporteringsplikt til Kredittilsynet dersom ikke mistanken avkrefte ved undersøkelser

#### 5.1.1 Markedsovervåkingen på Oslo Børs

Oslo Børs har bygget opp en spesialisert Markedsovervåking, investert i avanserte overvåkingssystemer, endret sin organisasjon, delegasjoner, prosedyrer og rutiner, og bygget opp et kompetansesenter for overvåkingssystemer og alarmutvikling i Norden. Markedsovervåkingen på Oslo Børs er utpreget operativ. Realtids overvåkingssystemer, alarmer og avanserte analysesystemer mv er arbeidsverktøy. Mulige regelbrudd følges opp operativt. Mistanke om kriminalitet rapporteres til Kredittilsynet. Noe utredningsarbeid gjøres

---

<sup>9</sup> Se børsloven § 22

<sup>10</sup> Se børsloven § 27

i sakene før rapportering og børsens ansatte samarbeider tett med Kredittilsynet og Økokrim i sakenes senere faser.

Overvåkingsvirksomheten på Oslo Børs er organisasjonsmessig atskilt fra forretningsdriften ved at avdelingen er delegert operativ selvstendig myndighet. Dette gjelder for eksempel innhenting av informasjon fra selskaper/medlemmer, bruk av virkemidler i kursnoteringen, sletting av ordre/handler, rapportering til Kredittilsynet m.m. og avdelingen har egne strategiske målsetninger som blant annet dekker kravene i forskrift om markedsovervåkning. Avdelingen rapporterer til et internt styringsorgan som blant annet har som formål å kontrollere at overvåkingsoppgavene utføres som forutsatt.

Overvåkingsavdelingen på Oslo Børs har i dag 9,5 ansatte. I tillegg har de støtte fra Børsens IT-avdeling. Samlet er det flere ansatte for overvåkingsformål enn i sammenlignbare markeder i Europa. Dette har sammenheng med børsens kompetansesenter innen systembruk og alarmfunksjonalitet – der ressursene deles med flere andre børser. De ansatte på overvåkingsavdelingen er økonomer og jurister.

Overvåkingen/rapporteringen kontrolleres løpende av eksterne, både av Kredittilsynet som børsens tilsynsorgan og av en egen kontrollkomité valgt av generalforsamlingen.<sup>11</sup> Reglene om kontrollkomité er endret i<sup>12</sup> den nye børsloven. Ordningen er ikke lenger lovfestet, men kan opprettes i medhold av forskrift hvis det er behov for det.

### **5.1.2 Markedsfunksjonen ved Oslo Børs (aksjemarkedet)**

I handelssystemet matches ordrene (automatch) i tilfeller der kjøper og selger angir lik eller overlappende pris. Slik handel kan kun skje på gitte prisnivåer – som både styres av regelverk og systemer, og har tett oppfølging fra overvåkingen. Ordre og handler i handelssystemet offentliggjøres løpende, slik at kjøpere og selgere kan følge markedsutviklingen. Andre handler, som gjøres til avvikende priser, merkes slik at markedet ser årsaken til avviket. Alternativt må disse forhåndsgodkjennes av børsen. Handel gjennom et handelssystem gir på denne måten informasjon til markedsaktørene om hvor prisene befinner seg løpende. Investorer og meglere ser i sanntid handler med pris og volum, eventuelle merknader, og annen relevant informasjon. Selger- og kjøperinteressen vises i ordrebildet – intervallet mellom beste kjøper og selger (spread) oppdateres tilsvarende i sanntid. Videre holdes markedsaktørene løpende oppdatert om finansiell rapportering og strategiske nyheter fra de børsnoterte selskapene ved selskapenes informasjonsplikt og børsmeldinger til markedet – børsens meldingssystem. Likeledes mottar markedet informasjon fra investorer ihht pliktene for offentliggjøring av informasjon for primærinnsidere (meldepliktig handel) og for store handler der visse eiergrenser passerer (flagging, børsens meldingssystem). Informasjonen må antas å ha stor verdi for aktørene i markedet. Tillit til informasjon fra markedsaktører og handelssystem er av avgjørende betydning for et regulert verdipapirmarked. Systemene for informasjonsformidling fra børs til markedet er avanserte og krever mye presis og fyllestgjørende informasjon fra mange aktører samtidig. Systemet er sårbart for regelverksbrudd fra aktørene.

---

<sup>11</sup> Se nå opphevet børslov § 3-3.

<sup>12</sup> Se børsloven § 38

### 5.1.3 Børsens kompetanse

Oslo Børs foretar løpende og rutinemessig undersøkelser for å sikre kvalitet på markedsplassen, avdekke regelbrudd og mulig kriminalitet. For å utføre markedsovervåking og øvrige kontrolloppgaver og plikter etter lov og forskrift er børsen tillagt myndighet overfor markedsaktørene.

De børsnoterte selskapene og meglerhusene som er medlem på Oslo Børs, må bidra til børsens oppgaver. De har derfor opplysningsplikt overfor børsens kontrollerende organer. Opplysningsplikten er straffesanksjonert.

Typisk vil et børsnotert selskap kunne bli bedt om informasjon knyttet til kurssensitive prosesser (innsideinformasjon) – f eks er det vanlig at børsens overvåkingsavdeling kontakter selskapet dersom handelen avviker fra normale mønster og spør om selskapet har innsideinformasjon og hvordan selskapet har ivaretatt taushetsplikt og aktsomhetsregler i den sammenheng. Selskapet kan også bli kontaktet i etterkant av en børsmelding og bedt om opplysninger knyttet til behandlingen av informasjon og personer med innsideinformasjon før børsmeldingen ble sendt ut.

Kontakten med børsmedlemmene gjelder som regel spørsmål om handelen, typisk vil man spørre om bakgrunnen for aggressiv handel eller ordremottak fra kunde dersom det er lagt inn ordre på børsen som flytter kursbildet. Fra børsmedlemmer innhentes det ofte informasjon om hvem som er kunder. I spesielle situasjoner innhenter børsen tapede samtaler mellom børsmedlemmets representanter og kunder, for å sjekke ordremottak, håndtering av innsideinformasjon mv.

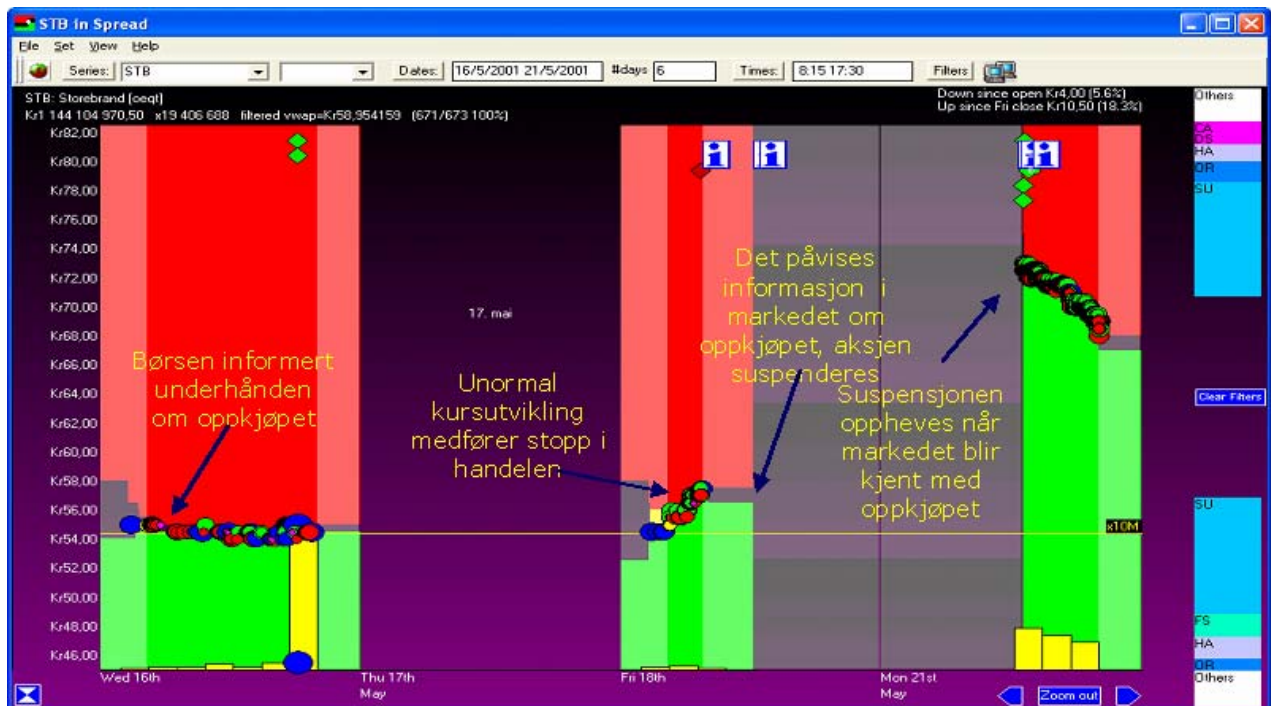
Børsen har også tilgang til all informasjon i de registre som finnes på Verdipapirsentralen (VPS) og Norsk Oppgjørs Sentral (NOS). Registrene – spesielt VPS – benyttes løpende i overvåkingen til å sjekke og avdekke handelsmønstre som avviker fra normalt mønster.

Børsen griper inn i handelen dersom kursfastsettelsen er usikker eller feil ved

- Suspensjoner (der kursen er feil – medlemmene kan ikke lenger handle)
- Børspauser (der det knytter seg usikkerhet til kursfastsettelsen – automatchen skrues av - det kan fremdeles handles på telefon)
- Særlig observasjon (handelen fortsetter – men markedsaktørene får en melding fra børsen om f eks et uavklart forhold i et selskapet som medfører usikkerhet).

Børsens hjemler for inngripen i markedet ved virkemidler som nevnt benyttes først og fremst preventivt – det kreves ikke bevis for straffbare handlinger. Men hjemlene er også viktige elementer i børsens arbeid med å begrense kriminalitet og redusere skadevirkninger av kriminalitet som er underutvikling.





Utsnitt av børsens overvåkingsystem som viser børsens håndtering av Storebrand/Sampo – mai 2001

Børsen godkjenner løpende de ordre og handler som gjøres i børsens handelssystem. Dersom det handles på avvikende kurser kan børsen beslutte å gjøre handler uoffisielle (de må gjøres opp for – men de "teller ikke" i kursbildet og indexberegninger). Videre kan børsen slette handler i tilfelle der det er gjort åpenbare feil eller handlene er ulovlige. Børsen griper ikke sjelden inn i kursfastsettelsen på denne måten, men det er sjelden man på dette tidspunktet har tilstrekkelige indikasjoner på kriminalitet. Begrunnelsen for sletting vil derfor oftest være feilhandel eller at prisene ikke er "markedsriktige".

Ved brudd på sentrale regler i børsforskriften og børsreglene har børsen sanksjonsmyndighet overfor utstedere og børsmedlemmer. Sanksjonsmulighetene varierer fra advarsler, til gebyr og løpende mulkt, avhengig av type overtredelse og alvorlighetsgrad. Børsmedlemmer kan også suspenderes og utelukkes i alvorlige tilfeller. Børsnoterte selskaper kan på tilsvarende måte strykes fra notering. Børsen benytter sanksjonsregimet relativt ofte – normal sanksjon er gebyr eller "børsbot". Sanksjonsregimet representerer et viktig korreks til markedsaktørene ved mindre alvorlige overtredelser som ikke er straffesaker.

I tilfeller der det er mistanke om kriminalitet, plikter børsen å rapportere forholdet til Kredittilsynet. Dersom det kan være aktuelt å reagere med både børssanksjon og straffereaksjon, underrettes Kredittilsynet om forholdet og det avtales nærmere hvordan dette skal følges opp i den konkrete saken.

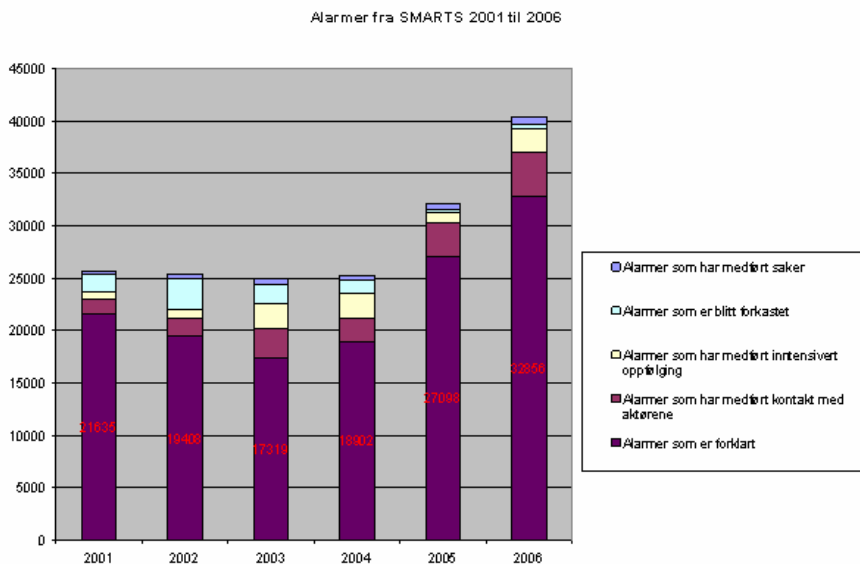
#### 5.1.4 Overvåkingsystemer

I et elektronisk marked vil indikasjoner på verdipapirkriminalitet kunne avdekkes blant annet ved å forstå og avdekke avvik fra normal utvikling i børshandelen. Slike indikasjoner finner børsen først og fremst ved analyser av handelsdata. Det finnes datasystemer som kan analysere en handelsdag i ettertid (databaseverktøy). Likeledes finnes det overvåkingsystemer som kan følge og analysere handelen i sanntid. Avvik kan følges både

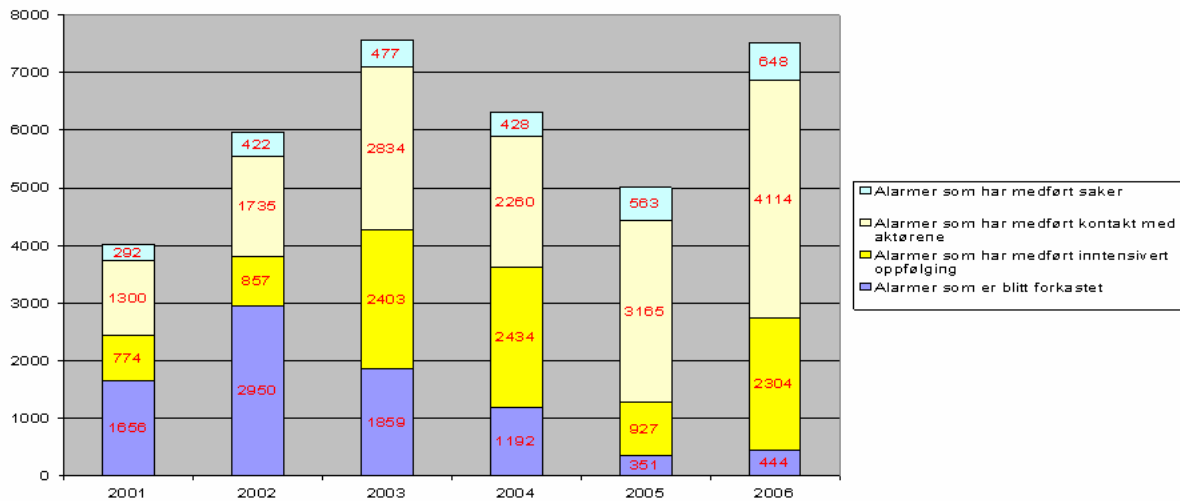
ved avansert grafikk og alarmfunksjonalitet. På Oslo Børs benyttes begge typer systemer/analyser.

Børsen har ca 90 alarmer i overvåkingssystemet som løpende lytter på handelen i aksjemarkedet. Hver enkelt alarm fungerer individuelt for hvert enkelt notert verdipapir. I 2006 gikk det ca 40 000 slike alarmer og samtlige alarmer vurderes i henhold til definerte prosedyrer og saksbehandles. De aller fleste alarmer (32856 for 2006) kan forklares ut fra andre opplysninger i markedet eller med generell informasjon som har betydning for markedet for eksempel børsmeldinger, variasjoner i oljepris, andre markeders utvikling osv.. En del alarmer forkastes (444 for 2006) fordi de ikke er relevante. Disse alarmene arbeides det løpende for å bli kvitt; det er støy. I 2006 var det:

- 4114 alarmer som medførte at børsen tok kontakt med markedsaktører for nærmere avklaring (ba om forklaring, innhentet informasjon osv.)
- 2304 alarmer som medførte at børsen innførte intensivert overvåking
- 648 alarmer som medførte at mer grundige undersøkelser ble iverksatt. Sak ble opprettet for vurdering av rapport til Kredittilsynet eller som interne advarsels- eller sanksjonssaker.



Alarmer fra SMARTS 2001 til 2006 (ex. forklarte alarmer)



### 5.1.5 Børsens advarsler og sanksjonssaker

Etter gjeldende praksis vil brudd på børsnoterte selskapers løpende eller periodiske informasjonsplikt sanksjoneres av Oslo Børs, og i grove eller gjentatte tilfeller rapporteres til Kredittilsynet for en vurdering av politianmeldelse. Utstederne kan også gis kritikk eller advarsler av børsen for sin informasjonshåndtering. Oslo Børs undersøker hvert år et stort antall saker og er aktiv mht til sanksjonering og advarsler ved brudd. Av betydning i forhold til utredningen her, er at for sene meldinger til markedet, medfører at det i perioden fra melding skulle vært sendt til børsmelding kommer, har vært innsideinformasjon i selskapet. Brudd på informasjonsplikten øker således risikoen for lekkasjer og innsidehandel. Dersom det i saker vedrørende brudd på utsteders informasjonsplikt også foreligger mistanke om lekkasje eller innsidehandel, opprettes egne saker på dette, som blir rapportert til Kredittilsynet på vanlig måte.

Så langt foreligger det ingen politianmeldelser for brudd på utsteders informasjonsplikt. Oslo Børs og Kredittilsynet har vurdert anmeldelse i enkelte saker. Det forhold at børs sanksjoner kan omfatte forholdsvis store gebyrer og at perioden fra handling til reaksjon er vesentlig kortere enn ved straffesak, har vært avgjørende. Rask reaksjon er viktig i denne type saker dersom man vil oppnå preventive effekter. Strafferettslig vil resultatet vanligvis måtte forventes å bli foretaksstraff – altså bot. Ved overtredelse av disse bestemmelsene har Oslo Børs i alle tilfeller av noe omfang som er oppdaget ilagt overtredelsesgebyr i medhold av nå opphevet børslovs § 25-2. I de minst alvorlige tilfeller gir Oslo Børs advarsler for brudd på regelverket.

Som nevnt under pkt. 4.2 er reglene om utsteders løpende og periodiske informasjonsplikt flyttet fra børsloven til verdipapirhandelloven. Samtidig er kompetansen til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på den løpende informasjonsplikten flyttet til Kredittilsynet. Det er i loven åpnet for delegasjonen av den operative kontrollen med informasjonsplikten til regulert marked<sup>13</sup>. Det samme gjelder for adgangen til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på reglene<sup>14</sup>. Spørsmålet om hvem som skal sitte med nevnte kompetanse etter ikrafttredelse

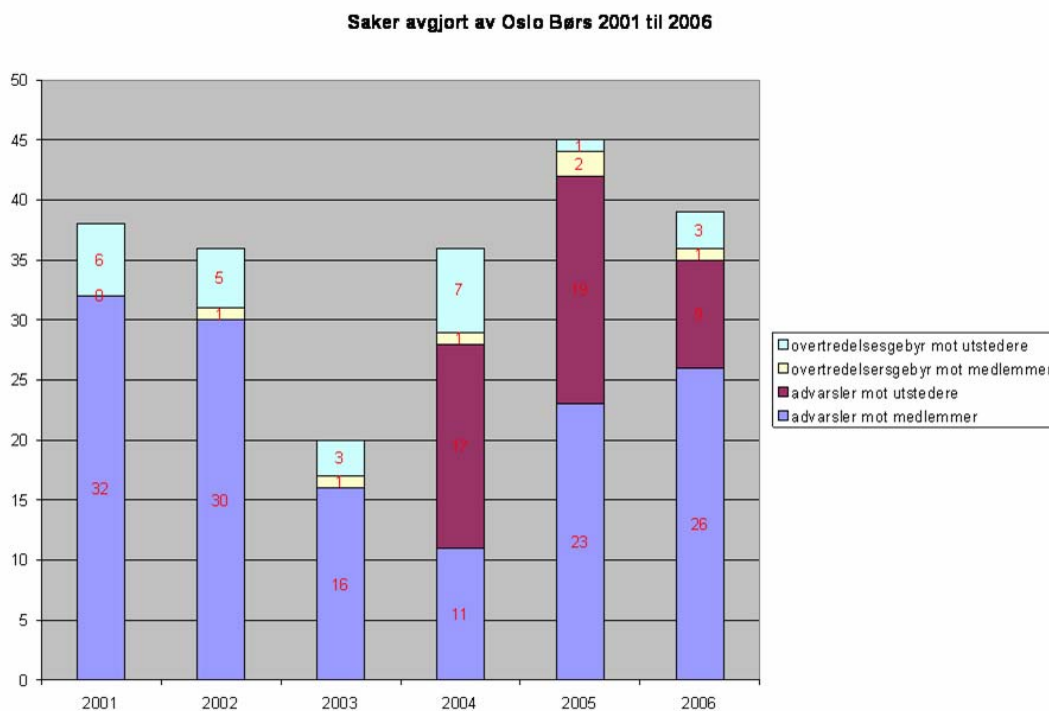
<sup>13</sup> Se verdipapirhandelloven § 15-1 annet ledd.

<sup>14</sup> Se verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd

av ny verdipapirhandellov er ennå ikke klarlagt. Uansett løsning er det viktig at disse bestemmelsene blir fulgt opp aktivt.

Oslo Børs sanksjonerer også børsmedlemmer – meglere som ikke overholder børsens handelsregler for rapportering av handler og ordre til markedet. Reglene for rapportering av handler sikrer rettidig og samtidig distribusjon av viktig handelsinformasjon til markedsaktørene. Oslo Børs regelverk supplerer således bestemmelsene i lovverket og bidrar til lik og rettidig informasjon for alle markedsaktører. Spesielt nevnes at kursmanipulasjonsbestemmelsen i verdipapirhandeloven suppleres av bestemmelsen om markedsriktige priser i børsens regelverk. Det gis et stort antall advarsler til medlemmene hvert år. Dette tallet har stabilisert seg de siste årene, men var betydelig høyere tilbake i 1999 og 2000. Trenden de siste årene er at advarselsbrevene sendes som følge av grovere brudd på regelverket enn det som var tilfelle tidligere, dog ikke så grove at det er blitt vurdert som sanksjonssak.

Nedenfor er Oslo Børs` statistikk for advarsler og sanksjoner de siste årene inntatt (advarsler er kun med for perioden 2004-2006).



## 5.2 Kredittilsynet

Kredittilsynet er et selvstendig forvaltningsorgan, et direktorat, underlagt Finansdepartementet. Kredittilsynets myndighetsområde spenner over hele finanssektoren, samt regnskaps- og revisjonsvirksomhet, eiendomsmegling og inkassovirksomhet. Virksomheten er regulert i Lov om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v. (kredittilsynsloven).

Det overordnede mål med Kredittilsynets virksomhet fremkommer i Kredittilsynets strategi:

*”Kredittilsynets hovedmål er, gjennom tilsyn med institusjoner og markeder, å bidra til **finansiell stabilitet og velfungerende markeder**. Bak målene ligger det viktige samfunnsøkonomiske hensyn og ønske om å beskytte forbrukere og investorer. Finansiell stabilitet og velfungerende markeder er nødvendige for økonomisk vekst og sysselsetting, som igjen er en forutsetning for høy velferd og gode levekår. Når det gjelder finansiell stabilitet har Kredittilsynet et særlig ansvar for å se til at finansinstitusjonene er solide. Effektiv konkurranse og gode atferdsregler og normer er viktige for at markedene skal fungere godt. At aktørene følger gode etiske normer er også et samfunns mål med stor egenverdi.”*

Med utgangspunkt i det overordnede mål om å bidra til velfungerende markeder avledes et viktig delmål: *” Å bidra til at aktørene i finansmarkedet overholder atferdsreglene og søke å forhindre atferd som kan medføre redusert tillit til finansmarkedet”*. Det er således viktig å slå fast at målsetningen er å bidra til at regelverket ikke brytes.

For å oppnå best mulig resultater i forhold til målet er det i hovedsak to virkemidler som anvendes:

- Tilsyn og oppfølging ved mistanke om regelbrudd
- Informasjonstiltak som er egnet til å gi aktørene bedre kunnskap om regelverket samt om konsekvensene av å bryte regelverket.

### **5.2.1 Organisering av virksomheten**

Verdipapirmarkedet utgjør en viktig del av det finansielle system. I motsetning til de øvrige deler av finansmarkedene, har Kredittilsynet et generelt tilsyn med verdipapirmarkedet.<sup>15</sup> Foruten tilsyn med de foretak og institusjoner som har konsesjon til å drive virksomhet i verdipapirmarkedet, føres det dermed tilsyn med at de generelle atferdsreglene i markedet blir overholdt. Tilsynet omfatter således utstedere, investorer, mellommenn, handelsplasser og oppgjørssystemer.

Kredittilsynets tilsyn med verdipapirmarkedet er organisert i *avdeling for markedstilsyn*. Tilsynsarbeidet er delt i to hovedarbeidsområder organisert i *seksjon for verdipapirinstitusjoner* og *seksjon for markedsatferd*.

*Seksjon for markedsatferd* har for tiden åtte stillingshjemler inklusive seksjonsleder, fordelt likt på økonomer og jurister. Gjennom tilsynet med de generelle atferdsreglene har Kredittilsynet en viktig rolle i arbeidet med å påse at det er ordnede forhold i verdipapirmarkedet. Reglene om ulovlig innsidehandel, markedsmanipulasjon og tilbørlig informasjonshåndtering står sentralt. Kredittilsynet følger også opp bestemmelser om listeføring, undersøkelsesplikt, forbud mot urimelige forretningsmetoder samt meldepliktig og flaggepliktig verdipapirhandel. Seksjonen forfølger, i samarbeid med seksjon for verdipapirinstitusjoner, foretak som driver virksomhet i markedet uten nødvendige konsesjoner. Dette innebærer at tilsynsvirksomheten er rettet mot en vid krets: Investorer, rådgivere, utstedere og deres samarbeidspartnere, inkludert verdipapirforetakene. Målet er å avdekke og forfølge ulovlige forhold i verdipapirmarkedet og, så langt atferdsbestemmelsene kommer til anvendelse, i markedene for varederivater. Gjennom tilsynsarbeidet er det et mål å tilkjenne overfor potensielle lovbrøttere at overtredelse er forbundet med risiko, samt bidra med andre forebyggende tiltak mot lovovertrødelse. Arbeidet med atferdstilsyn er således et

---

<sup>15</sup> Se kredittilsynsloven § 2 første ledd jfr. § 1 nr 14 og verdipapirhandelloven § 15-1 annet ledd.

sentralt element i oppfyllelsen av Kredittilsynets hovedmål om bidra til velfungerende markeder.

Seksjonen er også involvert i regelverksutviklingen på sitt felt. Dette er i perioder ressurskrevende og påvirker tilsynsaktiviteten. Det har imidlertid vist seg å være en stor fordel at regelverket utformes av aktører som sitter nær det aktuelle markedet og kjenner de regulatoriske behovene.

*Seksjon for verdipapirinstitusjoner* er for tiden bemannet med 20 medarbeidere, fordelt på økonomer og jurister. Seksjonen fører tilsyn med institusjoner med konsesjon til å tilby investeringstjenester. Seksjonen fører således tilsyn med mellommennene eller verdipapirforetakene, samt infrastrukturforetakene som børser og andre regulerte markeder, clearinghus og verdipapirsentraler. Det føres også tilsyn med forvaltningsselskap for verdipapirfond. Seksjonen ivaretar forvaltningsoppgaver knyttet til institusjonene under tilsyn og regelverksutvikling.

Tilliten til markedet er betinget av at useriøse aktører ikke får mulighet til å opptre i markedet over tid. Videre er det viktig å ha et så effektivt tilsyn at Norge ikke fremstår som et attraktivt etableringssted for lite seriøse innenlandske- og utenlandske aktører.

Tilsynet med institusjonene i verdipapirmarkedet er dels dokumentbasert og dels basert på stedlige inspeksjoner. Et viktig mål med tilsyn med foretakene er forbrukerbeskyttelsen. Det føres aktivt tilsyn med at reglene om god forretningsskikk overholdes slik at kunder ikke blir forfordelt, at kundens interesser går foran foretakets interesser, at klientkontoregler følges, m.v. Det har de senere år vært reagert sterkt ved brudd på denne type bestemmelser. I flere tilfeller har foretakenes konsesjon blitt inndratt.

Selv om institusjonstilsynet og atferdstilsynet er delt inn i ulike seksjoner er det nært samarbeid mellom de to seksjonene. Undersøkelser foretatt av atferdstilsynet kan for eksempel avdekke at nærmere bestemte verdipapirforetak er ”overrepresentert” som mellommenn i transaksjoner som krever utredning. Dette kan igjen føre til oppfølging av foretaket via stedlig tilsyn. Samtidig er verdipapirforetakene en av de viktigste kildene til kunnskap når atferdstilsynet foretar sine undersøkelser. Institusjonstilsynet har inngående kjennskap til verdipapirforetakenes organisering og også til det enkelte foretak. Samarbeidet er således av betydning for begge seksjoners arbeid.

Institusjoner under tilsyn har omfattende opplysningsplikt overfor Kredittilsynet. Institusjonene under tilsyn plikter å gi Kredittilsynet ”*alle opplysninger som tilsynet måtte kreve og å la tilsynet få innsyn i og i tilfelle få utlevert til kontroll institusjonens protokoller, registrerte regnskapsopplysninger, regnskapsmateriale, bøker, dokumenter datamaskiner eller annet teknisk hjelpemiddel og materiale som er tilgjengelig ved bruk av slikt hjelpemiddel samt beholdninger av enhver art.*” Se for øvrig under pkt 5.2.2

### **5.2.2 Kredittilsynets kilder til oppdagelse av saker vedrørende kriminalitet i verdipapirmarkedet**

Innspill fra Oslo Børs utgjør en viktig kilde til oppdagelse av saker vedrørende mulige overtredelser av bestemmelser i verdipapirhandelloven. Saker vedrørende brudd på flagge- og

meldeplikt initieres som hovedregel etter oversendelse fra Oslo Børs. Det samme gjelder saker vedrørende markedsmanipulasjon. Manipulasjonssaker er normalt komplekse og det er behov for mye informasjon fra Oslo Børs' handelssystem i forkant av Kredittilsynets undersøkelser.

En rekke saker initieres imidlertid også av Kredittilsynet selv. Kredittilsynet driver således rutinemessige stikkprøvekontroller, særlig i forbindelse med selskaphendelser hvor det kan være potensial for misbruk av innsideinformasjon. I innsidesaker innleder Kredittilsynet ofte undersøkelser etter eget initiativ.

Tips fra publikum, markedsaktører, presseoppslag og henvendelser fra journalister er forhold som bidrar til at det kan bli initiert undersøkelser. Innspill fra medarbeidere i verdipapirforetak er en viktig kilde til informasjon. En relativt ny bestemmelse i verdipapirhandelloven fastslår at den som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter, straks skal rapportere til Kredittilsynet hvis det foreligger rimelig grunn til mistanke om misbruk av innsideinformasjon eller markedsmanipulasjon i tilknytning til slike transaksjoner. Bestemmelsen har medført at Kredittilsynet mottar rapporter fra verdipapirforetak om forhold de oppfatter som mistenkelige. Også gjennom tilsyn med verdipapirforetak har Kredittilsynet avdekket straffbare forhold. I forbindelse med tilsyn i verdipapirforetak innhentes ofte ordre- og omsetningsjournal. Ved å analysere handelsmønstre har det i flere tilfeller blitt avdekket forfordeling av kunder, og dermed brudd på reglene om god forretningsskikk. Gjennom innhenting av data og stedlig tilsyn er det også avdekket straffbare forhold i fondsforvaltningsselskap.

Når en sak først er oppdaget har Kredittilsynet omfattende hjemler til å foreta undersøkelser, se nedenfor under økt 5.2.3. Når saken er ferdig utredet, vil den anmeldes til påtalemyndigheten, avsluttes i Kredittilsynet med en sivilrettslig reaksjon eller legges bort fordi undersøkelsen konkluderer med at ingen overtredelser har skjedd eller muligheten for å føre bevis er begrenset, se nedenfor under pkt. 5.2.4.

### **5.2.3 Kredittilsynets kompetanse i saker vedrørende kriminalitet i verdipapirmarkedet**

Kredittilsynets evne til å undersøke og forfølge brudd på verdipapirlovgivningen, avhenger i stor grad av muligheten til å innhente informasjon fra aktørene i markedet og fra offentlige registre. Kredittilsynet har omfattende hjemler til innhenting av informasjon fra både mellommenn, markeds plasser, utstedere, individuelle aktører og offentlige registre. Gjennom innhenting, bearbeiding og sammenstilling av slik informasjon utredes saken i Kredittilsynet. Utredningene er ofte svært ressurskrevende og stiller krav til sammenstilling av store mengder informasjon fra flere kilder.

Kredittilsynet kan utføre de undersøkelser av *tilsynsinstitusjonenes* stilling og virksomhet man finner nødvendig<sup>16</sup>. For *verdipapirforetak* er plikten ytterligere presisert i verdipapirhandelloven<sup>17</sup>. Her fremgår det at verdipapirforetak og verdipapirforetaks tilknyttede agenter plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som kreves om forhold som

---

<sup>16</sup> Se kredittilsynsloven §§ 1 og 3

<sup>17</sup> Se verdipapirhandelloven § 15-2

angår dets forretning og virksomhet. Foretaket plikter å fremvise og hvis det kreves, utlevere til kontroll oppgaver og lydopptak i henhold til verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 7 og 10-17 og øvrige dokumenter som angår virksomheten. *Regulert marked og selskap i samme konsern* plikter å gi de opplysninger som Kredittilsynet krever om forhold som angår foretakets virksomhet, samt til å fremvise og utlevere til Kredittilsynet dokumentasjon som angår virksomheten<sup>18</sup>. Dersom opplysningsplikten som påhviler institusjonene under tilsyn etter kredittilsynsloven ikke overholdes, kan opplysningsplikten pålegges *den enkelte tillits- og tjenestemann* i verdipapirforetak eller regulert marked. Kredittilsynet kan pålegge verdipapirforetak og regulerte markeder å *sende inn oppgaver og opplysninger på den måten Kredittilsynet bestemmer*, og som tilsynet mener det trenger for å kunne utføre sitt verv<sup>19</sup>. Kredittilsynet har anledning til å kreve opplysninger fra enhver som antas å drive investeringstjenester eller virksomhet som regulert marked *uten tillatelse*<sup>20</sup>. Det vil i medhold av bestemmelsen kunne kreves opplysninger av for eksempel personer som formidler ordre om verdipapirer og andeler i verdipapirfond til verdipapirforetak med tillatelse. Kredittilsynet kan, uten hinder av taushetsplikten, kreve å få de opplysninger som finnes påkrevd fra et *verdipapirregister*, på den måten Kredittilsynet finner hensiktsmessig<sup>21</sup>.

Et *foretak* plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven vedrørende finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket<sup>22</sup>.

*Utsteder av finansielle instrumenter som er børsnotert eller opptatt til handel på et regulert marked*, skal gi Kredittilsynet de opplysninger som anses nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av børsloven vedrørende de finansielle instrumentene<sup>23</sup>. *Medlem i regulert marked samt tillitsvalgt og ansatte hos slikt medlem* plikter å gi Kredittilsynet de opplysninger som Kredittilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av børsloven vedrørende medlemskapet eller deltagelsen i handel på regulert marked.

Verdipapirhandelloven<sup>24</sup> statuerer vidtgående opplysningsplikt overfor Kredittilsynet i saker som gjelder brudd på de generelle atferdsreglene i verdipapirmarkedet. Bestemmelsen gir Kredittilsynet adgang til å pålegge *enhver* å gi opplysninger ved mistanke om overtredelse av verdipapirhandellovens atferdsregler samt børsloven regler om opplysningsplikt for utstedere, herunder fremlegge dokumenter, teknisk lagret informasjon og utskrift fra lagringsmedium. Bestemmelsen gir på visse vilkår unntak fra taushetsplikten i lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 for så vidt gjelder opplysninger om trafikkdata. Det har imidlertid vist seg at bestemmelsen ikke virker tilfredsstillende, se nærmere under pkt 8.2.7. Opplysningsplikten etter bestemmelsen gjelder ikke hvis den som avkreves forklaring eller dokumentasjon som vil kunne utsette seg for straff eller straffelignende sanksjon (selvinkriminering).<sup>25</sup> Opplysninger innhentet i medhold av bestemmelsen kan kun benyttes i den sak de er innhentet for.

---

<sup>18</sup> Se børsloven § 45 første ledd

<sup>19</sup> Se kredittilsynsloven § 4 nr. 3

<sup>20</sup> Se kredittilsynsloven § 4 a

<sup>21</sup> Se verdipapirhandelloven § 15-2 fjerde ledd

<sup>22</sup> Se verdipapirhandelloven § 15-2 fjerde ledd.

<sup>23</sup> Se børsloven § 45 tredje ledd

<sup>24</sup> Se verdipapirhandelloven § 15-3

<sup>25</sup> Omfanget selvinkrimineringsvernet etter bestemmelsen er behandlet i en kjennelse fra Borgarting Lagmannsrett av 15. mars 2007. Kjennelsen er påkjært til Høyesterett.



Bestemmelsen kommer tilsvarende til anvendelse hvor Kredittilsynet anmodes av en annen stats myndighet som fører tilsyn som nevnt i kredittilsynsloven, om å innhente opplysninger på bakgrunn av mistanke om tilsvarende overtredelse av vedkommende stats lovgivning.

I saker som gjelder brudd på de generelle atferdsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 3 har Kredittilsynet rett til å foreta en rekke nærmere bestemte tiltak for å sikre bevis<sup>26</sup>. Retten kan benyttes hvor det er rimelig grunn til å anta at bestemmelsene i verdipapirhandelloven kapittel 3 er overtrådt, eller det er nødvendig for å oppfylle Norges avtaleforpliktelse overfor annen stat. Begjæring om adgang til bevissikring krever rettslig kjennelse. Begjæringen fremsettes for tingretten. Tiltakene er blant annet rett til adgang til lokaler, eiendommer og andre oppbevaringssteder, adgang til bolig samt å ta med ting. Kredittilsynet har også som ledd i sitt tilsynsarbeid anledning til å kreve bevisopptak ved domstolen<sup>27</sup>. Plikten til å la seg avhøre ved domstolene etter Kredittilsynsloven er uavhengig av om vedkommende har en direkte opplysningsplikt overfor Kredittilsynet.

#### 5.2.4 Ferdigstillelse av en sak i Kredittilsynet, anmeldelse og sivilrettslige reaksjoner

En undersøkelse basert på virkemidlene over kan lede til at saken legges bort fordi det undersøkte forhold er funnet i orden, eller Kredittilsynet ikke har lyktes med å avklare de faktiske forhold i tilstrekkelig grad til at det er mulig å konstatere brudd på regelverket. Undersøkelsen kan videre lede til en reaksjon fra Kredittilsynets side. En slik reaksjon vil enten være anmeldelse til påtalemyndigheten eller en sivilrettslig reaksjon, for eksempel konsesjonsinndragning, eller begge deler. I mindre alvorlige saker, i første rekke ved brudd på meldeplikten, kan det også reageres med advarsler.

Overtredelse av verdipapirhandellovens regler er *straffesanksjonert*.<sup>28</sup> Det samme gjelder overtredelse av børsloven.<sup>29</sup> Når Kredittilsynets undersøkelser i tilstrekkelig grad indikerer at straffesanksjonerte regler er brutt vil dette normalt avstedkomme *anmeldelse* enten til Økokrim eller til lokal politimyndighet. Sakens art og alvorlighetsgrad påvirker hvor anmeldelsen sendes.

Regler om *vinningsavståelse* finnes i verdipapirhandelloven § 14-2. Dersom det er oppnådd vinning ved en uaktsom eller forsettlig overtredelse av nærmere angitte bestemmelser, kan Kredittilsynet pålegge *den som vinningen er tilfalt*, helt eller delvis å avstå denne. Dette gjelder også når den som vinningen tilfaller, er en annen enn lovovertrederen. Bestemmelsen omfatter både personer og selskaper og retter seg dermed mot *enhver*. Dersom størrelsen av vinningen ikke kan godtgjøres, fastsettes beløpet skjønnsmessig. Beslutning om vinningsavståelse anses ikke som enkeltvedtak etter forvaltningsloven. Dersom vinningsavståelsen ikke vedtas, kan Kredittilsynet innen tre måneder etter utløpet av vedtaksfristen reise sak mot vedkommende etter lov om rettergangsmåter for tvistemål.

Adgangen til å gi pålegg om vinningsavståelse ble overført fra Økokrim til Kredittilsynet i 2000. I Ot.prp. nr 80 (2000-2001) s. 40 uttalte departementet:

---

<sup>26</sup> Se verdipapirhandelloven § 15-5 første ledd

<sup>27</sup> Se kredittilsynsloven § 5 og domstolsloven § 44

<sup>28</sup> Se verdipapirhandelloven § 17-3

<sup>29</sup> Se børsloven § 48

”Med tanke på at forelegg om vinningsavståelse etter verdipapirhandelloven er ment som en sivilrettslig sanksjon som alternativ til staff bør kompetansen etter departementets syn ikke nødvendigvis tilligge et organ som utgjør en del av påtalemyndigheten. Etter departementets syn vil pålegg om vinningsavståelse kunne være en mer effektiv sanksjon dersom kompetansen legges til Kredittilsynet, noe som igjen vil kunne bedre tilliten til verdipapirmarkedet.

Departementet er enig med Kredittilsynet i at hensynet til lovovertræderens rettssikkerhet er ivaretatt ved at vedkommende kan nekte å vedta vinningsavståelsen, slik at Kredittilsynet må bringe saken inn for domstolene dersom tilsynet fortsatt ønsker å forfølge saken.”

Adgangen til å ilegge vinningsavståelse ble ikke benyttet av Økokrim. Dette berodde på at reglene om inndragning i straffeloven overlapper bestemmelsene om vinningsavståelse. Kredittilsynet har så langt benyttet adgangen i to tilfeller. I begge tilfellene ble så vel de subjektive som objektive straffbarhetsvilkårene ansett oppfylt, men forhold av subjektiv art gjorde at vinningsavståelse ble ansett som den mest passende reaksjonsformen. I de to tilfellene Kredittilsynet har ilagt vinningsavståelse har vurderingen vært at overtredelsen har vært uaktsom og gevinsten har vært mindre. Ved vurderingen av om vinningsavståelse skal benyttes ses det også hen til den anstrengte ressursituasjon hos Økokrim og eventuell tvil om oppfølging av saken hos de lokale politidistriktene. Når vinningsavståelse først er ilagt anmeldes ikke saken til påtalemyndigheten.

Pålegg om retting og tilbakekall av tillatelse er reaksjoner som retter seg mot de konsesjonspliktige *institusjonene som virker i verdipapirmarkedet*. Virkemidlene er av sentral betydning for Kredittilsynets evne til å påse at institusjonene i verdipapirmarkedet holder betryggende standard og dermed bidrar til tilliten til markedet. Det samme gjelder bestemmelsen i kredittilsynsloven som fastslår at Kredittilsynet kan pålegge foretak som ikke har nødvendig tillatelse til å drive virksomhet i verdipapirmarkedet å stanse virksomheten. Slik virksomhet er for øvrig straffbar og et pålegg fra Kredittilsynet vil dermed kunne følges opp med en anmeldelse.

### **5.3 Økokrim**

I henhold til påtaleinstruksen § 35-1 har Økokrim følgende rolle: *”Den sentrale enhet for etterforskning og påtale av økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet – Økokrim – er riksdekkende etterforsknings – og påtaleorgan for brudd på straffebestemmelser om økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet. Innen sitt område kan enheten overta sak fra lokal påtalemyndighet og påbegynne etterforskning av eget tiltak.*

Økokrim er både et særorgan i politiet og et statsadvokatembete med nasjonal myndighet. Økokrim er administrativt og budsjettmessig underlagt Politidirektoratet. Når det gjelder straffesaksbehandlingen, er Økokrim underlagt Riksadvokaten.

Hovedformålet med opprettelsen av Økokrim i 1989 var å styrke politiets evne til å bekjempe alvorlig økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet. Økokrims overordnede mål i dag er i størst mulig grad å bidra til allmennprevensjon og sikre lovlydighet på enhetens ansvarsområder. Dette søkes primært oppnådd gjennom konkrete straffesaker, men Økokrim ser også andre aktører som sentrale i den samlede produksjonen av allmennprevensjon innenfor enhetens ansvarsområder.

Økokrim etterforsker og irettfører store, komplekse, mer alvorlige og/eller prinsipielle saker som gjelder økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet. Flere av sakene har forgreininger til

utlandet. Foruten å håndtere straffesaker skal Økokrim bistå stedlig politi, virke for å styrke kompetansen lokalt, drive kriminaletterretning og i samarbeid med Justisdepartementet ha ansvar for internasjonalt samarbeid, alt innenfor sine ansvarsområder, jf påtaleinstruksen § 35-10.

Kjernevirksomheten ved Økokrim drives av tverrfaglige team med særansvar for angitte kriminalitetsområder, slik som Korrupsjonsteamet, Konkursteamet, Bedrageriteamet, skatte- og avgiftsteamet, Miljøteamet mv. Enhetens ansvar for mottak og håndtering av rapporter om mistenkelige transaksjoner følges opp ved Enheten for finansiell etterretning. En vesentlig del av Økokrims bistand til lokalt politi ytes gjennom Bistandsteamet, men også andre team yter slik bistand.

I motsetning til politidistriktene, treffer Økokrim selv beslutning om en sak skal tas inn og etterforskes ved enheten. Beslutningen treffes av Økokrim-sjefen. Ved avgjørelsen skal det særlig legges vekt på etterforskningens omfang, sakens kompleksitet og dens økonomiske størrelse, hvorvidt saken har forgreininger til utlandet, og sakens prinsipielle karakter, jf påtaleinstruksen § 35-4.

Følgende formuleringer fra Økokrims skriftlige beslutninger om saksinntak i den senere tiden gir en noe utfyllende beskrivelse av hvilke kategorier saker som prioriteres ved enheten:

*”Når det gjelder økonomiske straffesaker, skal enhetens begrensede ressurser først og fremst settes inn mot overtredelser av bredere samfunnsmessig betydning. Eksempler her er alvorlige brudd på offentligrettslig reguleringslovgivning, som skatte- og avgiftsunndragelser, verdipapirkriminalitet og brudd på konkurranseregler. Andre prioriterte områder vil være korrupsjon, alvorlige bedragerier overfor en større krets av personer eller offentlige støtteordninger, større konkurssaker og hvitvasking av utbytte fra straffbare handlinger. Når det gjelder strafforfølgning mot enkeltpersoner, bør den forventede straffereaksjonen som hovedregel være ubetinget fengsel. Saker som i hovedsak dreier seg om sivilrettslige tvister og hvor erstatning ofte fremstår som en adekvat reaksjon, faller utenfor de prioriterte områdene. Dessuten ønsker vi å ha en variert og sammensatt saksportefølge hvor de fleste hovedkategoriene av økonomisk kriminalitet er representert.”*

Økokrim er organisert slik at alle viktige delområder innen økonomisk kriminalitet er dekket. Og Økokrim-sjefens syn er at enheten bør vær aktiv og synlig på alle områder hele tiden. Formålet med straffesaker er først og fremst å sende ut et signal til allmennheten om at det er forbundet med en strafferisiko å overtre reglene. Dersom enheten i en periode skulle prioritere ett område, ville det samtidig innebære en nedprioritering av noe annet. Et signal utad om at visse typer økonomisk kriminalitet er nedprioritert, ville kunne svekke den allmennpreventive effekten på dette eller disse områdene. I tillegg vil i praksis ressurs hensyn spille inn: Generelt er arbeidet med store økonomiske straffesaker svært ressurskrevende. Økokrim har mulighet til å etterforske bare et relativt lite antall saker; det er liten mening i å ta inn saker som enheten ikke får avgjort innen rimelig tid.

Siden 2000 har Økokrim hatt et eget team med særansvar for å etterforske og irettføre verdipapirstraffesaker, Verdipapirteamet. Teamet ble opprettet på eget initiativ fra Økokrims ledelse. Bakgrunnen var et ønske om økt fokus på bekjempelse av verdipapirkriminalitet og utvikling av særkompetanse i Økokrim på området. Etter Økokrims syn er forståelse av verdipapirmarkedet og tverrfaglig samarbeid en forutsetning for etterforskning og irettføring av kompliserte verdipapirsaker.

Verdipapirteamets ansvarsområde er etterforskning og iretteføring av verdipapirkriminalitet, herunder straffesaker som gjelder børsnoterte instrumenter, instrumenter notert på andre markedsplasser og unoterte instrumenter. Området omfatter faktiske forhold som rammes av verdipapirhandelens straffesanksjonerte regler og andre særlover (for eksempel verdipapirfondloven) samt straffeloven. Verdipapirteamet består i dag av en førstestatsadvokat (teamleder), en politiadvokat, tre etterforskere med økonomifaglig bakgrunn (herunder en etterforsker med markedserfaring) og en etterforsker med politifaglig bakgrunn med tillegg av noe økonomi samt ½ teamkonsulentstilling.

Som det fremgår er verdipapirkriminalitet bare ett av mange kriminalitetsområder som faller under Økokrims ansvarsområde, og bare et begrenset antall straffesaker om økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet tas inn og håndteres ved Økokrim. Flertallet av slike saker håndteres lokalt i de 27 politidistriktene. Siden 2005 har alle politidistrikter egne økoteam som behandler saker om økonomisk kriminalitet.

### **5.3.1 Økokrims rolle og oppgaver**

Økokrims virksomhet i forhold til verdipapirmarkedet er som nevnt lagt til Verdipapirteamet. Det forekommer at også andre team ved Økokrim har befatning med forhold relatert til verdipapirmarkedet, men da først og fremst fordi saker som har tyngdepunkt i disse teamenes ansvarsområder, også inneholder verdipapirrettslige forhold.

Teamets strategi var innledningsvis å håndtere også mindre saker som gjaldt mulig overtredelse av meldeplikt- og flaggepliktreklene. Bakgrunnen var først og fremst et ønske om å bruke ressurser på å bygge opp kompetanse på området. Disse sakene anmeldes nå i all hovedsak fra Kredittilsynet til de lokale politidistrikter. Teamets strategi er i dag, og har vært de siste årene, fokus på kjernebestemmelsene i verdipapirhandelens, dvs reglene om misbruk av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon.

Etterforskning og iretteføring av straffesaker er utførlig regulert i straffeprosessloven og påtaleinstruksen. Loven gir på angitte vilkår adgang til bruk av en rekke tvangsmidler som utleveringspålegg, ransaking, beslag, pågripelse og varetektsfengsling. På den andre siden har påtalemyndigheten en objektivitetsplikt, mistenkte har krav på kontradiksjon, og påtalemyndigheten har en særlig streng bevisbyrde (bortenfor rimelig tvil). Etterforskningen skal munne ut i et påtalevedtak som enten kan være negativt (henleggelse) eller positivt (tiltale, forelegg eller påtaleunntakelse). For positivt påtalevedtak krever god påtaleskikk at påtaleansvarlig må være overbevist om at mistenkte er skyldig, og om at domstolen vil komme til samme konklusjon.

Økokrims overordnede mål er som nevnt å bidra til best mulig allmennprevensjon. Dette er også styrende for vurderingene av hvilke saker som skal tas inn ved enheten. Før Økokrim-sjefen treffer beslutning om inntak eller avvisning av en sak, vil i praksis det berørte teamet komme med sin tilråding. Hovedhensynet bak Verdipapirteamets tilråding i slike tilfeller vil også være hensynet til best mulig allmennprevensjon på området. Teamet utarbeider hvert år en aktivitetsplan som tar utgangspunkt i kriteriene angitt i påtaleinstruksen (gjengitt ovenfor). I tillegg trekker teamet inn strategiske hensyn ved avgjørelsen av hvilke typer saker som anses som allmennpreventivt viktige på teamets område på det aktuelle tidspunkt og i den aktuelle fasen i rettsutviklingen. Ved vurderingen av hvilke saker som vil gi best mulig

allmennprevensjon er utgangspunktet at teamet vil velge saker som kan lede til domfellelse. Videre søker teamet å ta i betraktning hva de andre organene i kontrollkjeden (Oslo Børs og Kredittilsynet) og markedsaktørene anser som viktig at Økokrim beskjeftiger seg med og som av disse antas å føre til god allmennprevensjon.

I og med at verdipapirkriminalitet er et relativt ungt rettsområde, særlig hva gjelder rettspraksis, ser Økokrim det som viktig å ha et strategisk syn i forhold til allmennprevensjon på området. Som nevnt startet Verdipapirteamet med å prioritere formalovertredelser som meldeplikt- og flaggepliktlovertredelser. Hovedfokus ble så flyttet til kjernebestemmelsene i verdipapirhandelloven; misbruk av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon. Strategien var å bygge opp rettspraksis særlig innenfor området misbruk av innsideinformasjon for på den måten å oppnå best mulig allmennprevensjon gjennom domfellelser. Økokrim anser at enheten er godt i gang med dette arbeidet.

Økokrim skal som nevnt i følge påtaleinstruksen behandle prinsipielle saker. I dette ligger at enheten skal etterforske og iretteføre enkelte saker der dommene vil bidra til rettsavklaring. Imidlertid følger det som nevnt av god påtaleskikk at påtaleansvarlig for å ta ut tiltale må være overbevist over siktedes straffeskyld og han må være av den oppfatning at straffeskylden kan bevises i retten. Enheten skal behandle prinsipielle saker, men bare innenfor rammene av denne doble standarden. Standarden, sett i sammenheng med det grunnleggende kravet til forutberegnelighet som gjelder på strafferettens område, gjør at Økokrim allerede på tidspunktet for saksinntak vil måtte vurdere om det aktuelle uavklarte rettsspørsmålet kan og bør avklares på en annen måte enn ved straffesak, for eksempel gjennom rundskriv.

På dagens stadium i rettsutviklingen, hvor det foreligger et antall dommer på området, er det naturlig å vurdere prioritering også av andre typer saker enn dem som har blitt etterforsket og iretteført de siste årene. Dette kan for eksempel gjelde saker med andre typer aktører involvert eller saker med andre typer rettslige grunnlag.

Økokrim påstår alltid inndragning av utbytte i medhold av straffelovens inndragningsregler, eventuelt utferdiger inndragningsforelegg, der det er grunnlag for inndragning. I utgangspunktet gjelder de samme beviskrav for inndragning som for straffansvar. Etter strl § 34 "skal" man inndra "utbytte av en straffbar handling". Det avgjørende vil følgelig være hvorvidt det foreligger "utbytte" av en straffbar handling. Utgangspunktet er at det skal foretas brutto inndragning av det konkrete utbyttet, jf § 34. "Kan størrelsen av utbyttet ikke godtgjøres, fastsetter retten beløpet skjønnsmessig", jf § 34 annet ledd.

I saker om misbruk av innsideinformasjon vil det i alminnelighet foreligge et "utbytte" av en straffbar handling i form av gevinst eller unngått tap i tilknytning til børsmelding og tilknyttet kursendring i den aktuelle aksjen. Gevinstens størrelse vil da kunne utregnes ut fra de enkelte transaksjonene. I enkelte tilfeller vil det imidlertid være vanskelig å regne ut den konkrete gevinsten/tapet, for eksempel hvis man har foretatt et kjøp like i forkant av en positiv børsmelding, men selger først lenge etter meldingen. Domstolene vil i så fall kunne beslutte inndragning av et skjønnsmessig beløp. Slike tilfeller har foreløpig ikke kommet for retten.

I saker som gjelder for eksempel lekkasje eller tilskyndelse, kan det være aktuelt å inndra utbyttet hos den som det er lekket til eller som er tilskyndet. Inndragningsreglene krever som hovedregel ikke subjektiv skyld. Derfor kan man inndra utbyttet hos den som har handlet i tilfellene foran selv om vedkommende ikke selv er domfelt for misbruk av innsideinformasjon. Økokrim har inndratt utbytte i slike tilfeller.

I saker som gjelder markedsmanipulasjon, vil det i de mer komplekse tilfellene kunne være vanskelig å fastsette et konkret utbytte. Også i saker om formalovertridelser, vil det kunne være vanskelig å fastsette et konkret utbytte, for eksempel ved overtridelse av flaggeplikten.

Foruten å etterforske og iretteføre egne straffesaker, driver Økokrim som nevnt også kriminaletterretning. Men etterretning er ikke særskilt prioritert i Økokrim. Enheten mottar imidlertid tips fra publikum som kan lede til at etterforskning iverksettes eller at tilsynsmyndigheten koples inn. Dette gjelder også på verdipapiriområdet.

Endelig søker Økokrim å gjøre sin erfaringsbaserte kunnskap om økonomisk kriminalitet tilgjengelig på arenaer hvor det anses som hensiktsmessig, ikke minst overfor bransjeaktører. Dette gjelder også for Verdipapirteamet, som i noen utstrekning gir foredrag mv og ellers har en dialog med meglerbransjen.

## **6 Internasjonalt samarbeid**

### **6.1 Oslo Børs` internasjonale roller**

#### **6.1.1 Oslo Børs rolle i Norden**

Oslo Børs har en rolle som kompetansesenter for overvåking i Norden. Overvåkingssystemet, Smarts, opprinnelig utviklet i Australia, leveres som en overvåkingstjeneste fra Oslo Børs til øvrige børser i OMX-sfæren; Stockholm, København, Helsingfors, Reykjavik og Tallin. Riga og Vilnius vil bli med i samarbeidet fra våren 2007. I tjenesten ytes i tillegg til systemleveransen, løpende systemendringer, alarmproduksjon og tilpasning av eksisterende alarmer. I den totale alarmportefølje er det i dag over 150 alarmer. Alarmene fungerer individuelt for hvert enkelt notert papir, og gir utslag ved unormal aktivitet. Alarmporteføljen i Norden holder høyt internasjonalt nivå.

#### **6.1.2 Internasjonalt børssamarbeid**

Oslo Børs er medlem av Intermarket Surveillance Group (ISG) et nettverk mellom børser for samarbeid på overvåkingssiden. Hensikten er å bistå hverandre med overvåking over landegrensene samt å utveksle informasjon med tanke på å oppdatere hverandre på internasjonal utvikling. Det utveksles kun informasjon til kontrollformål. Deltakelse i slikt børssamarbeid er i Norge regulert i egen forskrift. Det internasjonale samarbeidet er effektivt, og har avdekket internasjonal kriminalitet ved flere anledninger. ISG gir Oslo Børs løpende mulighet til å sammenligne seg med markedsplasser internasjonalt og er således viktig av strategiske grunner. I tillegg er ISG et viktig forum for å diskutere overvåkingstrender. Slike trender viderefremmes til kontrollkjeden når det oppstår utvikling internasjonalt som kan ha eller få betydning i det norske markedet. Alle amerikanske børser er medlem i ISG, i tillegg nevnes London, Euronext og Frankfurt og Stockholm.

## 6.2 Samarbeid mellom offentlige tilsynsmyndigheter

Markedsmisbruksdirektivet legger opp til utstrakt samarbeid mellom EØS-statenes tilsynsmyndigheter. I fortalen til direktivet heter det at ”Økt virksomhet over landegrensene krever bedre samarbeid og omfattende bestemmelser om utveksling av opplysninger mellom vedkommende nasjonale myndigheter. Organiseringen av tilsynet og av undersøkelsesmyndigheten i den enkelte medlemsstat bør ikke være til hinder for samarbeidet mellom vedkommende nasjonale myndigheter”. De nærmere reglene om samarbeid følger av direktivet hvor det blant annet heter at ”Vedkommende myndigheter skal samarbeide når det er nødvendig for at de skal kunne utføre sine oppgaver og utøve den myndighet de har i henhold til dette direktiv eller nasjonal lovgivning. Vedkommende myndigheter skal bistå vedkommende myndigheter i andre medlemsstater. De skal særlig utveksle opplysninger og samarbeide om undersøkelser.”

Sentralt i tilsynsarbeidet er utveksling av informasjon. I tillegg gir direktivet detaljerte bestemmelser om etterforskning, bistand, rapportering mellom tilsynsorganene, tvisteløsning mv. Direktivet krever at relevante opplysninger skal innhentes av et lands tilsynsorgan hvis et annet medlemslands tilsynsmyndigheter ber om dette. Det heter videre at en medlemsstats tilsynsorgan skal iverksette etterforskning av antatte markedsmisbrukstilfeller, på anmodning fra et annet medlemslands tilsynsmyndighet.

Unntaket fra samarbeidsplikten foreligger i korte trekk når slik undersøkelse kan være til skade for suverenitet, sikkerhet eller offentlig orden i den berørte medlemsstat, eller dersom det allerede er innledet rettergang for de samme forhold og mot de samme personer ved den berørte medlemsstats myndigheter, eller dersom disse personer allerede har fått en endelig dom for de samme forhold i den berørte medlemsstat.

Som følge av at forpliktelsene om samarbeid i direktivet i all hovedsak ikke retter seg mot borgere direkte, men er folkerettslige forpliktelser som retter seg mot medlemsstatene ved tilsynsmyndighetene, har det ikke vært behov for omfattende lovendringer i forbindelse med gjennomføringen av direktivet. Etersom Norge er forpliktet til å innhente opplysninger på bakgrunn av en anmodning fra et tilsynsorgan fra et annet EØS-land er det imidlertid inntatt en presisering i verdipapirhandelloven<sup>30</sup> om at opplysningsplikten gjelder tilsvarende ved slik anmodning.

Kredittilsynet deltar i CESRs faste operative arbeidsgruppe, CESR-Pol. Organet har et særlig ansvar for å effektivisere samarbeidet mellom medlemsstatene og foreslå tiltak som kan lette informasjonsutvekslingen statene imellom. For å gjøre CESR-Pol ennå mer operativ ble det i 2005 opprettet en Surveillance and Intelligence gruppe. Tanken har vært at denne gruppen skal utveksle erfaringer knyttet til mer praktiske emner som oppstår i den daglige tilsynsarbeidet, eksempelvis arbeidsmetoder, erfaringer med ulike typer markedsmisbruk, etc.

Utover direktivforpliktelsen som nevnt over har medlemslandene undertegnet en multilateral Memorandum of Understanding ”CESR MoU” som legger grunnlaget for et tett samarbeid.

---

<sup>30</sup> Se verdipapirhandelloven § 15-3 fjerde ledd

Også verdipapirhandeldirektivet gir omfattende regler om samarbeid mellom kompetente myndigheter i de forskjellige statene.

Kredittilsynet har i flere år vært medlem av International Organization of Securities Commissions ("IOSCO"), og ble etter å ha gjennomført markedsmisbruksdirektivet i norsk rett godkjent som signatar til "Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information" i november 2006. Avtalen regulerer samarbeid, konsultasjon og utveksling av informasjon som er nødvendig for å overholde og håndheve signatarlandenes lover og regler innenfor verdipapirhandels- og derivatmarkedet. Flere av landene som er tatt opp som signatarer til avtalen er også tilsluttet CESR-MoUen omtalt over, slik at avtalen har størst praktisk betydning for Norges samarbeid med land utenfor EU.

Kredittilsynet har også inngått bilaterale avtaler med amerikanske og kinesiske verdipapirtilsynsmyndigheter om samarbeid og utveksling av informasjon.

### **6.3 Økokrim**

Norsk straffejurisdiksjon er regulert i straffeloven § 12. Etter den praktisk viktigste regelen i § 12 nr 1 får norsk straffelov og straffebestemmelser i særlovgivningen, herunder verdipapirhandelloven, anvendelse på handlinger som er foretatt "i riket". Når straffbarhet avhenger eller påvirkes av en inntråd eller tilsiktet virkning, anses handlingen som foretatt i Norge såfremt virkningen er inntråd eller tilsiktet fremkalt her, jf § 12 siste ledd.

Overtredelser relatert til handel i aksjer som er notert eller sidenotert på Oslo Børs, vil i alminnelighet anses som foretatt her og dermed kunne strafforfølges i Norge, uavhengig av hvor ordren er lagt inn og hvilken nasjonalitet overtrederen har. Overtredelser som ikke er relatert til handel, for eksempel tilskyndelse til innsidehandel, vil også etter omstendighetene kunne anses som foretatt i Norge selv om handlingene til dels ble utført i et annet land. Disse spørsmålene er imidlertid ikke prøvd for norske domstoler.

#### **6.3.1 Etterforskning og bevisopptak i andre land til bruk i norsk straffesak**

Straffehåndheving innebærer at det offentlige bruker makt i utstrakt grad. På strafferettens område gjelder derfor suverenitetsprinsippet; norsk politi og påtalemyndighet har ikke jurisdiksjon i andre land. Økokrim gjennomfører ikke sjelden etterforskningsskritt i utlandet i samsvar med de konvensjoner eller folkerettslige prinsipper som gjelder for samarbeidet med det land der etterforskningen foretas, også i saker som gjelder verdipapirkriminalitet. I praksis dreier det seg for eksempel om ransaking, avhør/bevisopptak og utlevering av dokumenter fra kredittinstitusjoner. Økokrim utformer i slike tilfeller en rettsanmodning som sendes via offisielle kanaler og som så behandles etter nasjonale straffeprosessuelle regler i landet der etterforskningen skal foretas. Som hovedregel gjelder et krav om dobbel straffbarhet, dvs at den mulig straffbare handling også er straffbar etter det aktuelle lands rett. Beslutter vedkommende land å imøtekomme Økokrims rettsanmodning, blir de aktuelle etterforskningsskrittene gjennomført av lokal politi- eller påtalemyndighet i samsvar med gjeldende nasjonale regler. Ved ransaking og avhør/bevisopptak vil representanter fra Økokrim ofte være til stede.



Det tar gjennomgående flere måneder, opptil år, å få utført etterforskningskritt i henhold til rettsanmodninger. Etterforskning i utlandet er for så vidt et kompliserende og forsinkende element i en straffesak, selv om det er store variasjoner fra land til land mht saksbehandlingstid. Det har i nyere tid kommet til instrumenter som har til formål å effektivisere internasjonal rettshjelp i straffesaker, f.eks Schengenkonvensjonen som til en viss grad letter arbeidet i forhold til landene som har tiltrådt konvensjonen. Men hovedbildet er fortsatt at utenlandsetterforskning virker klart forsinkende på saken.

Utlevering av norske borgere som befinner seg i utlandet når straff mot dem skal fullbyrdes, reguleres av de konvensjoner og utleveringsavtaler som gjelder mellom Norge og det aktuelle land.

### **6.3.2 Internasjonalt samarbeid utenom sak**

Økokrim deltar i flere internasjonale fora for politi- og påtalemessig håndtering av økonomisk kriminalitet. Formålene med slike fora er å utveksle og utvikle erfaringer og kunnskap om kriminalitetsutvikling, metoder m.v. mellom de deltakende landene. Økokrims Verdipapirteam har i løpet av de siste årene deltatt på arbeidsseminarer, og utviklet uformelle kontakter, med fagmiljøene som håndterer verdipapirstraffesaker i hhv Bagmandspolitiet i Danmark og Ekobrottsmyndigheten i Sverige. Denne skandinaviske kontakten ivaretar også et økende behov for orientering om utviklingen i andre lands rettspraksis innenfor feltet.

## **7 Dagens samarbeid mellom Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim**

### **7.1 Samarbeidet mellom Oslo Børs og Kredittilsynet**

Kredittilsynet og Oslo Børs har inngått avtale om markedsovervåkning, kalt "Retningslinjer for samarbeid mellom Kredittilsynet og Oslo Børs", opprettet i 1991. Retningslinjene er revidert, sist gang i 2001 i forbindelse med ikrafttredelse av ny børslov. Etter endringene i børsloven i 2001 forutsettes børser å få en løsere tilknytning til offentlig forvaltning ved at de skal drive etter ordinære forretningsmessige prinsipper i form av allmennaksjeselskap. Kredittilsynet er i tillegg tillagt ansvaret for tilsyn med børser.

Børser har imidlertid, i kraft av sin konsesjon, *lovpålagte plikter knyttet til utførelsen av virksomheten*. Det følger således av børsloven at "Regulerte markeder skal overvåke transaksjoner på markedet med sikte på å avdekke brudd på relevante lover og regler, markedets egne regler og rettsstridige handelsforhold."<sup>31</sup> Av forskrift om markedsovervåkning fremgår det at børser skal gi Kredittilsynet melding ved mistanke om brudd på relevante lover og regler.<sup>32</sup> Visse kontroll- og tilsynsoppgaver er midlertidig delegert til Oslo Børs, for eksempel prospektkontrollen.

---

<sup>31</sup> Se børsloven § 27 første ledd

<sup>32</sup> Se forskrift 30. mars 2001 nr. 319 om markedsovervåkning § 4

I retningslinjene for samarbeidet mellom Oslo Børs og Kredittilsynet heter det:

*”Kredittilsynet og Oslo Børs ASA ... har imidlertid som siktemål å fortsette det etablerte samarbeidet også under den nye børslov. Det legges til grunn at et fortsatt samarbeid vil være en viktig forutsetning for at institusjonene skal kunne utføre sine lovpålagte oppgaver på en tilfresstillende måte.”*

Den nye børsloven og verdipapirhandeloven innebærer, slik utvalget ser det, ingen endringer som medfører at samarbeidsavtalen ikke kan videreføres, selv om ny lovgivning innebærer at enkelte oppgaver overføres fra Oslo Børs til Kredittilsynet. Det vil imidlertid være naturlig å gjennomgå avtalen med henblikk på mulig revisjon etter at ny lovgivning og relevante forskrifter er på plass.

I gjeldende retningslinjer for samarbeid legges det til grunn at det overordnede mål for begge institusjoner er å sikre at handel med verdipapirer og andre finansielle instrumenter i de markedene som drives av Oslo Børs, skjer i henhold til vedtatte lover, forskrifter, handelsregler og forretningsvilkår, og på en slik måte at eksisterende og potensielle markedsaktører opplever markedene som veldrevne, rettferdige og tillitvekkende. For å bedre ressursutnyttelsen og effektivisere tilsynsarbeidet er det laget en praktisk arbeidsdeling på områder som ligger innenfor begge institusjonenes arbeidsområder. I tillegg inneholder retningslinjene generelle prinsipper for samarbeid og omhandler blant annet taushetsplikt og utveksling av informasjon mellom partene, forholdet til påtalemyndigheten, forholdet til media og kontakt mellom institusjonene. Retningslinjene fastslår at det skal være jevnlig kontaktmøter mellom partene på ledernivå. Det avholdes i tillegg møter på saksbehandlernivå i et eget ”overvåkningsutvalg”.

Det følger av retningslinjene at Oslo Børs foretar initielle undersøkelser av om bestemmelser vedrørende innsideinformasjon, kursmanipulasjon, urimelige forretningsmetoder, meldeplikt og flaggeplikt er overholdt. Mistanker om brudd på bestemmelsene som avdekkes av Oslo Børs oversendes etter avtalen Kredittilsynet ”på en lav terskel” for nærmere utredning og eventuell sanksjonering eller anmeldelse. På saksbehandlernivå er det i praksis daglig kontakt vedrørende saker som undersøkes.

Retningslinjene omhandler ikke forhold som gjelder Kredittilsynets tilsyn med Oslo Børs` virksomhet. Denne oppgaven er, for å unngå rolleblanding, lagt til en annen organisatorisk enhet i Kredittilsynet.

## **7.2 Samarbeidet mellom Kredittilsynet og Økokrim**

Det foreligger ingen skriftlig nedfelte samarbeidsrutiner mellom Økokrim og Kredittilsynet. I praksis er det imidlertid nært samarbeid også mellom disse institusjonene, med utgangspunkt i de lover og regler som gjelder for institusjonenes arbeid.

Kredittilsynet og Økokrim har kontaktutvalgsmøter to ganger i året på ledernivå. Temaene i møtene er blant annet status i saker som er oversendt fra Kredittilsynet og nye saker som vurderes oversendt. På saksbehandlernivå er det ingen formaliserte regelmessige møter. I praksis er det imidlertid god og hyppig kontakt mellom saksbehandlerne hos Økokrim og Kredittilsynet. Det er både telefonisk kontakt og møter i forbindelse med oversendelse av saker fra Kredittilsynet til Økokrim.

Når Kredittilsynet arbeider med kontrollsaker vil Kredittilsynet normalt orientere/konsultere Økokrim i saker hvor det foreligger forhold som indikerer alvorlige overtredelser eller som fremstår som spesielle. Ofte avholdes møter hvor Kredittilsynets presenterer saken. Økokrim kommer med synspunkter på om saken synes egnet for oversendelse. Hvis saken vurderes som egnet for Økokrim vil det foretas en felles vurdering av hva Kredittilsynet kan gjøre videre i saken. Det legges vekt på eventuell fare for bevisforspillelse, og på hvilket stadium den egner seg for oversendelse. Vurderinger av fare for bevisforspillelse gjøres kontinuerlig etter hvert etterforskningsskritt i samråd mellom institusjonene. I noen tilfeller kan det ikke konstateres åpenbar mistanke om brudd på verdipapirhandelloven i en tidlig fase av saken. I slike saker vil Kredittilsynet ved sine undersøkelser kontinuerlig vurdere om mistanken blir styrket eller om den blir avkrefte. Dersom undersøkelsene styrker mistanken om overtredelse kontaktes Økokrim. I den grad tilbakemeldingen fra Økokrim er at saken ikke kan prioriteres vil det lokale politidistrikt bli kontaktet.

Det er også kontakt i det videre saksarbeidet. Når saken er oversendt og påbegynt i Økokrim diskuteres de videre funnene på uformell basis. I enkelte saker vil Økokrim innhente dokumentasjon som Kredittilsynet bistår med å gjennomgå og analysere. Når Økokrim benytter tvangsmidler, eksempelvis ransakning og beslag bistår ofte Kredittilsynet med sine saksbehandlere. Dette anses hensiktsmessig idet en da kan benytte personell som kjenner saken og dermed har et bedre utgangspunkt for å vurdere betydningen av dokumentasjon som gjennomgås. Denne fasen gjennomføres under ledelse av Økokrim. Saksbehandlere fra Kredittilsynet vil videre ofte delta i avhør av vitner eller mistenkte. Endelig vil saksbehandlerne fra Kredittilsynet ofte også bistå ved gjennomgang av beslag og utarbeidelse av beslagsrapporter.

Erfaring viser at ovennevnte tiltak bidrar til å utnytte spesialkompetansen i de to etater i den løpende etterforskning. Høsten 2006 har Kredittilsynet og Økokrim som et prøveprosjekt gjort avtale om at en medarbeider fra Kredittilsynet følger en anmeldt sak over til Økokrim for å bistå ved etterforskning og når saken føres for retten. Utvekslingen har vært nyttig og har trolig ført til kompetanseheving i begge institusjoner. Det er imidlertid begge institusjoners oppfatning at en som hovedregel ikke vil kunne basere seg på at saksbehandler fra Kredittilsynet følger saken helt frem til saken føres for retten idet løsningen svekker kapasiteten i Kredittilsynet. Erfaringene med samarbeidet tilsier imidlertid at det er mye å hente på at saksbehandler fra Kredittilsynet i forbindelse med anmeldelsen og igangsetting av saken hos Økokrim "blir med saken over" og går gjennom Kredittilsynets funn.

En viktig faktor i samarbeidet mellom Økokrim og Kredittilsynet er at det utvikles gode personlige relasjoner mellom medarbeidere i de to etatene. Dette letter og effektiviserer samarbeidet. På den annen side vil samarbeidet være mer utsatt ved utskifting av sentrale medarbeidere. Gode personlige relasjoner utvikler seg ved samarbeid over tid. I saker som håndteres av ulike lokale påtalemyndigheter er det vanskelig å dra tilsvarende vekslers på kjennskap til de ulike medarbeidernes kompetanse og kapasitet.

### ***7.3 Kredittilsynets samarbeid med lokale politidistrikt***

Enkelte saker, for eksempel saker av mindre prinsipiell betydning, blir oversendt til det enkelte politidistrikt. Slike saker vil Kredittilsynet ferdigstille i større grad enn sakene som går til Økokrim. Grunnene til dette er at de fleste politidistrikter har begrenset kompetanse for så vidt gjelder verdipapirkriminalitet og relevant regelverk. Kredittilsynet innhenter i slike

saker all tilgjengelig dokumentasjon og gjennomfører avhør av mistenkte før saken sendes til politiet. Sakene som blir oversendt lokal politimyndighet følges ofte opp med et møte mellom saksbehandler i Kredittilsynet og etterforsker/påtaleansvarlig hos politiet for å presentere saken. Kredittilsynet bistår også politiet i videre etterforskning, herunder deltakelse i bevissikringsaksjoner, gjennomføring av avhør, utarbeidelse av beslagsrapporter og som bisittere/vitner i retten. Kredittilsynet har god erfaring med samarbeidet med enkelte lokale politidistrikter. Dette gjelder også i saker som primært ikke er rettet mot verdipapirhandelloven. Det forekommer at lokal påtalemyndighet henvender seg til Kredittilsynet for å få bistand i saker som har en side inn mot aksjemarkedet, for eksempel i forbindelse med mistanke om at penger oppstått fra annen kriminell virksomhet kanaliseres inn i aksjemarkedet, konkurssaker, bedrageri og lignende. Kredittilsynet bistår med ulike analyser, bistand i avhør, dokumentgjennomgang og som diskusjonspartnere i forbindelse med videre etterforskning. I enkelt saker er det også satt ned arbeidsgrupper mellom Skattemyndighetene, Politiet og Kredittilsynet. Manglende kompetanse og kapasitet hos lokal politimyndighet er imidlertid ofte et problem. Kredittilsynet har i en del tilfeller konstatert at saker som er anmeldt blir liggende uten oppfølging hos lokal politimyndighet.

#### **7.4 Samarbeidet mellom Oslo Børs og Økokrim**

Det foreligger ingen nedfelte avtaler eller retningslinjer om samarbeidet mellom Oslo Børs og Økokrim. I praksis er det et nært og omfattende samarbeid mellom børsens markedsovervåking og Økokrim både i konkrete straffesaker og ellers, og Økokrims generelle syn er at dette er nødvendig for å kunne strafforfølge kompliserte verdipapirstraffesaker med tilfredsstillende resultater. Under etterforskning av saker innhentes som regel markedsovervåkings syn på ulike forhold for eksempel om en transaksjon er normal, om en dialog mellom to aktører er vanlig eller uvanlig i markedet, om markedspraksis, m.v. I tilfeller hvor det har vært ansett som særlig viktig, har også personell fra markedsovervåkingen bistått etterforskere under gjennomføring av politiavhør og andre etterforskningsskritt. Under irettføring av saker har det siden Verdipapirteamet ble etablert i 2000 som regel vært vitneførsel fra markedsovervåkingen. Denne formen for opplysning av saken, både under etterforskning og irettføring, av ekspertise som sitter nær markedet, har vært helt vesentlig for strafforfølgningen. I de mest alvorlige og kompliserte sakene er det i praksis vanskelig å tenke seg en hensiktsmessig strafforfølgning uten et tidvis omfattende samarbeid.

Utenom straffesaksarbeidet har markedsovervåkingen siden 2000 vært svært imøtekommende overfor behovet for personell ved Økokrims Verdipapirteam for å skaffe og utbygge kompetanse om hvordan markedet virker og hvordan markedsovervåkingen arbeider. Blant annet er det fast praksis at nytt personell på Verdipapirteamet gis et kort hospiteringsopphold på Oslo Børs.

Det nære og omfattende samarbeidet med Oslo Børs antas å være en viktig årsak til den framgangen en har sett på området i løpet av de siste årene.

#### **7.5 Kort om organiseringen av samarbeidet i andre land**

Innenfor tidsrammen av dette mandatet har utvalget ikke hatt mulighet til å foreta noen grundig undersøkelse av hvorledes samarbeidet om bekjempelse av verdipapirkriminalitet mellom børser, tilsynsmyndigheter og påtalemyndighet/politi er innrettet i andre EØS-land.

Når det gjelder tilsynsmyndighetenes forhold til påtalemyndighet/politiet er det likevel et hovedinnrykk basert på Kredittilsynets deltakelse i ulike europeiske fora, at det ikke har utviklet seg et så tett samarbeid som i Norge. Årsaken er nok både av faktisk og rettslig art. Det foreligger store ulikheter mellom medlemslandene med hensyn til hvorledes overtredelser av verdipapirhandellovgivningen følges opp. I denne sammenheng nevnes at enkelte land kun har – eller har utstrakt bruk av - administrativ forfølgning i forbindelse med overtredelse av bestemmelsene om markedsmissbruk. I andre land, for eksempel i UK, har tilsynsmyndighetene muligheten til selv å forfølge overtredelser både innenfor det administrative og strafferettslig regime. Trolig er det også flere land hvor legale begrensninger forhindrer et tett samarbeid mellom politiet og tilsynsmyndighetene ved etterforskningen av saker på verdipapirirområdet.

Samarbeidet mellom tilsynsmyndigheter og de respektive regulerte markedsplassene har heller ikke vært gjenstand for noen omfattende kartlegging. Alle regulerte markedsplasser er gjennom verdipapirmarkedsdirektivet art. 43 pålagt å ha effektive ordninger og prosedyrer som sikrer en regelmessig overvåkning av rettstridige handelsforhold. Det er grunn til å tro at ressursinnsatsen rettet mot avdekking av verdipapirkriminalitet varierer i betydelig grad fra markedsplass til markedsplass innenfor EØS-området. Et generelt trekk de siste årene har vært at det har skjedd en viss dreining slik at offentlige tilsynsmyndigheter har fått stadig viktigere rolle i forhold til utredninger av regelbrudd av offentligrettslig karakter. Dette har sammenheng med at børser gjennom privatisering har fått en løsere tilknytning til forvaltningen og skal drive etter ordinære forretningsmessige prinsipper. Børsens rolle i tilsynet med verdipapirmarkedene i Norge blir også belyst i forarbeidene til lov om børsvirksomhet, Ot. prp. Nr. 73 (1999-2000) kapittel 9.

### Danmark

Den danske tilsynsmyndigheten, Finanstilsynet, har en skriftlig avtale om samarbeid med Københavnbørsen (CSE) men har ingen formalisert samarbeidsavtale med Statsadvokaten for særlig økonomisk kriminalitet ( SØK ), den spesialiserte påtalemyndigheten for økonomisk kriminalitet, i Danmark. De fleste sakene som Finanstilsynet undersøker vedrørende verdipapirkriminalitet kommer fra markedsovervåkingen på CSE. Børsen har avanserte IT baserte overvåkningssystemer - SMARTS - som kontinuerlig overvåker markedet. Finanstilsynet mottar innberetninger av transaksjoner daglig. Etter at CSE har oversendt saken til Finanstilsynet tar tilsynet ofte kontakt med børsen for å få supplerende informasjon. Dersom Finanstilsynet etter deres undersøkelse fremdeles finner grunn til mistanke oversendes saken til påtalemyndigheten. Denne beslutningen treffes formelt av styret i Finanstilsynet (Fondsrådet).

Finanstilsynet sender alle saker til ( SØK ). Det er enighet om at denne spesialenheten bør ha anledning til å skaffe seg en oversikt over alle saker på området. SØK sender imidlertid en del saker, spesielt enklere saker, videre til lokale politimyndigheter. Det er svært sjeldent at det foreligger noe kontakt mellom påtalemyndigheten og Finanstilsynet før saken blir anmeldt. Imidlertid er det ofte kontakt i etterkant dersom påtalemyndigheten trenger supplerende opplysninger. Det er likevel grenser for hva Finanstilsynet kan innhente i medhold av egne hjemler etter at saken har blitt en politisak.

Finanstilsynet har hittil hatt møter med CSE fire ganger årlig, hvorav to av disse på direktørnivå. Nylig har partene avtalt å etablere periodiske møter mellom Finanstilsynet, CSE

og påtalemyndigheten på "etterforskningsnivå". Dette for å få en bedre forståelse av hverandres arbeid og drøfte saker på et tidlig stadium.

### Sverige

Den svenske tilsynsmyndigheten, Finansinspektionen, har ingen formalisert samarbeidsavtaler verken med Stockholm fondbørs, Nordic Growth market eller Ekobrottsmyndigheten, den svenske spesialpåtaleenheten for økonomisk kriminalitet. Arbeidsdelingen er derimot regulert i lov.

Samarbeidet mellom Finansinspektionen og representanter for børsenes markedsovervåkning skjer på det praktiske planet og innebærer hyppig telefonisk kontakt. Finansinspektionen og børsene har kontaktutvalgsmøte en gang i året. For øvrig er det opplyst om at børsene tar direkte kontakt med de svenske Ekobrottsmyndigheten i saker som gjelder markedsmissbruk og som ikke har noe side mot de instituttene som er under tilsyn. De møtes likevel i kontaktutvalgsmøter månedlig. Her drøftes saker av felles interesse. Det også opplyst at Finansinspektionen forhåndskonsulterer Ekobrottsmyndigheten i en viss utstrekning før saker blir oversendt.

Det er i 2007 laget en utredning om Ekobrottsmyndighetens fremtidige rolle.<sup>33</sup> I utredningen vurderer man spørsmålet om det fortsatt bør være en spesialenhet for økonomisk kriminalitet eller om denne kompetansen bør legges til lokale politimyndigheter.

### Finland

Det er ikke etablert noen egen økokrimenhet i Finland. Alle politianmeldelser rettes til Helsingforspoliteiet. Særlig alvorlige saker, evt med en internasjonal side, sendes til føderale politimyndigheter. Finske tilsynsmyndigheter har ingen formalisert samarbeidsavtale med påtalemyndighetene, men har inngått en samarbeidsavtale med Helsingfors verdipapirbørs (HSE). Etter samarbeidsavtalen vil tilsynsmyndighetene ha ansvaret for oppfølgingen av Markedsmisbruksdirektivet, mens HSE vil følge opp i forhold til eget regelverk, og ha overvåkningsfunksjon i forhold til utsteders løpende informasjonsforpliktelser og andre mulige brudd på børsregelverket. I forhold til politiet er det en viss grad av forhåndskonsultasjoner i saker. Særlig gjelder dette i forhold til strategiske vurderinger, bevis etc. Slik kontakt gjøres for å få tilbakemeldinger på om politiet finner saken interessant i forhold til en videre strafferettslig oppfølging. Etter at saken er anmeldt fra tilsynet er det hyppigere kontakt med politiet. Ofte har politiet selv behov for å kontakte tilsynet for å konsultere i forhold til ulike funn. Tilsynsmyndighetene deltar imidlertid ikke ved pågripelser eller ransaker.

Finland har en markedsdomstol som blant annet kan ta stilling til saker på verdipapiriområdet. Domstolen kan ilegge bøter inntil 200.000 Euro for foretak og inntil 10.000 Euro for fysiske personer. Nevnte domstol anvendes imidlertid lite på verdipapiriområdet etter som finske tilsynsmyndigheter normalt foretrekker å få prøvet alvorlige saker strafferettslig. I mindre alvorlige saker reageres det med offentlig kritikk, også mot fysiske personer.

### Island

Islandske tilsynsmyndigheter (FME) har så langt ingen formalisert samarbeidsavtale med politiet, dog med unntak av en særskilt avtale for hvitvaskingssaker. Derimot foreligger det en samarbeidsavtale mellom FME og den islandske verdipapirbørsen (ICEX). Samarbeidsavtalen

---

<sup>33</sup> SOU 2007: 8 Nya förutsättningar för ekobrottsbekämpning

omhandler ansvarsfordelingen mellom FME og ICEX ved ulike ansvarsområder, informasjonsutveksling, forholdet til pressen og at det skal være regelmessige kontaktmøter mellom institusjonene. Som i Norge, oversendes saker fra ICEX til FME på lav mistanketerskel. I forholdet til politiet foreligger det foreløpig ingen formalisert samarbeidsavtale. Dette er likevel under vurdering etter at lovgivningen nylig er endret på Island, hvoretter FME er gitt kompetanse til å ilegge både fysiske- og juridiske personer store administrative bøter for overtredelse av den islandske verdipapirlovgivningen.

## **8 Er rammebetingelsene for samarbeidet om bekjempelse av verdipapirkriminalitet gode nok**

Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim har forskjellige samfunnsoppgaver og virkemidler til å løse sine oppgaver. Målet for samarbeidet mellom de tre institusjonene er som nevnt at arbeidet med bekjempelse av verdipapirkriminalitet skal fungere effektivt i forhold til å avdekke og undersøke, etterforske og reagere mot kriminalitet. Det er således viktig for resultatet at kommunikasjonen mellom institusjonene er god og at arbeidsdelingen er vel definert.

Undersøkelser av om det er begått kriminalitet på verdipapirirområdet, innebærer at privatpersoner og selskaper undersøkes. Tilgang på detaljert økonomisk og personlig informasjon er viktig for å kunne avdekke lovbrudd. Effektivitet innen bekjempelse av verdipapirkriminalitet, forutsetter blant annet at det kan kreves informasjon fra aktører som har taushetsplikt, samt at institusjonene har effektiv tilgang til informasjon i relevante offentlige registre og databaser.

Det gis i det følgende en vurdering av om rammebetingelsene på dette området er gode nok.

### **8.1 Tilgang til, deling og håndtering av taushetsbelagt informasjon**

Effektiv bekjempelse av kriminalitet i verdipapirmarkedet fordrer at institusjonene i kontrollkjeden kan dele informasjon seg imellom. Dette er av betydning både i forhold til faktisk avklaring av saker og for at institusjonene skal kunne unngå å bruke unødvendig mye ressurser på dobbeltarbeid. Fordi adgangen til å dele taushetsbelagt informasjon er av sentral betydning, gjennomgås eksisterende hjemler med tanke på om de er gode nok til å oppnå formålet.

#### **8.1.1 Oslo Børs` adgang til å formidle taushetsbelagt informasjon til og å samarbeide med Økokrim og Kredittilsynet**

Ansatte og tillitsvalgte ved Oslo Børs har taushetsplikt.<sup>34</sup> Taushetsplikten er imidlertid ikke til hinder for at opplysninger gis til Kredittilsynet.<sup>35</sup> For Oslo Børs` adgang til å gi taushetsbelagt informasjon til andre, for eksempel Økokrim, er forvaltningslovens regler gjort gjeldende.<sup>36</sup>

---

<sup>34</sup> Se børsloven § 14

<sup>35</sup> Se børsloven 14 tredje ledd

<sup>36</sup> Se børsloven 14 første ledd og forvaltningsloven §§13a- 13e.

Forvaltningslovens unntak fra taushetsplikten er vide og vil i praksis være dekkende for de aktuelle behov.<sup>37</sup> Børsens rett til å formidle opplysninger til Kredittilsynet har imidlertid en klarere lovforankring enn adgangen overfor Økokrim, uten at dette i praksis har vist seg å utgjøre noe reelt problem. Det må derfor kunne konkluderes med at rammebetingelsene for kommunikasjon av taushetsbelagt informasjon fra Oslo Børs til de andre institusjonene fungerer tilfredsstillende.

### **8.1.2 Kredittilsynets adgang til å formidle taushetsbelagte opplysninger til Oslo Børs og Økokrim**

Kredittilsynet har som utgangspunkt taushetsplikt om en ”kundes forhold”<sup>38</sup>. Taushetsplikten er imidlertid ikke til hinder for at Kredittilsynet i stor utstrekning kan gi taushetsbelagt informasjon til en børs.<sup>39</sup> Adgangen til å formidle opplysninger til børser er således vid; den omfatter alle opplysninger som er ”nødvendig for utførelsen” av børsens lovbestemte oppgaver og uavhengig av på hvilken måte Kredittilsynet har mottatt informasjonen. Børsens lovbestemte oppgaver er blant annet markedsovervåkning.<sup>40</sup> Dertil kommer at Oslo Børs kan være vedkommende for informasjon der informasjonen må gis for å kunne ivareta Kredittilsynets oppgaver.

Utveksling av informasjon mellom Kredittilsynet og Oslo Børs, er også regulert i gjeldende retningslinjer for samarbeid. Det heter:

#### 4.1 Taushetsplikt og utveksling av informasjon mellom partene

Oslo Børs markedsovervåking er regulert i egen forskrift. Dersom børsen i forbindelse med overvåkingen kommer over forhold som nevnt i vphl. § 12-1 tredje ledd skal Kredittilsynet meddeles uten ugrunnet opphold. Taushetsplikten etter børsloven gjelder ikke overfor Kredittilsynet, jf. børsloven § 3-6 tredje ledd. For øvrig er det enighet om at terskelen for oversendelse ikke skal være høy. Nødvendige prioriteringer kan imidlertid avtales nærmere i kontaktmøter, se pkt 6.3. Slike prioriteringer skal nedfelles skriftlig.

Opplysninger Kredittilsynet mottar i forbindelse med sitt tilsynsarbeid og som antas nødvendig for at børsen skal kunne utføre overvåking av markedet, herunder kunne sanksjonere overtredelser overfor utstedere og medlemmer bør normalt oversendes børsen uten ugrunnet opphold. Taushetsplikten for slike forhold er uttrykkelig unntatt etter kredittilsynsloven § 7. For øvrig vil Kredittilsynet være varsom med å offentliggjøre opplysninger som kan unntas offentlighet, dersom dette vil kunne forringe børsens undersøkelser. Kredittilsynet skal fortløpende holde Oslo Børs orientert om utfallet av de sakene børsen har oversendt, og som antas å være av ikke ubetydelig interesse.

Partene skal for øvrig – innenfor lovens ramme - søke å hjelpe hverandre med informasjon etter begjæring fra den annen part.

#### 4.2 Forholdet til påtalemyndigheten

Det skal som utgangspunkt tilligge Kredittilsynet å foreta eventuelle anmeldelser til påtalemyndigheten ved mulige straffbare overtredelser av de regler Kredittilsynet har primæransvaret for, jf vedlegg 1. Dersom en sak er anmeldt av Kredittilsynet og påtalemyndigheten anmoder Oslo Børs direkte om ytterligere dokumentasjon, skal Kredittilsynet orienteres om anmodningen ved kopi av de dokumenter

---

<sup>37</sup> Se forvaltningsloven § 13 b nr 2, 5 og 6

<sup>38</sup> Se kredittilsynsloven § 7

<sup>39</sup> Se kredittilsynsloven § 7 første ledd tredje punktum.

<sup>40</sup> Se børsloven § 27



eller data som oversendes. Dersom Oslo Børs gir informasjon i avhør, underrettes Kredittilsynet om at så har skjedd senest på første kontaktmøte, se pkt 6.3.

Det må derfor kunne konkluderes med at rammebetingelsene for deling av taushetsbelagt informasjon fra Kredittilsynet til Oslo Børs fungerer tilfredsstillende og at det ikke er behov for endringer i regelverket.

Unntaket fra taushetsplikten som gjelder overfor børs er ikke gjort tilsvarende gjeldende overfor politi/påtalemyndighet. Kredittilsynsloven § 6 fastslår imidlertid at Kredittilsynet kan anmelde overtredelser av bestemmelser som gjelder for institusjoner som Kredittilsynet har tilsyn med til påtalemyndigheten. Regelen medfører at Kredittilsynet må ha adgang til å opplyse saken ved å gi relevant informasjon. Bestemmelsen knytter seg til institusjoner under tilsyn og eventuelt ansatte og omfatter dermed ikke saker som gjelder investorer eller andre aktører som ikke er under tilsyn. Forvaltningslovens regler om taushetsplikt supplerer imidlertid Kredittilsynsloven på dette punktet.<sup>41</sup> Som nevnt under pkt. 8.1.1. er forvaltningslovens unntak fra taushetsplikt vide. Forvaltningsloven fastslår blant annet at taushetsplikt ikke er til hinder for at et forvaltningsorgan anmelder eller gir opplysninger om lovbrudd til påtalemyndigheten når forfølgning av lovbruddet har naturlig sammenheng med avgiverorganets oppgaver<sup>42</sup>. Sistnevne bestemmelse antas også å dekke forhåndskonsultasjoner som Kredittilsynet har behov for med påtalemyndigheten på kontrollstadiet, altså før saken anmeldes. Videre dekker bestemmelsen nye opplysninger om saken som Kredittilsynet oversender påtalemyndigheten etter at saken er anmeldt. I tillegg har Kredittilsynet rett til å gi politi taushetsbelagt informasjon i forbindelse med politiets medvirkning i bevissikringstilfeller.<sup>43</sup>

Erfaringen så langt tilsier at behovet for å kommunisere taushetsbelagt informasjon fra Kredittilsynet til påtalemyndigheten er dekket. Det må derfor kunne konkluderes med at rammebetingelsene for deling av taushetsbelagt informasjon fra Kredittilsynet til Økokrim og andre påtalemyndigheter fungerer tilfredsstillende og at det ikke er behov for endringer i regelverket.

### **8.1.3 Særskilt om Kredittilsynets adgang til å videreformidle informasjon innhentet fra andre tilsynsmyndigheter**

Taushetsbelagte opplysninger som Kredittilsynet mottar fra tilsynsmyndigheter i andre land vil ofte være underlagt ulike begrensninger i forhold til bruken og dermed videreformidling. I forskrift 30. november 1998 om utveksling av opplysninger med tilsynsmyndigheter i og utenfor EØS fremgår det i § 3 at opplysninger bare kan formidles videre med samtykke fra vedkommende myndighet de er innhentet fra og bare for de formål samtykket omfatter. Forskriften som etter hvert har blitt utdatert, må i alle fall tolkes innskrenkende der rammen for samarbeidet er trukket opp i et Memorandum of Understanding eller bruken er regulert i en direktivbestemmelse.

I CESR MOUen fra 1999 sondres det mellom informasjon som er mottatt i henhold til et direktiv og informasjon som er mottatt på annet grunnlag. For så vidt gjelder førstnevnte

<sup>41</sup> Se forvaltningsloven § 13 bokstav f

<sup>42</sup> Se forvaltningsloven § 13 bokstav b nr. 6

<sup>43</sup> Se verdipapirhandeloven § 15-5

fremgår det at informasjonen kan benyttes på de vilkår som er angitt i det aktuelle direktivet. Dersom informasjonen skal brukes til andre formål må samtykke innhentes fra avgiveren.

For informasjon innhentet på annet grunnlag enn i henhold til direktiv er det i MOUen opplistet hvilke formål opplysningene kan benyttes for. I grove trekk fremgår det også her at opplysningene kan brukes for det formål de er innhentet og som skal være angitt i begjæringen som er grunnlag for innhenting av informasjonen.

Det er vanskelig å se at begrensningene som nevnt over skulle representere noe stort hinder for videreformidling av opplysninger til påtalemyndigheten – eller til børsen der opplysningene er nødvendig for utøvingen av børsens oppgaver.

Kredittilsynet har i forbindelse med enkelte forespørsler til sveitsiske tilsynsmyndigheter undertegnet erklæring om at de opplysninger som innhentes ikke kan viderebringes til andre uten samtykke fra sveitsiske tilsynsmyndigheter. Forbeholdet har også omfattet Oslo Børs og Økokrim. Å avgi slike erklæringer har i enkelte tilfelle vært nødvendig for å få bistand.

I en konkret sak som gjaldt mulig ulovlig innsidehandel og hvor mistanken var sterk mot en utenlandsk investor som handlet i en norsk børsnotert aksje, ble Kredittilsynet i praksis hindret fra å gjøre ytterligere undersøkelser i saken ettersom sveitsiske myndigheter nektet Kredittilsynet å bruke de opplysninger som var oversendt til å få bistand fra tilsynsmyndighetene i et annet EØS-land.

Fra 1. januar 2006 endret Sveits sin lovgivning. Etter lovendringen utgjør ikke dette lenger et problem.

#### **8.1.4 Økokrims adgang til å videreformidle ellers taushetsbelagte opplysninger til Kredittilsynet og Oslo Børs**

I straffesaker har Økokrims tilsatte taushetsplikt om det de får vite om noens personlige forhold og om forretningshemmeligheter. Taushetsplikten omfatter også andre opplysninger som det ut fra hensynet til etterforskningen er nødvendig å holde hemmelig. Dette følger av straffeprosessloven § 61 a første og andre ledd. Men loven oppstiller flere unntak fra taushetsplikten slik at den i praksis ikke utgjør noe hinder for et hensiktsmessig samarbeid med Oslo Børs og Kredittilsynet i forbindelse med håndtering av straffesaker. Ett sentralt unntak er straffeprosessloven § 61 c nr 2:

*”Taushetsplikten . . . er ikke til hinder for at opplysningen brukes for å oppnå det formål de er gitt eller innhentet for, bl.a. kan de brukes i forbindelse med etterforskning, saksforberedelse, avgjørelse, gjennomføring av avgjørelsen, oppfølging og kontroll.”*

Formålet er å sikre at innhentede opplysninger kan brukes slik det fremstår som nødvendig i behandlingen av saken. Ett av formålene med etterforskningen er å fremskaffe opplysninger for fastsetting og fullbyrding av strafferettslige reaksjoner.<sup>44</sup> Generelt innebærer dette at andre enn politiet i stor utstrekning kan få kjennskap til straffesaksopplysninger uhindret av taushetsplikt. I straffesaker om verdipapirlovbrudd er det svært vanlig at politiet har behov for bistand fra Oslo Børs eller Kredittilsynet for best å kunne ta stilling til hvilke

---

<sup>44</sup> Se strpl § 226 første ledd

implikasjoner opplysningene gir, og formidling av informasjon fra etterforskningen til Oslo Børs og Kredittilsynet vil regelmessig være å bruke informasjonen til dette formålet. Men § 61 c nr 2 kan ikke brukes hvis formålet er å forfølge andre etaters oppgaver; slike tilfeller reguleres av § 61 c nr 5 og 6.

Etter § 61 c nr 5 kan straffesaksopplysninger gis andre offentlige organer uhindret av taushetsplikten

”. . . når formålet er å forebygge lovovertridelser eller å hindre at virksomhet blir utøvd på en uforsvarlig måte.”

Oslo Børs er ikke et ”offentlig organ”, men har lov- og forskriftspålagte kontroll- og håndhevsoppgaver som er sentrale for kontrollkjeden og som nettopp går ut på å forebygge lovbrudd og påse at virksomheten utøves på forsvarlig vis. Det er derfor grunn til å anvende bestemmelsen også overfor Oslo Børs. Uansett følger det av § 61 c nr 6 at opplysningene kan gjøres kjent også for andre enn offentlige organer såfremt det er ”nødvendig” for å fremme de formål som nevnes i nr 5, og i praksis vil vurderingen være at nødvendighetskriteriet er oppfylt for de opplysningene det er spørsmål om.

Også politiopplysninger som har kommet til utenfor straffesak kan være av betydning for Kredittilsynets og børsens virksomhet og avgjørelser. Dette kan f. eks være informasjon fremkommet under mer generell etterretningsvirksomhet. Taushetsplikten for så vidt gjelder slike opplysninger følger av politiloven § 24 som i utgangspunktet henviser til strafferegistreringsloven § 8 og forvaltningsloven §§ 13 – 13 f. Ifølge politil § 24 tredje ledd nr 2 er taushetsplikten ikke til hinder for at opplysninger gis til ”andre offentlige myndigheter” når formålet er ”å forebygge eller avverge straffbare handlinger”. Det vises til det ovenfor nevnte om straffeprosessloven § 61 c nr 5. Videre følger det av forvaltningsloven § 13 b første ledd nr. 5 at taushetsplikten ikke er

*”. . . til hinder for at det til andre offentlige organer blir gitt opplysninger om en persons forbindelse med politiet og om avgjørelser som er truffet og ellers slike opplysninger som det er nødvendig å gi for å fremme politiets oppgaver”.*

Politiets viktigste oppgave er å forebygge og bekjempe kriminalitet, og å bidra til den alminnelig trygghet i samfunnet.<sup>45</sup> Hvis politiet, gjennom å gi Oslo Børs og Kredittilsynet opplysninger, bidrar til å forebygge eller motvirke verdipapirkriminalitet, bidrar videreformidlingen til å ”fremme politiets oppgaver”. Bestemmelsen inneholder et nødvendighetskrav, men når politiet først sitter med opplysninger som antas å være av betydning for å forebygge eller motvirke verdipapirkriminalitet, vil dette kravet normalt være oppfylt.

Det kan etter dette konkluderes med at rammebetingelsene for kommunikasjon av taushetsbelagt informasjon fra Økokrim til de andre institusjonene er tilfredsstillende.

---

<sup>45</sup> Se politil § 2

## **8.2 Har de tre institusjonene hver for seg og til sammen god nok tilgang til ulike registre og annen informasjon?**

Etterforskning av verdipapirkriminalitet handler ofte om å knytte handler i verdipapirer til konkrete personer på gitte tidspunkt. Det må videre etableres visshet for at vedkommende har handlet på en måte som bryter med regelverket, for eksempel ved handel på innsideinformasjon, eller har drevet eller medvirket til markedsmanipulasjon. Slik etterforskning kan kreve sammenstilling av store mengder transaksjonsdata for eksempel fra børsens handelssystemer og VPS. Også annen registerinformasjon kan være av betydning for etterforskning av verdipapirkriminalitet. For eksempel kan opplysninger om slektskapsforhold, naboskap m.v. fra folkeregisteret være av sentral betydning når det undersøkes om personer med innsideinformasjon handler via stråmenn. Likeledes kan informasjon fra arbeidstakerregisteret være vesentlig når det undersøkes hvem som faktisk besitter informasjon som ikke er kjent i markedet om børsnoterte selskaper, for eksempel om større kontrakter eller funn i oljesektoren. Det har videre vist seg å være av stor betydning å etablere visshet for kontakt mellom personer som beviselig har innsideinformasjon og personer som har handlet forut for offentliggjøring av informasjonen. I slike tilfelle kan tilgang til trafikkdata for teletrafikk m.v. være avgjørende. Dette betyr at en vesentlig forutsetning for myndighetenes evne til å lykkes med denne typen etterforskning er at det foreligger effektiv tilgang til ulike registerinformasjon. Nedenfor foretas en gjennomgang av de ulike kildene til informasjon ved etterforskning av verdipapirkriminalitet, med vurdering av om tilgangen er god nok.

### **8.2.1 Informasjon i børsens handelssystemer**

Opplysninger fra handelssystemet ved Oslo Børs er en av primærkildene ved undersøkelser av verdipapirkriminalitet. Med nåværende transaksjonsrapportering har Oslo Børs full oversikt over transaksjoner i finansielle instrumenter notert på børsen, som er foretatt gjennom børsmedlemmer. De eneste transaksjonene som ikke fanges opp, er transaksjoner foretatt av eller mellom ikke-børsmedlemmer. Dette utgjør et beskjedent antall transaksjoner pr år.

Kredittilsynet har ikke etablert direkte tilgang til alle opplysninger som fremkommer i handelssystemet til Oslo Børs. Kredittilsynet har imidlertid tilgang til deler av opplysningene i handelssystemet gjennom Reuters. Dette gjelder blant annet løpende tilgang til informasjon om alle gjennomførte handler, med angivelse av tidspunkt, ticker, kjøper, selger, antall og kurs, samt om handlene er innmeldt eller automatchet. Dette er forøvrig informasjon som enhver kan abonnere på fra Reuters. Tilsvarende har Kredittilsynet gjennom Reuters løpende tilgang til akkumulert ordrevolum på de beste fem nivåer både på kjøper- og selgersiden.

Siden Kredittilsynet ikke har etablert direkte tilgang til børsens handelssystem, vil Oslo Børs gjennom markedsovervåkingen fange opp enkelte forhold som Kredittilsynet ikke vil kunne registrere. Oslo Børs har imidlertid, med bakgrunn i den konsesjon som er gitt, plikt til å drive markedsovervåking av et visst omfang og med en viss kvalitet. I utgangspunktet analyseres all handel for avvik fra normale mønster og alle tidlige mistanker undersøkes, avkrefte eller bekrefte. Innspill fra alle aktører – også fra myndigheter – om å se på eller analysere spesielle data, håndteres løpende av Oslo Børs.

I saker som undersøkes av Kredittilsynet, har Kredittilsynet i praksis full tilgang til de opplysninger som Oslo Børs besitter, herunder til informasjon fra handelssystemet. Kredittilsynet får i slike tilfeller opplysningene på forespørsel. Oslo Børs er også hjelpelige

med å fremskaffe opplysninger fra sitt handelssystem til Økokrim. Kredittilsynet og Økokrim har dermed i praksis den tilgang til informasjon fra handelssystemene som er nødvendig. Idet dagens system fungerer godt, er det ikke behov for å etablere særskilt tilgang til Oslo Børs` handelssystem for Kredittilsynet og Økokrim.

### **8.2.2 Transaksjonsrapportering etter MiFID**

Endringene som følger av ny verdipapirhandellov vil som beskrevet under 4.2 medføre at Oslo Børs ikke lenger vil ha tilsvarende god oversikt over alle transaksjoner i finansielle instrumenter notert på egen markedsplass. Oslo Børs vil som følge av endringene i utgangspunktet kun ha oversikt over automatchedede handler og OTC handler som frivillig meldes inn. I første kvartal 2007 utgjorde automatchedede handler 98,3 % av handlene på Oslo børs målt i antall handler eller 78,5 % målt i verdi. I tillegg kommer en del innrapporterte handler som børsmedlemmene plikter å offentliggjøre via børsen. Denne plikten bortfaller når ny lov om verdipapirhandel trer i kraft.

Kredittilsynet vil imidlertid, som tilsynsmyndighet, kunne fange opp det fulle transaksjonsbildet, men ikke like raskt som nåværende rapportering gjennom Oslo Børs. Dette skyldes blant annet at utenlandske verdipapirforetak, med unntak av utenlandske filialer i Norge, som gjør transaksjoner utenfor børsens handelssystemer i instrumenter notert på Oslo Børs, vil ha rapporteringsplikt til sine hjemlands tilsynsmyndigheter først ved utgangen av den påfølgende virkedag.

Et aktuelt spørsmål er hvorvidt Oslo Børs, eventuelt også andre, helt eller delvis skal eller kan få opplysninger om den transaksjonsrapporteringen som vil skje til Kredittilsynet. Oslo Børs ønsker å motta den informasjon som børsen etter innføring av ny verdipapirhandellov vil gå glipp av, og som vil supplere den informasjonen som også i fortsettelsen vil fanges opp i handelssystemet. I Ot prp. 34 ( 2006-2007) s 134 uttales det at ” Departementet anser det imidlertid som svært viktig at børsen gis tilgang til de rapporterte opplysningene, når det gjelder børsens rolle som markedsovervåker”. Det er i ny lov om verdipapirhandel åpnet for at departementet kan fastsette nærmere bestemmelser i forskrift om børsens adgang til de rapporterte opplysningene.

I den grad transaksjonsrapporteringen fra verdipapirforetakene til Kredittilsynet vil skje med kundeidentifikasjon knyttet til rapporteringen, vil dette trolig være en betydelig fordel i tilsynsøyemed, sammenlignet med dagens rapportering til børsen. Dette skyldes at dagens transaksjonsrapportering, med unntak av rapporteringen fra enkelt nettmeglere, ikke inneholder kundeidentifikasjon. Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim vil således samlet sett kunne komme styrket ut med nytt transaksjonsrapporteringsopplegg slik det defineres i verdipapirhandelloven. Dette forutsetter imidlertid at det blir gitt adgang til å kreve kundeidentifikasjon.

### **8.2.3 Overvåkingssystemet SMARTS**

Oslo Børs har siden 2001 benyttet et overvåkingssystem for verdipapirhandel, kalt SMARTS. Ved hjelp av egenutviklede alarmer er Oslo Børs i stand til å fange opp spesiell aktivitet i handelssystemet, herunder avvik i ordrebildet som det er grunn til å undersøke

nærmere. Dette kan f. eks. være avvikende priser som fanges opp av ulike prisalarmer, eller avvikende volumer som fanges opp av volumalarmer.

Ved siden av å være et system for den løpende markedsovervåkingen, gir også SMARTS mulighet til å gjøre undersøkelser i ettertid, f.eks. analyser av historisk utvikling, analyser av enkeltpapirer opp mot indeks mv. SMARTS har dessuten funksjoner som er nyttige for presentasjonsformål. SMARTS er med andre ord både et overvåkningsverktøy, et analyseverktøy og et presentasjonsverktøy.

Enkelte av de muligheter som finnes i SMARTS har vært til nytte i flere saker på verdipapirirområdet, både for Kredittilsynet og Økokrim. Bruk av SMARTS har da foregått med bistand fra Oslo Børs.

Både Kredittilsynet og Økokrim har hatt anledning til å koble seg opp mot SMARTS, men ut fra en kost- nytte betraktning er dette ikke blitt gjort. At Oslo Børs har bistått ved behov har fremstått som mer effektivt. Bruk av SMARTS forutsetter tilgang til transaksjonsdata (handelsdata). Brukertilskelen for programmet er dessuten såpass høy at det ikke uten videre er hensiktsmessig at også Kredittilsynet og/eller Økokrim bygger opp spisskompetanse på dette området.

Den nytteverdien som Oslo Børs har av SMARTS vil kunne bli noe svekket med de nye bestemmelsene for transaksjonsrapportering som vil følge av nye lov om verdipapirhandel. Et spørsmål som i den sammenheng melder seg er hvilket analyseverktøy Kredittilsynet vil bruke i tilknytning til den transaksjonsrapportering som etter ny verdipapirhandellov vil skje til tilsynsmyndigheten, og ikke som i dag til Oslo Børs. Det vil bli vurdert om SMARTS vil kunne være et slikt alternativ. Som nevnt følger det av ny verdipapirhandellov at det kan bestemmes i forskrift at Oslo Børs skal få tilgang til transaksjonsrapporteringen til Kredittilsynet. Den praktiske rapporteringsordningen er for tiden under utredning og det er flere uavklarte spørsmål. Det bør i denne sammenheng understrekes at dersom transaksjonsrapporteringen blir tilfredsstillende og kan inkorporeres som datakilde i børsens overvåkingsløsninger, vil løsningen kunne bli nyttig for børsens overvåkingsavdeling.

Noen former for verdipapirkriminalitet, som tradisjonelle innsidesaker der selskapsinformasjon har lekket ut før børsmelding, kan avdekkes og undersøkes av spesialister med stor fagkunnskap på saksområdet. Sakene kan være kompliserte, men bevisene er tilgjengelig i form av vitner og dokumenter, mailer og tapede telefonsamtaler. Oppdagelse av enkelte typer verdipapirkriminalitet kan imidlertid påvirkes av at det er på plass avanserte overvåkingssystemer, alarmer og personell med spesialkompetanse til å håndtere systemene og systemindikasjonene. Frontrunning og markedsmanipulasjon kan for eksempel oppdages på denne måten. Enkelte typer misbruk av innsideinformasjon kan også tilhøre denne kategorien, f.eks. tilfeller der det foreligger mistanke om misbruk av informasjon om store ordre eller "ordreflyt". Systemanalyser av større datamengder brukes for å finne frem til mulig kriminalitet. Løpende måling av ordre og omsetninger i børsens marked, og sammenligninger med "normalverdier" over gitte tidsperioder for ordre- og omsetningsdata i samme verdipapir, avdekker mistenkelige handelsmønstre som igjen kan følges opp med tradisjonelle undersøkelser. Både tidsperioder og terskelverdier kan varieres for å unngå forutberegnlighet i kontrollsystemet – man skal ikke kunne innrette seg for å unngå å bli oppdaget.

## 8.2.4 Særskilt om Verdipapirsentralen

En viktig informasjonskilde i forbindelse med undersøkelser av mulig verdipapirkriminalitet er VPS. Pr i dag har både Oslo Børs og Kredittilsynet tilgang til VPS<sup>46</sup>, mens Økokrim mangler slik tilgang. VPS brukes først og fremst som kilde til å finne hvem som har kjøpt eller solgt aksjer eller andre finansielle instrumenter på en gitt dato eller i en gitt periode.

Fra et kontrollsynspunkt ville det utvilsomt vært en fordel å kunne koble den enkelte kunde opp mot den enkelte handel (matching) på markedsplassen på en entydig måte. Oslo Børs har i flere år arbeidet med ideen om å få børsens handelssystem koblet med VPS, også mot kunden.

Kredittilsynet har gitt uttrykk for at den transaksjonsrapportering som etter ny verdipapirhandellov skal skje til tilsynsmyndighetene bør skje på børstransaksjonsnivå og med kundeidentifikasjon knyttet til rapporteringen. Man poengterer at dette vil kunne bidra til effektivisering av tilsynet med handelen i markedet. Spørsmålet er imidlertid sendt på høring for at eventuelle motforestillinger mot en slik løsning skal kunne komme klart frem.

Høsten 2005 forespurte Kredittilsynet VPS om muligheten for å utvikle skreddersydde søk tilpasset de behov som jevnlig foreligger i undersøkelsessaker. Resultatet ble at Kredittilsynet fra mars 2006 har hatt tilgang til et radikalt forbedret søkeverktøy mot verdipapirregisteret, noe som har gitt stor effektiviseringsgevinst i arbeidet med undersøkelsessaker.

Den Web-baserte tilgangen til VPS gir mulighet for å søke frem opplysninger om transaksjoner gjennomført innenfor de to siste årene. Søkeresultater kan enkelt lastes over i Excel for videre sortering og bearbeiding. Blant annet gis det mulighet for følgende spesifiserte søk:

- Alle transaksjoner i et verdipapir innenfor en fritt valgt handelsperiode
- Alle transaksjoner foretatt av en enkelt person eller et enkelt selskap innenfor en (fritt valgt) handelsperiode
- Alle transaksjoner foretatt på en bestemt verdipapirkonto
- Oversikt over hvem som var aksjonærer i et selskap på en bestemt (fritt valgt) dato

Opplysninger om transaksjoner som har skjedd mer enn to år tilbake i tid må alltid innhentes gjennom særskilt henvendelse. For øvrig kan det også bestilles skreddersydde rapporter med data sammenstilt etter spesielle behov for enkeltundersøkelser m.m.

Oslo Børs har nå også fått tilgang til disse søkemulighetene.

Online tilgang til VPS-data gir informasjon om VPS-registrerte handler de seneste 2 år. Eldre data må som nevnt bestilles fra VPS, mot betaling. Kredittilsynet og markedsovervåkingen på Oslo Børs har online tilgang til VPS, men Økokrim har ikke slik tilgang. Slik utvalget ser det, taler tunge praktiske grunner for at også Økokrim bør ha online tilgang til VPS.

Ved nær sagt samtlige saker hvor det foreligger mistanke om brudd på verdipapirhandelloven, utgjør data fra VPS en sentral faktor i etterforskningen. Mangel på egen tilgang til VPS, nødvendiggjør derfor regelmessig ekstern bistand under etterforskningen, enten fra VPS eller Kredittilsynet. I praksis kontaktes normalt Kredittilsynet med forespørsel om bistand. Selv

---

<sup>46</sup> Se børsloven § 27 tredje ledd og verdipapirhandelloven § 15-2 fjerde ledd

om Kredittilsynet er velvillige, er dette en lite praktisk fremgangsmåte som medfører dobbeltarbeid og forsinkelser. En slik fremgangsmåte svekker dermed effektiviteten i kontrollkjeden generelt og i etterforskningen spesielt.

Til tider oppstår behov for å innhente og kontrollere VPS-data raskt og på ukurante tidspunkter. Eksempelvis dersom det kommer frem nye opplysninger under en politiaksjon, i et avhør eller lignende. Etterforskningen blir i slike situasjoner skadelidende som følge av at Økokrim må gå via Kredittilsynet eller VPS for å få dataene.

Nødvendigheten av å involvere Kredittilsynet og det dobbeltarbeidet og forsinkelsene dette nødvendigvis medfører, vil i praksis også påvirke om – og når – Økokrim innhenter VPS-data. Ses dette i lys av at etterforskningen i slike saker ofte er svært tidskritisk fordi spor som telefonlogger, e-poster, andre elektroniske spor m.v. slettes i løpet av relativt kort tid, er det erfaringsmessig en reell fare for at dette medvirker til at straffbare overtredelser av verdipapirhandelloven ikke oppdages før eventuelle bevis er slettet.

Videre vil en henvendelse om slik bistand fra Økokrim komme i tillegg til Kredittilsynets ordinære arbeidsoppgaver og vil kunne virke forstyrrende i tilsynets daglige arbeid.

Slik utvalget ser det, er det ingen tungveiende grunner som tilsier at Økokrim ikke bør ha online-tilgang til VPS. Derimot vil slik tilgang kunne virke effektiviserende både for Økokrim og for kontrollkjeden generelt, i tillegg til at det vil kunne sikre kvaliteten på etterforskningen.

### **8.2.5 Forvalterregistrering**

Forvalterregistrering innebærer at en finansinstitusjon eller et verdipapirforetak representerer en investor og er oppført på dennes vegne i et verdipapirregister. Når finansielle instrumenter forvalterregistreres i VPS, skjer dette ved at en forvalter godkjent av Kredittilsynet åpner en verdipapirkonto i Verdipapirsentralen ASA. Kontoen skiller seg fra en ordinær eierkonto ved at den merkes NOM (nominee). Ved denne registreringen gjøres omverdenen oppmerksom på at kontohaver ikke er eier av de finansielle instrumentene på kontoen. VPS har ikke tilgang til informasjon om hvem som er de reelle eierne av disse instrumentene.

I de fleste land i Europa er registreringssystemene for finansielle instrumenter bygget på forvalterregistrering. Bakgrunnen for at slik registrering også i begrenset utstrekning tillatt i VPS, er de fordelene dette innebærer for utenlandske investorer i det norske markedet. De fleste finner det byrdefullt å orientere seg i et fremmed marked og et fremmed rettssystem, og det har derfor stor verdi å kunne overlate de praktiske forholdene knyttet til investeringer i norske finansielle instrumenter til en forvalter. Forvalterregistrering kan dessuten bidra til at investorer som har finansielle instrumenter registrert i flere registre (og i flere land) på en enkel måte får oversikt over sin totale portefølje. Adgang til forvalterregistrering antas følgelig å ha en positiv innvirkning på utlendingers interesse for det norske aksjemarkedet og dermed likviditeten i markedet.

Forvalterregistrering av eierskap i norske aksjeselskaper er kun tillatt for utenlandske eiere, og godkjente forvaltere består i all hovedsak av utenlandske banker som representerer sine stedlige kunder.



Forvalterregistrering utgjør imidlertid en ekstra utfordring i forbindelse med de saker som behandles på verdipapirområdet. Ved forvalterregistrering er som nevnt den reelle kunden representert ved en forvalter i VPS i stedet for å være direkteregistrert. En økende andel av utenlandske investorer på Oslo Børs vil normalt gi seg utslag også i økt grad av forvalterregistrering. Samtidig vil økt volum på børsen, slik vi har sett de siste årene, normalt resultere i flere registreringer på forvalterkonto (NOM).

Tidligere har det ved enkelte anledninger vært vanskelig å få ut opplysninger fra forvalterne i VPS om de reelle kundene bak beholdninger/transaksjoner på deres forvalterkonti i VPS. Årsakene til dette har vært flere, blant annet manglende forvaltertilatelse, flere lag av forvaltere bak forvalteren i VPS (dvs. at forvalterens kunde selv er forvalter – såkalt ”underforvalter”), manglende avtalemessig dekning mellom forvalter i VPS og deres underforvaltere og sterk banksekretesse i noen land. Uoversiktlige bankstrukturer, lite oppdatert informasjon om forvalterne i VPS, feil bruk av konti og manglende kontaktpunkt til enkelte forvaltere har også i enkelte tilfeller gjort det ekstra vanskelig å få ut den informasjon om reelle kunder som Kredittilsynet etter allmennaksjeloven § 4-10 og verdipapirregisterloven § 6-3 har anledning til å få.

Høsten 2005/våren 2006 gjennomførte Kredittilsynet et prosjekt for å undersøke i hvilken utstrekning forvalterne var i stand til å oppfylle sin plikt til å gi opplysninger om reelle eiere bak sine forvalterregistrerte beholdninger i VPS. Det ble tatt utgangspunkt i samtlige beholdninger registrert på forvalterkonto pr. 15. september 2005, til sammen i overkant av 7500 beholdninger. Som følge av dette arbeidet ble det avdekket at enkelte forvaltere på det tidspunktet i liten eller ingen grad var i stand til å gi Kredittilsynet den forespurte informasjonen om de reelle kunder. Hos enkelte var det også liten vilje til å oppfylle forpliktelsene som følger av tillatelsen til å være forvalter etter norsk lov.

De forvalterne som ikke ville eller kunne oppfylle sine forpliktelser overfor Kredittilsynet ble gitt en frist til å innrette seg. Overfor enkelte ble det også nødvendig å varsle om tilbakekall av forvaltertilatelse. Mange forvaltere fant det nødvendig å inngå nye avtaler med sine kunder for kunne oppfylle sine forpliktelser overfor Kredittilsynet. Særlig gjaldt dette forvaltere i Sveits, Luxembourg og Østerrike, alle land med sterk banksekretesse.

Kredittilsynet forventer nå at samtlige forvaltere i VPS er i stand til å gi opplysninger om reelle kunder bak sine forvalterposisjoner.

Kredittilsynet er blant de tilsynsmyndigheter i Europa som har best lovmessig forankring for å få ut opplysninger om reelle kunder bak forvalterbeholdninger/transaksjoner på forvalterkonti. Således er Norge svært godt rustet på dette området, sammenlignet med de fleste andre land. Muligheten til å nå bak forvalterbeholdninger er et viktig virkemiddel i kampen mot verdipapirkriminalitet. Alternativet er å be om bistand fra utenlandske tilsynsmyndigheter, hvilket normalt er langt mer ressurskrevende og tar mye lengre tid enn å be om de samme opplysninger direkte fra forvalter. At de norske reglene om forvalterregistrering opprettholdes i en restriktiv form er således av stor viktighet. Selv med dagens lovverk utgjør forvalterregistrering ofte et forsinkende element når saker om markedsmissbruk skal undersøkes. Forvalterregistrering gjør det også vanskeligere å analysere seg frem til potensielt markedsmissbruk ved hjelp av søk i VPS. Utvalget har på den annen side ikke funnet grunn til å forslå skjerpelser i regelverket. Reglene om forvalterregistrering er for øvrig nylig vurdert i NOU 2005:13.

## 8.2.6 Offentlige registre som brukes til avdekking av verdipapirkriminalitet

I evalueringsprosessen har utvalget gjennomgått hvert enkelt ledd i kontrollkjeden for å identifisere eventuelt potensial for forbedring av effektiviteten. Det konstateres at Oslo Børs mangler tilgang til enkelte offentlige registre. Slik tilgang vil kunne øke effektiviteten i dette leddet. Markedsovervåkingen følger nyhetsbildet, utviklingen i børshandelen, børsmeldinger, internettsider, generelle makroforhold, ”chatting” på Internett, utviklingen på andre børser osv løpende i sitt daglige arbeid. Tilgang til VPS, herunder Innsideregisteret, samt myndighet til å kunne be børsmedlemmene om informasjon om for eksempel hvem som handler og dokumentasjon for ordreinnleggelsener, gjør at Oslo Børs avdekker unormale situasjoner som undersøkes løpende. Effektiviteten i disse undersøkelsene vil bedres ved tilgang til informasjon i enkelte offentlige databaser. Fordi dette leddet undersøker mange forhold, ofte rutinemessig eller på stikkprøvebasis uten at det foreligger mistanke, vil det å sikre tilgang til relevant registerinformasjon i dette leddet medføre at kontrollkjeden får gjort flere undersøkelser med høy kvalitet. Undersøkelsene utføres i dag, men man mangler altså en del relevant informasjon.

Ikke sjelden får børsen underhånden informasjon fra selskaper eller offentlige etater om kurssensitive forhold som markedet ennå ikke kjenner. I slike tilfeller følges aksjen tett (intensivt overvåking) av Markedsovervåkingen. Dersom handelsmønsteret endres i et slikt tilfelle, f eks i et selskap som borer etter olje, har man raskt behov for å vite hvem som arbeider på en rigg/i selskapet, for å kunne sjekke om noen av disse handler. Gjør de det vil det kunne være mulig å gripe inn ved børs pauser for å redusere skadeomfanget og stoppe kriminalitetsutviklingen, eller å rapportere forholdet for ytterligere oppfølging hos Kredittilsynet. Overvåkingen sitter ofte med informasjon om f eks ulykker, funn av olje, tørre brønner, avtaler som selskaper forhandler eller er i ferd med å inngå, eller andre kurssensitive forhold, før markedet er informert om disse. Tilgang til NAV er i disse tilfellene nødvendig dersom undersøkelsene - som gjøres rutinemessig - skal bli effektive nok.

Tilsvarende gjelder for folkeregisteret. Umiddelbar tilgang til slektsforhold, adresser osv har ofte stor betydning dersom Oslo Børs skal ta stilling til om det er taushetsbelagt informasjon på avveie. Uten slik tilgang vil ikke børsen kunne se det unormale mønsteret, og vil derfor heller ikke kunne gripe inn preventivt i kriminalitet som er under utvikling. Likeledes vil enkelte saker ikke bli rapportert, fordi Oslo Børs ikke ser dem. Riktignok kan Kredittilsynet gjennomføre slike undersøkelser i ettertid, men Kredittilsynet gjør ikke tilsvarende mange stikkprøvekontroller og rutineundersøkelser som Markedsovervåkingen på børsen. Register tilgang for Markedsovervåkingen vil derfor øke oppdagelsesrisikoen i verdipapirmarkedet.

Ligningsopplysninger var tidligere tilgjengelig for alle på web, men i dag er disse kun tilgjengelig på ligningskontoret. Markedsovervåkingen brukte disse listene løpende i sin kontrollvirksomhet. Typisk ble listene benyttet når Oslo Børs reagerte på en aktør i handelen, for å sjekke (litt overordnet) om vedkommende hadde økonomi til de investeringer som ble undersøkt. Viktige saker ble funnet på denne måten, en av dem endte opp med høyesterettsavgjørelse. I dag er denne muligheten sperret. Børsens Markedsovervåking har imidlertid behov for elektronisk tilgang til skattelister i kontrollen, i forbindelse med rutineundersøkelser og stikkprøver. Det er erfaring for at dette vil øke effektiviteten i dette leddet. Kredittilsynet benyttet for øvrig listene på samme måte og har samme behov for slik tilgang.

Markedsovervåkingen på Oslo Børs er atskilt fra øvrig børsvirksomhet, og overvåkingen er i lov og forskrift gitt fullmakter ut over øvrige børsfunksjoner. Eksempler på dette er tilgang til VPS for overvåkingsformål, samt ansvaret for bruken av opplysningspliktshjemlene (kreve informasjon fra medlemmer og børsnoteerte selskaper). Overvåkingen mottar, innhenter og håndterer daglig kurssensitive forhold, og er spesialisert nettopp på riktig behandling av slik sensitiv informasjon. De ansatte er underlagt lovbestemt taushetsplikt, som er straffesanksjonert. Behovet for registertilgang er begrunnet i lovpålagte oppgaver, plikten til å drive overvåking, samt plikten til å bistå Kredittilsynet i som ansvarlig forvaltningsmyndighet på området. Børsen mener således å ha et begrunnet behov som følger av offentligrettslige oppgaver og plikter. Børsen er også satt opp for å håndtere sensitiv informasjon korrekt, og er underlagt regulering på dette området. Utvalget antar at oppdagelsesrisikoen for verdipapirkriminalitet vil kunne øke dersom Oslo Børs gis tilgang til de nevnte registrene. På den annen side finner man grunn til å påpeke at slik tilgang reiser spørsmål knyttet til personvern. Utvalget bemerker at det er et politisk spørsmål hvilke av disse hensynene som bør veie tyngst.

### **8.2.7 Særskilt om innhenting av trafikkdata**

Med trafikkdata forstås eksisterende opplysninger om elektronisk kommunikasjon, herunder lister over foretatte inngående og utgående telefonsamtaler på spesifiserte telefonabonnenter mv. Det vil si at for eksempel fremtidige trafikkdata og telefonavlytting faller utenfor bestemmelsen. I praksis vil det gjerne dreie seg om lister fra teleselskapene over samtaler til og fra en telefon eller loggen over kommunikasjon til og fra en datamaskin for en tidsbegrenset periode.

Både Kredittilsynet og Økokrim har formell hjemmel til å innhente trafikkdata. Etter verdipapirhandelloven<sup>47</sup> kan enhver pålegges å gi de opplysninger Kredittilsynet krever, herunder fremlegge dokumenter, teknisk lagret informasjon og utskrift fra lagringsmedium, dersom Kredittilsynet har mistanke om overtredelse av de generelle atferdreglene i verdipapirhandelloven, reglene om meldeplikt eller børslovens regler om opplysningsplikt for utstedere. Bestemmelsen fastslår at opplysningsplikten gjelder uten hinder av taushetsplikt som nevnt i lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9 for så vidt gjelder trafikkdata, dersom det er gitt fritak fra slik taushetsplikt. Departementet kan etter anmodning fra Kredittilsynet gi slikt fritak. Adgangen til å gi fritak er delegert til Post- og teletilsynet. Bestemmelsen kom inn i verdipapirhandelloven ved gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet.

Grunnvilkåret for at det skal kunne bes om innsyn i trafikkdata er at Kredittilsynet har konkret mistanke om overtredelse av nærmere bestemte regler i verdipapirhandelloven, for eksempel reglene om misbruk av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon. Verdipapirforetak og markeds plasser vil i praksis ikke alltid være i besittelse av opplysningene Kredittilsynet har behov for i saker vedrørende slike overtredelser. Kredittilsynet har behov for innsyn i utskrift fra tele- og kommunikasjonsselskapenes registrering av samtaler til og fra en telefon, for å kunne gjennomføre sine tilsynsoppgaver effektivt.

I Ot.prp. 34 (2006-2007) på s. 259-260 uttaler departementet at bestemmelsen om innhenting av trafikkdata ikke har fungert etter sin hensikt, og at Kredittilsynet i praksis ikke har fått tilgang til nødvendig trafikkdata i saker med mistanke om misbruk av innsideinformasjon og markedsmissbruk. Årsaken til dette er bl.a noe tvil om hvilke saksbehandlingsregler som

---

<sup>47</sup> Se verdipapirhandelloven § 15-3

gjelder ved Kredittilsynets anmodning om opphevelse av taushetsplikt etter lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9. Disse problemene har vanskeliggjort Kredittilsynets arbeid med å avdekke mulig alvorlig økonomisk kriminalitet. I påvente av lovendringene som vil følge av gjennomføringen av datalagringsdirektivet, har departementet foreslått å innføre en ny forskriftshjemmel i verdipapirhandelloven, som legger til rette for å få på plass et system som inneholder nødvendige operasjonelle regler som ivaretar Kredittilsynets behov, og som samtidig legger til rette for at det gis utfyllende saksbehandlingsregler som ivaretar rettssikkerhetshensyn.

Departementet understreker i proposisjonen at ” Departementet ser det som avgjørende at Kredittilsynet får tilgang til informasjon som er nødvendig for å etterforske kriminalitet på verdipapirområdet.”

Utvalget deler departementets oppfatning av at dagens regler ikke har fungert. For Kredittilsynet er rask tilgang på trafikkdata av stor betydning for resultatet av undersøkelser i for eksempel innsidesaker. I disse sakene har det i flere tilfeller vist seg å være av avgjørende betydning å få rask avklaring med hensyn til hvem som har snakket med hverandre og på hvilket tidspunkt. Kredittilsynet har måttet legge vekk saker hvor det har vært svært sannsynlig at misbruk av innsideinformasjon har foregått fordi man ikke har fått tilgang til nødvendige trafikkdata. Det er således viktig at rammebetingelsene på dette området kommer på plass.

Økokrim innhenter jevnlig trafikkdata som ledd i etterforskningen av innsidesaker. Økokrim vil i slike tilfeller rette en henvendelse til Post- og Teletilsynet (PT) om opphevelse av teletilbyders taushetsplikt om trafikkdata, jf lov om elektronisk kommunikasjon § 2-9, jf strpl § 118. PT vurderer så om vilkårene for opphevelse er til stede. Dersom PT gir samtykke til opphevelse av taushetsplikten, kan Økokrim innhente trafikkdataene fra den enkelte teletilbyder. Dersom PT ikke gir samtykke til opphevelse, kan Økokrim bringe nektelsen inn for rettslig overprøving, jf strpl § 118 annet ledd. Tingretten vil da overprøve PTs avgjørelse. Hvis tingretten kommer til at trafikkdataene likevel skal kunne innhentes, vil dette gjøres ved et utleveringspålegg, jf strpl § 210.

Vilkårene for at trafikkdata skal kunne innhentes av Økokrim som beskrevet ovenfor, er i grove trekk at det er startet etterforskning i saken, at det foreligger mistanke om lovbrudd og at innhenting ikke anses som et uforholdsmessig inngrep overfor brukeren av telefonen.

Økokrims erfaring viser at innhenting av trafikkdata som en del av strafferettslig etterforskning i praksis har vist seg å være avgjørende for resultatet i saker vedrørende verdipapirkriminalitet. Innhenting av trafikkdata har således medført at mistanke er styrket i tilstrekkelig grad til å foreta andre typer etterforskningsskritt, som ransaking og beslag. Innhenting av trafikkdata danner således grunnlag for saken. I flere rettssaker har innhenting av trafikkdata også vist seg å være svært viktige bevis for at innsideinformasjon er videreført. Eventuelle innstramninger i den rettslige adgangen til å innhente trafikkdata vil ramme både Kredittilsynet og Økokrim og dermed hele kjeden. Det er et samlet utvalgs oppfatning av innstramning av regelverket for når trafikkdata kan innhentes vil representere et betydelig tilbakeskritt på dette feltet.

## 8.2.8 Mobilbruk på meglerbordet

Verdipapirhandelloven fastslår at verdipapirforetak plikter å foreta lydopptak i tilknytning til yting av investeringstjenester og tilknyttede tjenester etter nærmere regler fastsatt av finansdepartementet<sup>48</sup>. Nærmere regler er gitt i forskrift om verdipapirforetaks plikt til å foreta lydopptak av mottatte oppdrag og til oppbevaring av dokumentasjon vedrørende ordremottak<sup>49</sup>. I henhold til forskriften skal verdipapirforetak etablere betryggende rutiner for lydopptak av samtlige ordrer og indikasjoner på ordrer som er mottatt per telefon. Det foreligger også en anbefaling fra Norges Fondsmeglerforbund vedrørende lydopptak i verdipapirforetak. Anbefalingen gjelder blant annet rådgivning og ordremottak på annet enn tapet fasttelefon.

Praksis viser at lydopptak ofte er et sentralt bevis i saker om verdipapirkriminalitet. Dette gjelder særlig ved undersøkelser vedrørende misbruk av innsideinformasjon, markedsmannipulasjon, brudd på taushetsplikt og god forretningsskikk, samt forfordeling av kunder. I slike saker er det svært vanskelig å avdekke hva som faktisk har skjedd, og lydopptak er ofte avgjørende i så henseende. I mange saker som avsluttes uten anmeldelse/sanksjoner fra Kredittilsynet er en av grunnene manglende lydopptak, enten på grunn av brudd på reglene eller fordi reglene ikke pålegger verdipapirforetakene å ta opp de essensielle telefonsamtalene. Veldig ofte ser man at det har vært én eller flere samtaler på mobil mellom kunde og megler i forkant og etterkant av selve ordreinnleggelsen. Dette gjelder også saker som har blitt anmeldt. I og med at det finnes lydopptak på selve ordren er ikke dette nødvendigvis i strid med dagens regelverk. Kontrollkjeden mister imidlertid viktig informasjon om hvorledes transaksjoner er planlagt og foretatt. Dette har betydning for institusjonenes evne til samarbeid om avdekking og etterforskning av mulig kriminalitet. I tillegg kommer at lydopptak kan innhentes fra verdipapirforetakene umiddelbart, mens det som nevnt under pkt. 8.2.7 er mer tidkrevende å innhente trafikkdata. Idet tidsaspektet er viktig i saker vedrørende verdipapirkriminalitet vanskeliggjør det kontrollkjedens arbeid med å kartlegge kommunikasjonsmønstre at sentrale telefonsamtaler ikke blir registrert i verdipapirforetakene.

Kredittilsynet foretok i 2006 en systematisk kartlegging av interne rutiner for lydbåndopptak, herunder hvilke systemer som benyttes av verdipapirforetakene. Det ble samtidig undersøkt hvilke andre former for kommunikasjonskanaler som benyttes med kunder og foretakets rutiner omkring dette. På bakgrunn av undersøkelsen gjennomførte Kredittilsynet kan det konstateres at svært få av foretakene har fulgt opp Fondsmeglerforbundets anbefaling. Undersøkelsen tilsier at det er behov for en forskriftsendring. Bakgrunnen for denne vurderingen er at Kredittilsynet i undersøkelsen registrerte at verdipapirforetak ofte ikke kan fremskaffe lydopptak av kundesamtaler, fordi samtalene har blitt gjort på en telefonlinje det ikke er gjort opptak av, oftest meglerens mobiltelefon. I mange tilfeller er det kun selve ordren det foreligger opptak av, mens det åpenbart har foregått utapete telefonsamtaler på mobiltelefon i tilknytning til ordreinnleggelsen. En eventuell endring av lydopptaksforskriften er vil kunne bedre dette.

Kredittilsynet vurderer på denne bakgrunn å foreslå at plikten til å foreta lydopptak utvides til å gjelde samtlige telefonsamtaler verdipapirforetaket har med kunder i tilknytning til ordrer

---

<sup>48</sup> Se verdipapirhandelloven § 10-7

<sup>49</sup> Forskrift 11. juli 2003 nr 1322 (lydopptaksforskriften).

og indikasjoner på ordrer om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter. Tanken er at plikten til lydopptak også skal gjelde generell rådgivning knyttet til slik tjeneste og at lydopptakene skal utføres der tjenesten normalt ytes. Kredittilsynet vurderer også å foreslå en utvidelse av søkekriterier ved gjenfinning av lydopptak, for eksempel at det også skal være mulig å søke på kunden.

### 8.2.9 Utvidet bruk av Innsideregisteret

De siste årene har Oslo Børs kjøpt og utviklet flere datasystemer til bruk i overvåkings- og kontrollarbeidet. De fleste av disse systemene omfatter kun data som børsen selv har tilgang til. I den grad det hentes informasjon fra andre systemer, for eksempel VPS, skjer dette iht. egne lovhjemler.

Ytterligere effektivisering av søk i VPS vil åpenbart kunne styrke effektiviteten i kontrollkjeden. Med forholdsvis enkle dataprogrammer og databaser, som dels allerede er tilgjengelig, kan VPS-søk automatiseres. På denne måten vil man kunne programmere datasystemer til å sjekke enkeltinvestorer og selskapers handel og levere rapporter og analyser på funn. Store datamengder som i dag ikke er mulig å sjekke med manuelle rutiner og arbeidskraft, kunne vært gjennomført og maskinelt analysert. Det er i dag ikke noe forbud mot slike automatiserte søk i VPS, men heller ingen klar lovhjemmel. I kontrollkjeden har man derfor vært forsiktig og så langt ikke arbeidet med automatisering.

Et system børsen benytter i sitt overvåkingsarbeid er det såkalte "innsideregisteret". Dette registeret ble i samarbeid med VPS opprettet for å styrke overvåkingen av primærinnsideres meldeplikt. Systemet ble tatt i bruk i oktober 2000. Oslo Børs har konsesjon fra Datatilsynet for systemet.

Primærinnsidere (styremedlemmer, ledende ansatte osv.) skal melde fra til Oslo Børs straks de har gjennomført en handel i foretaket de er tilknyttet.<sup>50</sup> Meldeplikten gjelder også for handler gjennomført av primærinnsidernes nærstående. For å kontrollere at primærinnsidernes overholder reglene om meldeplikt, trenger børsen informasjon om alle transaksjonene disse personene gjør i foretakene de er tilknyttet. Transaksjonene blir så sammenholdt med meldingene primærinnsidernes plikter å offentliggjøre.

Ordningen fungerer slik:

- Børsen får informasjon fra de børsnoterte selskapene om hvem som er primærinnsidere i selskapene.
- Børsen får også informasjon fra primærinnsidernes dersom de har nærstående som eier eller handler verdipapirer.
- Navn og personopplysninger på primærinnsidere og deres nærstående sendes daglig til VPS.
- I VPS sjekkes den aktuelle primærinnsiders VPS konto. Dersom det er bevegelse på den aktuelle konto, får børsen beskjed om dette dagen etter.
- Børsen sjekker så om vedkommende primærinnsider har overholdt meldeplikten til markedet for seg og sine nærstående.

---

<sup>50</sup> Jf. verdipapirhandelloven § 4-1.

- Ved mistanke om brudd på meldeplikten sendes rapport til Kredittilsynet som undersøker forholdet nærmere.

Innsideregisteret er laget og godkjent for det formål å kontrollere overholdelsen av meldepliktsbestemmelsen. Registeret vil med små tekniske endringer kunne utvides til å omfatte overvåkning av handel foretatt av andre personer eller foretak enn primærinnsidere. En slik utvidelse ville kunne gi mulighet for å følge alle transaksjoner gjort av en bestemt investor for en nærmere angitt periode i ett, eller flere verdipapirer. Løsningen ville også kunne gi mulighet for å følge investorer over i tid; til å følge transaksjoner en spesiell investor, eller et investormiljø, foretar seg løpende. Endelig vil løsningen kunne gi mulighet for å følge handelen i et selskap når børsen har satt selskapet på intensivt overvåking. Dette vil kunne gi verdifull informasjon mht avvik fra normal handel, og således både sette børsen bedre i stand til å gripe inn ved børs pauser, samt å rapportere saker til Kredittilsynet der det er mistanke om ureglementert handel. Kredittilsynet ville også kunne bestille slike søk.

Undersøkelser som nevnt kan gjøres manuelt både av Oslo Børs og Kredittilsynet i dag. Tilgangen til VPS-systemet og den funksjonaliteten som finnes der, gir full mulighet til dette. En slik prosedyre er imidlertid ressurskrevende og lite effektivt. Det tar mange dager å følge en investors bevegelser i systemet, dersom det er noe omfang på handelen. Utvidet bruk av innsideregisteret ville altså kunne effektivisere kontrollen betydelig, mens informasjonstilgangen vil være den samme. På den annen side er løsningen forbundet med klare betenkeligheter. Primærinnsidene, som i dag finnes i registret, er personer med posisjoner i utstederselskapene som gjør at informasjon om deres handel er av særlig interesse. De har meldeplikt; og at deres handel overvåkes er en påregnelig følge av tilknytningsforholdet. De er dessuten klar over at de befinner seg på listen over primærinnsidere. En utvidelse av ordningen vil medføre at personer uten særskilt tilgang til innsideopplysninger, og som ikke er klar over det, vil overvåkes. Dette reiser andre og langt mer problematiske personvernspørsmål enn for primærinnsidene. Disse må veies opp mot behovet for å bekjempe verdipapirkriminalitet og den nytte en vil ha av det konkrete tiltaket. Endret bruk av innsideregisteret krever lovhjæmmel. Datatilsynet la ved godkjennelsen av innsideregisteret vekt på at børsens og Kredittilsynets kontroll med meldeplikten var en lovpålagt oppgave, og at oppgaven måtte løses ved den type funksjonalitet som var planlagt i innsideregisteret. Utvalget finner grunn til å peke på den mulighet for effektivisering utvidet bruk av innsideregistret vil kunne gi. Hensynet til personvern krever imidlertid varsomhet i et slikt spørsmål. Utvalget finner derfor ikke uten videre å ville gå inn for en adgang til utvidet bruk av registret, men finner det riktig å redegjøre for muligheten.

## **8.3 Kontakt mellom institusjonene under saksbehandlingen**

### **8.3.1 Skriftlig nedfelte retningslinjer for samarbeid**

Som utredningen over viser foreligger det skriftlig nedfelte retningslinjer for samarbeidet mellom Oslo Børs og Kredittilsynet. Det er institusjonenes oppfatning at disse retningslinjene fungerer etter sin hensikt og er dekkende for formålet. Mellom Kredittilsynet og Økokrim foreligger det ingen skriftlig nedfelte retningslinjer, med det uformelle samarbeidet fungerer godt. Kredittilsynet og Økokrim vil imidlertid vurdere nærmere hvorvidt samarbeidet bør formaliseres. Formalisering vil kunne gjøre samarbeidet mindre personavhengig og gjøre

systemet mer robust i forhold til utskifting av personale i de to institusjonene. Det er på den annen side viktig at et eventuelt formalisert samarbeid ikke vil være til hinder for at Kredittilsynet står fritt til å anmelde saker til Økokrim når dette vurderes som hensiktsmessig.

### **8.3.2 Tidlig kontakt viktig for alle institusjonene som omfattes av samarbeidet**

Samtlige institusjoner har i utvalget gitt uttrykk for at tidlig kontakt i saker som oppstår er av betydning for at arbeidet skal ”gli godt”. Fordelen med tidlig kontakt er at institusjonene kan foreta en arbeidsfordeling seg i mellom og kan avverge at en institusjon foretar skritt som i realiteten kan forstyrre de andre institusjonenes arbeid med saken. Etterforskningen av en sak kan ofte bli skadelidende dersom kunnskap om at undersøkelser pågår tilflyter personer under mistanke. At flere institusjoner foretar mer eller mindre ukoordinerte, parallelle skritt, kan for eksempel føre til at bevis forspilles og at involverte parter kan samordne sine forklaringer. For involverte parter er det heller ikke spesielt ønskelig at Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim i tur og orden foretar samme type undersøkelse, selv om dette i enkelte saker også kan være nødvendig. Utvalget er enig om at tidlig kontakt bidrar til at sakene legges opp på en effektiv og hensiktsmessig måte. Den etablerte praksis bør således videreføres.

### **8.3.3 Utveksling av personale og kompetanse for øvrig**

Tradisjonelt har det vært en streng arbeidsdeling mellom de tre institusjonene. Dette har representert en viss hindring i utveksling av både kompetanse og kapasitet i forhold til oppfølging av større enkeltsaker. Som utredningen over viser har imidlertid samarbeidet de senere år utviklet seg i retning av at mer omfattende kontakt. Forholdet mellom Kredittilsynet og Økokrim har vært gjenstand for markert utvikling. Som nevnt under punkt 7.2 og 7.3, bistår Kredittilsynet Økokrim og lokal påtalemyndighet ved gjennomføring av konkrete etterforskningsskritt som avhør og gjennomgang av beslag, i tilfeller der Kredittilsynets medarbeidere har spisskompetanse. Erfaringen viser at dette tiltaket er effektivt og bidrar til kompetanseheving begge steder. Selv om slik bistand institusjonene imellom medfører visse kapasitetsmessige utfordringer er det utvalgets oppfatning at den praksis som har utviklet seg er verdifull og bør videreføres.

Saker vedrørende verdipapirkriminalitet kan være kompliserte. Det kreves mye kompetanse og er svært tidkrevende arbeid. Et mulig tiltak for å effektivisere arbeidet med verdipapirkriminalitet er at saksbehandler i flere tilfeller enn i dag ”følger saken” til neste institusjon og yter bistand når denne institusjonen skal sette seg inn i saken. Utvalget anser at en løsning med bistand ved overlevering av store eller vanskelige saker vil kunne gi betydelig effektiviseringsgevinst i innledningsfasen. Løsningen fører også til kompetanseoverføring mellom institusjonene i form av økt kunnskap om de øvrige institusjonenes utfordringer og arbeidsmetoder. Dette kan igjen føre til at medarbeideren som er utlånt settes i stand til å ”overlevere” saker på en mer hensiktsmessig måte. Utvalget anser det imidlertid i utgangspunktet ikke hensiktsmessig at medarbeidere lånes ut for lengre perioder for å bøte på kapasitetsproblemer hos en av de andre institusjonene. Det må i utgangspunktet være et mål at institusjonene er tilstrekkelig bemannet til å løse sine oppgaver. En slik løsning satt i system vil primært føre til at en flytter reelle kapasitetsproblemer fra en institusjon til en annen. Utvalget foreslår imidlertid at det legges opp til at saksbehandler i en innledende fase ”følger saken” til neste institusjon i noe større grad enn i dag. Pr i dag er løsningen prøvet ut mellom



Kredittilsynet og Økokrim, dog for en lengre periode enn utvalget ser for seg her. Det bør vurderes om tilsvarende ordning kan etableres ved overlevering av større saker fra Oslo Børs til Kredittilsynet, i første rekke kompliserte manipulasjonssaker. Løsningen vil kunne etableres uten endring av institusjonenes rammebetingelser. En forutsetning er imidlertid at dette ikke går ut over børsens plikter til å overvåke markedet og til å rapportere funn til Kredittilsynet.

### **8.3.4 Samarbeidsforum**

Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim har siden 2000 forsøkt å avholde 1-2 samarbeidsseminarer for de ansatte som arbeider med verdipapirkriminalitet pr år. Dette er temarelaterte møter hvor aktuelle problemstillinger drøftes. I de fleste tilfeller har dette vært dagsseminarer, unntaksvis er det avholdt seminarer over to dager. Seminarene har vært lærerrike for deltakerne, og har bidratt til kompetansedeling og til å bygge opp det samarbeidsklimaet som er utviklet. De siste par årene har det imidlertid vært vanskelig å få avsatt tilstrekkelig tid til gjennomføring av seminarene grunnet den pressede ressursituasjonen. For effektiviteten og utviklingen i kontrollkjeden er det viktig at disse samarbeidsseminarene gjenopptas.

Som det fremgår av denne rapporten, er det i enkelte tilfeller behov for nærmere diskusjon mellom de tre institusjoner om prioriteringer, bevisvurderinger, hvordan det skal samarbeides for å få frem de mest komplekse sakene osv. Det bør i noe større grad tilrettelegges for slike diskusjoner. En praktisk løsning kan være å invitere Økokrim med i de Overvåkingsutvalgsmøtene som avholdes ca. annen hver måned mellom Oslo Børs og Kredittilsynet. Disse møtene er laget for diskusjoner og tilbakemeldinger i saksarbeid, herunder prioriteringer mv. Samarbeidet i kontrollkjeden bør kunne styrkes ytterligere på denne måten.

For øvrig ønsker ikke utvalget å etablere nye faste fora for samarbeid. Bakgrunnen er at dette er tid- og ressurskrevende, og at man har et godt operativt samarbeid i hele kjeden i det daglige virket.

## **9 Behov for endring av rammebetingelser for øvrig**

### **9.1 Adgang for KT til å ilegge administrative gebyrer**

Kredittilsynet har i brev av 31. oktober 2005 til Finansdepartementet oversendt et høringsnotat med forslag til innføring av gebyr ved overtredelse av enkelte bestemmelser i verdipapirhandelloven. Kredittilsynets utgangspunkt er at adgang til å ilegge overtredelsesgebyr på verdipapirrettens område vil effektivisere regelverket. Kredittilsynet avdekker hvert år en rekke overtredelser av verdipapirhandellovens generelle atferdsregler, herunder reglene om meldeplikt. Det har vist seg lite hensiktsmessig å forfølge alle overtredelser strafferettslig. For det første kan en strafferettsreaksjon i enkelte tilfeller være en for streng reaksjon. For det annet forutsetter påtalemyndighetens begrensede ressurser en streng prioritering mellom alvorlige og mindre alvorlige forhold. I tilfeller der Kredittilsynet har konkludert med at det foreligger en overtredelse, kan ileggelse av overtredelsesgebyr, som

alternativ til anmeldelse, ha den nødvendige preventive effekt i markedet, gi en rask og effektiv avklaring av saken for lovovertræder og gi et mer nyansert reaksjonssystem. Kredittilsynets utgangspunkt er at overtredelsesgebyr bør ilegges ved mindre alvorlige overtredelser av regelverket, men at overtredelse av flere bestemmelser kan være egnet for denne sanksjonsformen. Tilsvarende bør straff, som hovedregel, anvendes ved mer alvorlige brudd. Kredittilsynets forslag er behandlet i Ot.prp. 34 (2006-2007). I ny lov om verdipapirhandel er det innført en ny bestemmelse som gir Kredittilsynet hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr ved brudd på reglene om flaggeplikt, krav til innhold i flaggeplikt, regler om løpende informasjonsplikt og reglene om finansiell rapportering. Det forutsettes at overtredelsesgebyr benyttes ved mindre grove overtredelser av reglene. Det er åpnet for å kunne delegere sanksjonsmyndighet for brudd på utstederforetakenes informasjonsplikt. I likhet med verdipapirhandellovutvalget og de fleste høringsinstansene, har departementet imidlertid kommet til at ”man bør avvente oppfølgingen av Sanksjonslovutvalgets utredning i NOU 2003:15 før man tar stilling til om overtredelsesgebyr bør være sanksjon for andre overtredelser.”

Utvalget legger til grunn at innføring av overtredelsesgebyrene det her legges opp til vil bidra til effektivisering av arbeidet mot verdipapirkriminalitet. Det bør således legges til rette for at bestemmelsene kan anvendes så snart som mulig. Utvalget bemerker videre at det er av stor betydning av Sanksjonslovutvalgets utredning gis prioritet og behandles så snart som mulig.

## **9.2 Avgjørelser hos Kredittilsynet og Økokrim med konsekvenser for den videre oppfølgingen**

Som det fremgår av 5.2.2 vil mange saker som utredes av Kredittilsynet, være oversendt fra Oslo Børs som et resultat av børsens markedsovervåking. Terskelen for oversendelse til Kredittilsynet skal være lav. Enkelte saker vil av den grunn ikke gi grunnlag for inngående oppfølging fra Kredittilsynet, men legges bort etter en vurdering. Det vil imidlertid også kunne forekomme tilfeller hvor det er ulike vurderinger mellom Oslo Børs og Kredittilsynet om hvorvidt saken bør politianmeldes. Kredittilsynet vektlegger børsens vurderinger, men tar selv standpunkt til anmeldelsesspørsmålet. Kredittilsynet må kommunisere godt med børsen i disse spørsmålene, spesielt når det er uenighet om prioriteringer. Børsens bruker store ressurser på markedsovervåking og har behov for oppdatert informasjon om disse vurderingene, som igjen er av betydning blant annet for børsens ressursbruk og prioriteringer. God kommunikasjon, herunder raske og velbegrunnede tilbakemeldinger, er også viktig for motivasjonen i arbeidet for dem som arbeider med Markedsovervåking. Alvorlige eller kompliserte saker som må legges vekk av prioriteringshensyn grunnet mangel på ressurs i Kredittilsyn eller hos Økokrim, kan skape frustrasjon, da børsens ressursbruk og innsatsen fra enkeltpersoner i slike tilfeller fremstår som bortkastet. Det er et myndighetskrav at børs skal avdekke og rapportere mistanke om verdipapirkriminalitet. Et slikt regime stiller også krav til myndigheten som må følge opp mulig kriminalitet ved undersøkelser og anmeldelser i tilfeller der det foreligger en bevissituasjon som gir grunnlag for etterforskning. Terskelen for å anmelde et forhold og starte etterforskning bør ikke ligge for høyt. At aktører slipper unna etterforskning grunnet ressursmangel og harde prioriteringer kan fremstå som urettferdig og skade tilliten til verdipapirmarkedene.

Tilsvarende problemstilling oppstår i forholdet mellom Kredittilsynet og Økokrim i saker hvor Kredittilsynet finner at det er sterk grunn til mistanke om straffbar handling og hvor det

etter Kredittilsynets vurdering er et tilstrekkelig grunnlag for å iverksette etterforskning i Økokrims regi. Når uenighet oppstår, vil det oftest være begrunnet i ulik oppfatning mellom Kredittilsynet og Økokrim av hvor godt bevisgrunnlaget knyttet til skyldspørsmålet er. Det forekommer derimot ikke ofte at Økokrim og Kredittilsynet har ulike syn på lovforståelsen.

Kredittilsynet er innforstått med prinsippet om at tiltale ikke bør reises med mindre beviset er tilstrekkelig til fellelse i retten. Likevel er Kredittilsynet av den oppfatning at den spesielle bevisituasjonen som ofte forekommer i saker knyttet til verdipapirkriminalitet, kan tilsi at sakene forelegges for domstolene til avgjørelse - selv hvor det kan være en viss tvil knyttet til utfallet. Man har imidlertid merket seg at Økokrim i den senere tid har tatt ut tiltale i saker hvor det vesentlige bevisgrunnlaget er indirekte bevis i form av sterke indisier. En slik offensiv holdning er etter Kredittilsynets vurdering nødvendig i denne type saker.

Utvalgets medlem fra Økokrim ønsker å kommentere to forhold ved Kredittilsynets syn på beviskravet slik det er framlagt ovenfor: Beviskravet er grunnleggende i straffesaker. Det følger av riksadvokatens direktiver at påtalemyndigheten må være overbevist om siktedes straffeskyld for å ta ut tiltale, og den må være av den oppfatning at straffeskylden kan bevises i retten. Bevisbyrden i retten er i straffesaker "bortenfor enhver rimelig tvil". Det er altså ikke slik at påtalejurister har adgang til å ta ut tiltalebeslutninger i saker hvor de vurderer det til å være tvilsomt om tiltalen vil føre til domfellelse. Kredittilsynets uttalelse ovenfor kan forstås som en uttalelse som støter an mot de grunnleggende bevisnormene i straffesaker, og medlemmet fra Økokrim vil derfor presisere at dette ikke er hennes syn. Det andre forholdet er synet på indisier. Sondringen direkte bevis - indisiebevis (indirekte bevis) har først og fremst interesse i anglosaksisk rett; norsk straffeprosessrett har prinsippet om fri bevisvurdering. Verdien av et konkret bevis varierer i praksis ikke primært med om det er direkte bevis eller indisiebevis.

Et annet forhold som fra tid til annen foranlediger ulike oppfatninger, er vurderingen av om en sak bør behandles av Økokrim eller om den bør kunne etterforskes av lokal politimyndighet. Kredittilsynet har erfaring for at lokale politimyndigheter ofte vil ha problemer med å etterforske saker som er preget av kompliserte verdipapirrettslige forhold og hvor det kreves særlig kompetanse for å vurdere handlingsforløpet. En verdipapirsak vil således kunne kreve uforholdsmessig mye ressurser og være tilsvarende vanskelig å prioritere for et lokalt politidistrikt. Dette gjelder selv om Økokrim, og i en del tilfeller Kredittilsynet, bistår i arbeidet. Det er imidlertid viktig å presisere at enkelte lokale politidistrikter har vist stor evne og vilje til å etterforske og å prøve saker for domstolene.

Det er imidlertid utvalgets oppfatning at det ville være mer rasjonelt og kostnadseffektivt at alle saker som har stor verdipapirrettslig kompleksitet ble etterforsket av Økokrim selv. Det er grunn til å anta at en ressurstilførsel til Økokrim som ble anvendt på verdipapirområdet ville kunne utnyttes vesentlig mer effektivt enn om tilsvarende ressurser anvendes dessentralt, dvs gjennom lokale politidistrikter. Synspunktet er at slike saker aldri vil forekomme i et slikt antall at det vil kunne forsvare å bygge opp spesialkompetanse hos det enkelte politidistrikt eller gjøre disse i stand til å bygge opp en erfaringsbase som kan utnyttes effektivt. Verdipapirmarkedet er svært dynamisk. Dette innebærer at atferden i markedet endres hurtig. Det samme vil gjelde for kriminaliteten i markedet. Også av denne grunn vil det kunne være vanskelig å bygge opp en base av saker som kan benyttes som erfaringsbase for lokale politikammer. Av saker som ville kunne etterforskes mest effektivt av Økokrim, nevnes saker knyttet til mistanke om markedsmanipulasjon, innsidehandel eller annet misbruk av

innsideinformasjon. For nevnte regelbrudd er det for øvrig en strafferamme på seks års fengsel, noe som viser at brudd på dette regelverket vurderes som svært alvorlig.

Derimot har man etter hvert erfaring for at mindre kompliserte regelbrudd har vært behandlet på en god måte av lokale politimyndigheter. Det kan i første rekke vises primærinnsideres brudd på plikten til å melde transaksjoner til børsen. Disse sakene vil normalt være ferdig utredet av Kredittilsynet. Den straffbare handlingen vil normalt være oversiktlig og vel dokumentert. Det er grunn til å videreføre og evt videreutvikle denne form for praksis for oppfølging av saker som har preg av å være formalbrudd på bestemmelsene.

For så vidt gjelder de ressursmessige sidene ved en omlegging vises til pkt 9.3.

Et alternativ til at Kredittilsynet sender saker til lokale politimyndigheter er å sende alle saker til Økokrim og at Økokrim selv vurderer videre forsendelse. Dette ville medføre at Økokrim i tillegg til Kredittilsynet ville få en samlet oversikt over alle anmeldelser for verdikriminalitet. I Danmark har man valgt denne modellen (se pkt 7.5 ). Også Finland har valgt en modell hvor alle saker kanaliseres gjennom en politimyndighet.

Økokrim, derimot, påpeker at en slik løsning ville harmonere dårlig med løsninger som ellers er valgt i det norske politi- og påtalesystemet. Økokrim kan for øvrig ikke instruere politidistriktene til å iverksette etterforskning av saker. På den andre siden ville det, ikke minst dersom Økokrims skal innta en mer sentral rolle innen verdipapirområdet, jf ovenfor, være meget hensiktsmessig at alle Kredittilsynets anmeldelser til lokale politidistrikter sendes i kopi til Økokrim til orientering.

## **9.3 Ressursbehov / kompetanseutvikling**

### **9.3.1 Hvilke forberedelser ligger bak en fellende dom**

I alminnelighet vil både Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim være involvert i en sak som ender i retten. Som gjennomgått ovenfor, har de tre organene ulike roller, noe som gjenspeiles i ressursbruken. Imidlertid vil beskrivelsen av ressursbruken hos det enkelte organ være avhengig av hvilke perspektiv en velger. Bildet endres dersom en tar i betraktning de ressursene som medgår på kontrollstadiet til undersøkelser omkring atferdsreglene som ikke munner ut i noe straffesak. I denne sammenheng bemerkes at Økokrim ikke driver markedsovervåkning og sjeldent åpner etterforskning i et sakskompleks uten at anmeldelse er inngitt. Om forholdet mellom undersøkelsessaker og anmeldelser vises til pkt 5.3.

I det følgende vil utvalget knytte sine kommentarer til ressursbruken i et snevrere perspektiv dvs. hvilken ressursbruk som ligger bak en fellende dom innenfor et avgrenset sakskompleks.

Det er ikke foretatt empiriske undersøkelser i kontrollkjeden over hvilke forberedelser, eller hvilken ressursbruk, som ligger bak en fellende dom. Journalist Dag Willoch i bladet Kapital foretok imidlertid undersøkelser av ressursbruken i forbindelse med sin artikkel ”*Jakten på innsidehandlerne*”, publisert i Kapitals nr 18/2006. Artikkelen dreier seg hovedsakelig om ”Sense-saken”. ”Sense-saken” var som nevnt den første innsidesaken behandlet i Høyesterett.

Willochs anslag over medgåtte ressurser til saken er, etter det vi forstår, bygd på samtaler med involverte personer i de tre organene i kontrollkjeden. Ressursbruken som er angitt av Willoch må derfor vurderes som anslag.

”Sense-saken” var en relativt liten sak. To personer var anmeldt for misbruk av innsidehandel og ble etterforsket for forholdet. Den ene personen ble tiltalt og domfelt for egen innsidehandel og tilskyndelse. Den andre personen ble etterforsket for egen innsidehandel. Saken mot ham ble henlagt etter bevisets stilling. Alle mistankene gjaldt samme selskapsbegivenhet. I tillegg ble den førstnevnte personen etterforsket for ytterligere ett tilfelle av innsidehandel i forkant av en annen selskapsbegivenhet. Sistnevnte forhold ble henlagt etter bevisets stilling. I tillegg ble ytterligere ett tilfelle av mulig innsidehandel (i forhold til en annen selskapsbegivenhet) etterforsket i forhold til den personen som endte opp med å bli dømt i saken.

I artikkelen i Kapital fremgår:

*”Kapital har forsøkt å kartlegge ressursbruken i [...] -saken. Vi anslår at det samlet har medgått 2.600 timer fra saken ble unnfanget ved Oslo Børs/Kredittilsynet til Høyesterett har sagt siste ord i saken.*

*Trenger man virkelig å benytte så mye tid på å få en så vidt enkel sak skikkelig belyst?*

*Geir Holen i Kredittilsynet anslår at det tok mellom 60 og 70 arbeidstimer å kartlegge mesteparten av de faktiske forholdene. Dette tilsvarer 2.5 prosent av medgått tid (se graf). ØKOKRIM mottok anmeldelsen 13. mai 2003, dvs ca seks uker etter at budet ble fremmet.*

*Tiltale ble tatt ut 14. mars 2005, mens Høyesterett satte punktum for saken 5. september 2006. Førstestatsadvokat og leder for verdipapirteamet, Hedvig Moe, førte saken i alle instanser. Hun anslår at ØKOKRIM har brukt rundt 1.700 timer på saken, inklusive forberedelse til og gjennomføring av rettssakene.”*

ØKOKRIM har grunn til å tro at Willochs anslag over prosentvis ressursbruk i ”Sense-saken” fordelt på hhv børsen, Kredittilsynet og Økokrim kan gjenfinnes i andre verdipapirsaker.

Kredittilsynet vil for sin del bemerke at Sense-saken var spesiell idet likviditeten i denne aksjen var begrenset i den aktuelle undersøkelsesperioden og kretsen som hadde innsideinformasjon var snever. De faktiske slektskapsforhold og de aktuelle handlingene var enkle å kartlegge for Oslo Børs og Kredittilsynet. På Økokrims hånd ble saken behandlet i alle rettsinstanser, noe som ikke kan sies å være det normale. I den andre enden av skalaen finnes eksempler på saker som har resultert i tilståelsesdom.

I saker knyttet til vesentlige selskapsbegivenheter i større børsnoterte selskaper vil bildet være annerledes. Her vil Oslo Børs og Kredittilsynet måtte gjennomgå en rekke handler og kartlegge en informasjonsflyt som kan være omfattende. Det vises i denne forbindelse til beskrivelsen av kartlegging av innsidesaker, pkt 3.5.1

Det er ingen tvil om at undersøkelse, etterforskning og iretteføring av innsidesaker – og verdipapirsaker generelt – innebærer betydelig ressursbruk. Det er mange grunner til dette. En

årsak er som nevnt at bevisbildet er vanskelig og skjørt i denne typen saker. Det foreligger sjelden konkrete bevis på hvilken informasjon som er overført, for eksempel fra en person som beviselig sitter med innsideinformasjon til den som handler. En annen årsak er at rettskildebildet i innsidesaker er utfordrende. For det første foreligger det begrenset med rettspraksis, hvilket leder til større ressursbruk på dette området både under etterforskning og irettføring. For det andre har det vært hyppige lovendringer i verdipapirhandelloven kapittel 3. Dette kompliserer rettskildebildet og dermed de juridiske spørsmålene som skal tas stilling til og behandles i løpet av saken.

Økokrim er av den oppfatning at ressursbruken uten tvil er størst i Økokrim. Dette er naturlig i og med at størstedelen av undersøkelsene i sakene, etterforskningen, finner sted hos politi/påtalemyndighet. Behandlingen av saken hos Oslo Børs og Kredittilsynet er innledende i forhold etterforskningen og gir grunnlag for strafforfølgingen. Som strafferettsetat har Økokrim til oppgave å føre sakene frem til rettskraft, mens Oslo Børs og Kredittilsynets oppgave er å etablere mistanke om at det har skjedd noe straffbart. Økokrim forholder seg til de klart strengeste beviskravene; for at tiltale skal tas ut må skyld kunne bevises utover rimelig tvil. Dette fordrer grundige undersøkelser og vurderinger. Når man vurderer ressursbruken i Økokrim, må man imidlertid også ta hensyn til at en stor del av sakene som anmeldes fra Kredittilsynet vokser i løpet av etterforskningen. Det oppdages gjerne flere forhold hos de anmeldte personene som gir grunn til å starte ytterligere etterforskning eller man finner grunn til å mistenke andre personer for å være involvert. En slik utvikling er naturlig og logisk i og med at Økokrim nettopp trenger dypere ned i faktum gjennom sin etterforskning.

### **9.3.2 Nærmere om ressursbehov og kompetanseutvikling**

Oppdagede saker som legges bort grunnet mangel på ressurser eller fordi kompetansesituasjonen ikke er tilfredsstillende, skaper usikkerhet for markedsdeltakerne og vil påvirke deres tillit til markedet. Videre skaper slike avgjørelser usikkerhet for aktører som kommer i søkelyset. Slike avgjørelser kan derfor bidra til negativ atferdsutvikling og skape grobunn for det kontrollkjeden primært ønsker å motvirke, at kriminalitet i verdipapirmarkedet lønner seg.

Et naturlig spørsmål å stille, er om det ville vært avdekket og reagert på mer kriminalitet i verdipapirmarkedet dersom institusjonene som inngår i kontrollkjeden hadde hatt tilgang til mer ressurser. Ser man spørsmålet opp mot utviklingen de seneste 10 – 15 år, er det forholdsvis åpenbart at den tilførsel av ressurser som har funnet sted til alle de tre institusjonene, har gitt resultater. Dette har gitt seg utslag i større kapasitet til å drive markedsovervåking, tilsynsarbeid og strafforfølging. Ved alle tre institusjoner har man fått kapasitet til å arbeide med flere saker samtidig enn tidligere. I tillegg har alle tre institusjoner større muligheter for å følge opp saker som er særlig ressurskrevende og faglig kompliserte.

Selv om kapasiteten gradvis er økt de senere år, er det likevel klart at flere saker ville vært avdekket dersom kapasiteten hadde vært større. Dette gjelder i første rekke for Kredittilsynet og Økokrim hvor ressurstilgangen til en hver tid er resultat av strenge prioriteringer opp mot andre formål. For Oslo Børs gjelder i utgangspunktet tilsvarende. Streng kostnadskontroll og detaljert planlegging av virksomheten er nødvendige elementer for en markeds plass som Oslo Børs. Børsen står imidlertid noe friere ved plutselige eller uforutsette endringer, som til en viss grad kan håndteres fleksibelt.

Som nevnt er et utviklingstrekk som stadig blir tydeligere, at verdipapirpapirkriminaliteten blir mer komplisert og vanskelig å trenge inn i. Dette har delvis sammenheng med at regelbruddene er vanskelig å oppdage, delvis at det er vanskelig å føre bevis. I tillegg til at det er vanskelig å føre bevis for handlingsforløpet i regelstridig virksomhet, kan det være vanskelig å føre bevis for at handlingen er ulovlig. Denne utviklingen må ses i sammenheng med at enkelte aktører gjennom aggressiv atferd beveger seg i grenseland for hva som er lovlig, for eksempel ved omgåelser av regelverket.

Ut fra ovennevnte, er det naturlig å spørre om mer kriminalitet i verdipapirmarkedet ville bli avdekket og reagert på dersom institusjonene foruten mer ressurser i sin alminnelighet hadde hatt bedre tilgang på høyt kvalifisert fagkompetanse. Også dette spørsmålet vil nok klart måtte besvares bekreftende. Her vil imidlertid også svaret måtte holdes opp mot den kompetanseutvikling som har funnet sted de senere år. Ved alle tre institusjoner er det bygget opp særskilte miljøer rundt atferd og atferdsbestemmelser i verdipapirmarkedet. Alle tre institusjoner ser behovet for å etablere en "kritisk masse", dvs operere med organisatoriske enheter med en mistestørrelse for å kunne opprettholde og videreutvikle spesialkompetanse. For høyt kvalifiserte medarbeidere vil mulighetene for å finne forankring i og tilhørighet til et anerkjent fagmiljø ofte være viktig. I tillegg vil det i større saker normalt være klare krav til å arbeide i team, noe som forutsetter god intern kommunikasjon og gjensidig anerkjennelse.

Både Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim må til enhver tid forholde seg til begrenset tilgang på ressurser. For Kredittilsynet og Økokrim vil årlige bevilgninger og budsjettammer samt styringssignaler fra overordnet myndighet være utgangspunktet. For hver av etatene vil det imidlertid være en viss frihet til intern ressursstyring. Her vil man hvert år i virksomhetsplanleggingen kunne vurdere vektleggingen av innsatsen mot verdipapirmarkedet som sådan, men også hvilke oppgaver innen verdipapirmarkedet som skal vies særlig oppmerksomhet. For Kredittilsynet vil det være snakk om å prioritere mellom oppfølging av institusjoner med konsesjon, herunder verdipapirforetak, forvaltningsselskap for verdipapirfond og infrastrukturforetak, eller på den annen side gi særlig prioritet til oppfølging av den alminnelige atferden i markedet, herunder misbruk av innsideinformasjon, manipulasjon m.v.

Som det fremgår i pkt 5.3, har ett av etterforskningsteamene ved Økokrim (Verdipapirteamet) særansvar for verdipapirstraffesaker. Som nevnt samme sted er det Økokrims strategi at enheten skal ta noen utvalgte saker. Det er ikke meningen, og Økokrim har langt fra kapasitet til, at alle alvorlige saker om økonomisk kriminalitet skal håndteres ved enheten. Tallmessig etterforskes de langt fleste sakene om økonomisk kriminalitet i økoteamene som er etablert i de lokale politidistriktene.

Siden etableringen av Verdipapirteamet i 2000 har det vært en jevn utvikling i retning av øket press på teamets saksrettede arbeid. Det har også forekommet at manglende etterforskingskapasitet på teamet har vært årsak til at saker har blitt avvist. Dette, sammenholdt med den effektivitets- og kvalitetsøkningen som fortsatt skjer i børsens og Kredittilsynets avdekking og initielle behandling av sakene, viser at en omlegging som antydnet i forrige avsnitt, som ville innebære et avvik fra det som gjelder for Økokrim ellers (bare en relativt liten andel av straffesakene håndteres ved Økokrim), ikke kan skje uten at Verdipapirteamet tilføres mer ressurser. På bakgrunn av de siste års erfaringer, kan det anslås at en dobling av teamets ressurser vil kunne ta unna hoveddelen av de komplekse sakene på

området. En nærmere gjennomgang og vurdering er imidlertid nødvendig før man kan komme med en angivelse av antatt fremtidig ressursbruk som går utover kvalifisert gjetning. Det vil fortsatt være tale om relativt få personer. Enheten har i dag ikke slike personellressurser tilgjengelig, og det vurderes ikke som en farbar vei å overføre personell internt og dermed nedprioritere virksomheten på andre kriminalitetsområder.

For Oslo Børs som privat selskap vil styrende organer, generalforsamling og styre, i utgangspunktet ha bestemmende innflytelse på ressursallokeringen. Konesjonsvilkår og bestemmelser i børslovgivningen setter imidlertid klare minimumskrav til børsens plikt til å drive overvåking av markedet og at tilstrekkelig med ressurser benyttes til dette formål.

Ettersom ressurstilgangen i statsforvaltningen til enhver tid vil måtte være begrenset, vil både Økokrim og Kredittilsynet som nevnt måtte prioritere strengt. Dette betyr at saker hvor det i utgangspunktet er mistanke om verdipapirmarkedskriminalitet, vil måtte legges vekk dersom forholdet mellom mistankens styrke, alvorlighetsgraden i saken og forventet ressursbehov knyttet til en eventuell etterforskning, tilsier det. Den faktiske vurdering vil måtte gjøres av Kredittilsynet eller Økokrim. Selv om Oslo Børs, Kredittilsynet og Økokrim i dag bestreber seg på å drøfte konkrete saker i en tidlig fase, oppstår det frustrasjon og spill av ressurser når en sak utredes grundig av en eller to av institusjonene for deretter å bli avvist eller henlagt av en annen.

En streng prioritering vil måtte innebære at saker henlegges i en tidlig fase, uten at det er gjort grundige undersøkelser. Dersom man avstår fra å følge opp saker som er alminnelig kjent i markedet, vil dette som tidligere nevnt kunne virke demoraliserende på aktørene, som oppfatter at det ikke reageres på ulovlig eller kritikkverdig atferd.

Som nevnt ovenfor, har det de senere år blitt utviklet til dels sterk fagkompetanse i alle tre institusjoner. I tillegg har det som nevnt vært positive erfaringer med å utveksle kompetanse, ved å utveksle medarbeidere og ved å samarbeide tett om konkrete oppgaver og saker. Selv om utviklingen i så måte har vært god, står man overfor en betydelig utfordring knyttet til å beholde ekspertise og til å rekruttere nye medarbeidere med relevant erfaring. Et generelt stramt arbeidsmarked kombinert med et økende behov hos verdipapirforetak og advokatfirmaer for å rekruttere medarbeidere med erfaring fra håndhevelse av rettsregler innen verdipapirmarkedet, gir store utfordringer i forhold til lønnspress. Her vil særlig Kredittilsynet og Økokrim måtte forholde seg til statlige rammebetingelser med begrenset fleksibilitet, mens Oslo Børs har en noe friere stilling. Det er derfor utvalgets oppfatning at det bør vurderes hvorvidt det kan etableres avlønningssystemer som gjør det mulig å konkurrere mer effektivt om høyt kvalifiserte medarbeidere. Det bør i denne sammenheng undersøkes hvordan man i andre europeiske land forholder seg til tilsvarende problemstilling.

Spørsmålet om hvor mye ressurser som bør allokere til bekjempelse av verdipapirkriminalitet vil i siste instans være en politisk vurdering. Ressurstilgangen til og ressursstyringen i Økokrim og Kredittilsynet vil måtte bestemmes gjennom de ordinære budsjetttrutinene for statsforvaltningen. For Oslo Børs vil ressursbruken opp til et minimumsnivå måtte bestemmes gjennom de konsesjonsvilkår Oslo Børs til enhver tid underlegges. Men børsens egen satsning på kontroll med markedsaktørene for oppfølging av markeds kvalitet, øvrige forpliktelser i børsregelverk og avtaler samt børsen egne prioriteringer på området – f.eks. i hvilken grad man ønsker å samarbeide internasjonalt på overvåkingssiden, vil også være av stor betydning for effektivitet. Ressursbruken på børsen vil derfor ikke kun bestemmes av konsesjonsvilkår, men også av børsens egne organer – styre og generalforsamling.



Det er viktig å innse at avkastningen av det som investeres i kriminalitetsbekjempelsen vil være styrket tillit til verdipapirmarkedet som finansieringskilde og som investerings- og sparealternativ slik som beskrevet under pkt 3.1.

En samlet vurdering av dagens situasjon indikerer klart at Økokrim og Kredittilsynet er de knappe faktorene i bekjempelse av verdipapirkriminalitet. For begge etater er det behov for mer ressurser. Kredittilsynet har også behov for større frihet til å anvende de ressurser man disponerer. Større fleksibilitet i avlønningen av medarbeidere med spesialkompetanse ville styrke mulighetene for ytterligere bedring av resultatene.

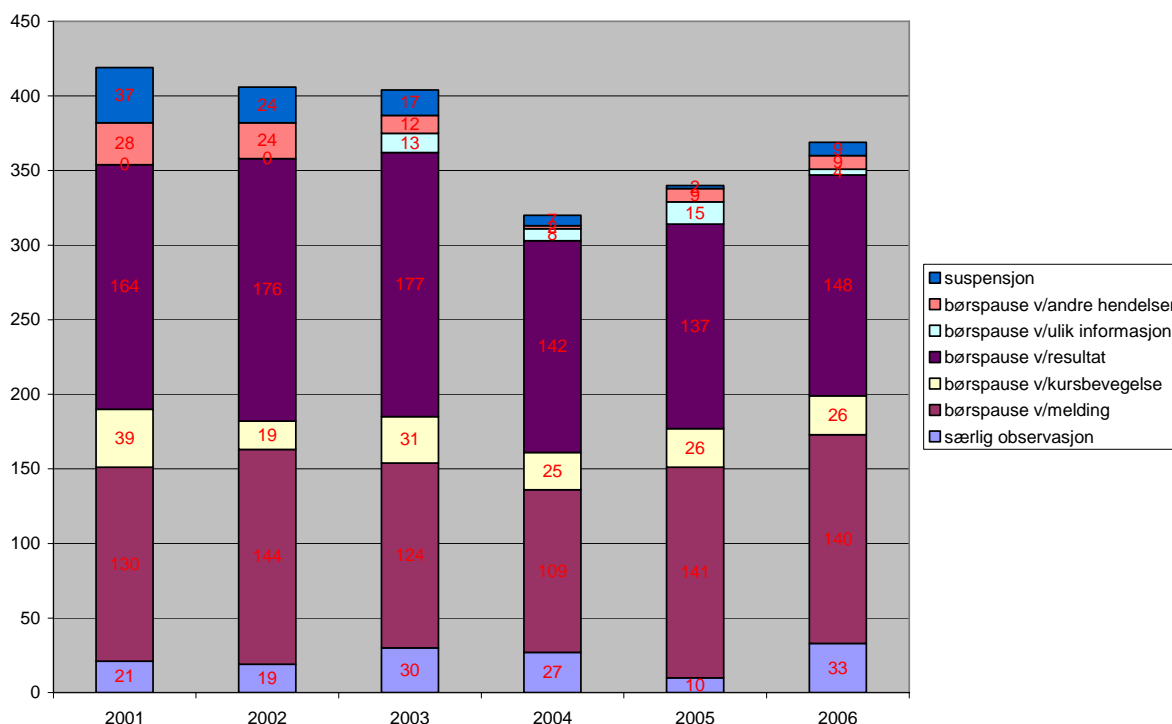
## **10 Forebyggende tiltak**

### ***10.1 Børsens forebyggende arbeid***

Det ligger i børsens strategier at man skal gjøre det som er mulig for å begrense kriminalitet. De mange tusen henvendelser fra børsen til børsmedlemmer og listede selskaper etter alarmer og hendelser ansees som et av de tiltak som gir størst preventiv effekt. Spesielt viktig har det vært for børsen å utvikle slik kompetanse og systemer som setter institusjonen i stand til å kontakte markedsaktører når et forhold inntreffer, og ikke i ettertid.

Av de enkeltstående tiltak som er gjennomført de siste årene som har hatt størst effekt, nevnes børs pauser og suspensjoner i tilfeller der kursbildet er usikkert. På dette området har børsen i Oslo svært aktiv og ligger langt fremme. Ikke sjelden har børsen klart å stoppe saker vedrørende lekkasje og misbruk av innsideinformasjon på et svært tidlig tidspunkt. Dette skjer ved at de ansatte på overvåkingsavdelingen som følge av alarmer eller markedskontakter konstaterer unormal utvikling som ikke er forklarlig med kjent informasjon. I slike tilfeller stoppes eller bremses markedet, inntil avklaring foreligger, eller i hvert fall til selskapet og sentrale markedsaktører har vært kontaktet. På denne måten begrenses omfanget av kriminalitet og skadevirkningene av kriminalitet som er påbegynt begrenses til et minimum. Sakene er kompliserte og innebærer stor grad av operativt skjønn. Nedenfor følger statistikk over børsens bruk av virkemidler i kursnoteringen de siste årene.

Bruk av virkemidler 2001 til 2006



## 10.2 Kredittilsynets forebyggende arbeid

Som nevnt under pkt 5.2 vektlegger Kredittilsynet to virkemidler for å oppnå resultater i forhold til delmålet om ” at aktørene i finansmarkedet overholder atferdsreglene og at en søker å forhindre atferd som kan medføre redusert tillit til markedet”. Det ene er tilsyn og oppfølging ved mistanke om regelbrudd for å kunne reagere på regelbrudd i ettertid. Det andre er informasjonstiltak som tar sikte på å forebygge mot regelbrudd.

Informasjon som forebyggende tiltak vil primært ta sikte på å tilføre markedsaktørene kunnskap om regelverket og hvordan det praktiseres. En annen målsetning vil kunne være å oppnå en avskrekkende effekt ved å informere om mulige konsekvenser av å bryte regelverket.

Det har i mange tilfeller av regelbrudd i ettertid vist seg at den skyldige neppe har hatt til intensjon å bryte regelverket, men at dette kan ha skjedd som resultat av manglende kunnskap eller bevissthet om at handlingen er regelstridig.

Kredittilsynet har i sin strategi tatt med informasjon og kommunikasjon som ett av fire virkemidler i virksomhetsutøvelsen. Det benyttes i dag ulike kommunikasjonskanaler.

Skriftlig informasjon i form av rundskriv, pressemeldinger og annet skriftlig materiale om forståelsen av regelverk, vil normalt gi svært presis informasjon. På den annen side vil man selv om informasjonen kommuniseres gjennom Kredittilsynets nettsted på internett, nå et begrenset antall. I tillegg vil mottakere av denne type informasjon ofte være de som er særlig

motivert for å følge med. I den grad informasjonen videreformidles til ansatte og tillitsmenn i verdipapirforetak og børsnoterte foretak, samt til andre berørte vil imidlertid virkningen øke.

En annen informasjonskanal som benyttes regelmessig er foredrag og seminarer. Også her vil informasjonen som gis, kunne være relativt presis. Her vil aktiviteten i tillegg kunne rettes mot særlige målgrupper, eksempelvis medarbeidere i verdipapirforetak eller informasjonsansvarlige i børsnoterte foretak. Man vil imidlertid nå fram til relativt få i forhold til den ressursinnsats som legges i det. Enkelte seminarer har vært gjennomført i samarbeid med Oslo Børs eller Økokrim. Med direkte overføring av slike seminarer via nett-tv og senere publisering av opptakene på nettet, vil en kunne nå flere over tid.

En annen viktig kommunikasjonskanal er pressen. Her vil man selvsagt kunne nå frem til svært mange. Det er imidlertid i praksis svært vanskelig å få pressedekning for informasjon om regelverk og regelverksforståelse eller rene forebyggende tiltak. For Kredittilsynet er det imidlertid viktig å føre en åpen linje med pressen slik at reportasjer om brudd på regelverket blir gjengitt på en mest mulig presis måte. Kredittilsynet søker å oppnå dette ved å praktisere såkalt meroffentlighet og har lagt informasjonsansvaret til linjeleder for den enheten som behandler saken om regelbrudd. Det legges stor vekt på å ivareta rettsikkerhet og personvern. Den avskrekkende og forebyggende effekten av presseoppslag om regelbrudd antas å være reell, men er selvsagt vanskelig å måle.

Kredittilsynet tar sikte på å videreføre hovedtrekkene i nåværende informasjons- og kommunikasjonspolicy. Det vil imidlertid bli investert mer i videreutvikling av Kredittilsynets nettsted.

### **10.3 Økokrims forebyggende arbeid**

Økokrims mål er å skape best mulig allmennprevensjon gjennom enhetens arbeid; å hindre regelbrudd i verdipapirmarkedet. Formålet med straffesakene er først og fremst å sende ut et signal til allmennheten om at det er forbundet med en strafferisiko å overtre reglene på våre områder.

Enhetens arbeid med bekjempelse av verdipapirkriminalitet er i det alt vesentlige knyttet til håndtering av konkrete straffesaker. Følgelig er Økokrims rolle i første rekke å reagere på regelbrudd i etterkant av at det har funnet sted en overtredelse. Men best mulig allmennprevensjon; å avskrekke markedsaktørene fra å overtre reglene, fordrer at enhetens arbeid gjøres kjent. Informasjon som forebyggende tiltak tar også fra vår side sikte på å tilføre markedsaktørene kunnskap om regelverket og hvordan det praktiseres av domstolene ved dommer (og av påtalemyndigheten ved forelegg). Utadrettet informasjonsvirksomhet er nødvendig for at formålet med straffesaksbehandlingen skal nås.

Som politi/påtalemyndighet kan og vil Økokrim imidlertid ikke komme med generelle uttalelser om forståelsen av regelverket. Enhetens informasjonsvirksomhet er knyttet til avgjørelsene i de enkelte sakene vi behandler, der disse er offentlige.

Det er i samfunnets interesse at det som skjer i straffesaker, refereres i media. Ifølge regelverket er det også lagt opp til stor grad av offentlighet i straffesaker, for eksempel har pressen etter påtaleinstruksen § 22-7 krav på en kopi av tiltalebeslutninger, og

rettsforhandlingene er som hovedregel offentlige. Økokrim er meget bevisst på at det innebærer en betydelig belastning å komme i deres søkelys. Under etterforskningen skal det derfor vanligvis ikke meddeles utad straffesaksopplysninger som ikke allerede er offentlig kjent. Annerledes, derimot, når det er tatt ut tiltale; da veier hensynet til allmennprevensjonen tyngre enn personvernet, og åpenhet er ønskelig.

Når det er tatt ut tiltale, er Økokrim derfor aktive i forhold til media. Økokrim legger ut informasjon på hjemmesiden om påtalevedtak og dommer med en gang disse er forkynt. Det sendes melding til medier og journalister som står på Økokrims e-postliste om dette. Vi legger ut informasjon om berammede rettssaker, blant annet for at journalister skal kunne planlegge hvilke rettssaker de ønsker å følge. Økokrim har en egen informasjonsrådgiver som er involvert i dette arbeidet. En aktiv mediepolitikk er etter Økokrims syn en forutsetning for at straffesakene skal ha en allmennpreventiv effekt.

Før tiltale er tatt ut, vil Økokrim derimot som vist til ovenfor ikke ønske å gjøre det offentlig kjent at en bestemt straffesak etterforskes. I tillegg til hensynet til de involverte, tilsier faren for bevisforspillelse at minst mulig gjøres kjent i media og for de involverte. Dette gjelder ikke minst i forkant av saksinntaket og under innledende etterforskning. Dersom de involverte gjøres kjent med saken/etterforskningen, vil bevisforspillelse kunne forekomme bl.a ved sletting og ødeleggelse av dokumenter, tilpasning av forklaringer og påvirkning av mulige vitner. Dette kan være helt ødeleggende for en straffesak. Hensynet gjør seg sterkest gjeldende i saker der det er aktuelt med ransaking og pågripelse. Å komme overraskende på de involverte er da essensielt. Men også i saker der ransaking/pågripelse ikke er aktuelt, vil det være viktig for en best mulig etterforskning at minst mulig gjøres kjent i media og for de involverte. I slike saker vil bl.a taktiske hensyn kunne være viktige, for eksempel vurdering av hvem som skal avhøres i hvilken rekkefølge etc.

En koordinert mediehåndtering mellom de tre organene i kontrollkjeden er på denne bakgrunn svært viktig.

I tillegg til informasjon gjennom media, foredrar Økokrim på seminarer og kurs om dommer og forelegg i saker på området verdipapirkriminalitet. Verdipapirforetakene får også jevnlig tilbud om besøk fra en av etterforskerne på Verdipapirteamet, som orienterer om interessante avgjørelser for foretakenes ansatte.