

UiO : **Det juridiske fakultet**

Forvaltningspraksis om tilbakekall av tillatelser til å yte investeringstjenester

En utredning av hjemmelsgrunlaget og kravet til forholdsmessighet.

Kandidatnummer: 209

Leveringsfrist: 1. juni 2013

Antall ord: 29 985



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	Problemstilling og presentasjon.....	1
1.2	Rettskildebruk og metode	2
1.2.1	Nasjonale rettskilder.....	3
1.2.2	EØS-rettslige kilder.....	5
1.3	Begrepsforklaringer	7
1.4	Oversikt over den videre fremstillingen	8
2	REGLENE OM TILBAKEKALL AV TILLATELSE TIL Å YTE INVESTERINGSTJENESTER.....	9
2.1	Innledning	9
2.2	Regelverkets pliktsubjekt - verdipapirforetaket	11
2.3	Overtredelsenes vurderingstidspunkt	15
2.4	Kumulative eller alternative vilkår for tilbakekall?.....	17
2.5	Verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd nr. 4 – alvorlige eller systematiske overtredelser	24
2.5.1	Innledning	24
2.5.2	Alvorlige overtredelser.....	25
2.5.3	Systematiske overtredelser.....	33
3	FORHOLDSMESSIGHET.....	44
3.1	Innledning.....	44
3.2	Et krav om forholdsmessighet i Finansdepartementets og Finanstilsynets avgjørelser?	45
3.2.1	Nasjonal rett	46
3.2.2	EØS-retten.....	50
3.2.3	Konklusjon.....	54
3.3	Innholdet i forholdsmessighetsprinsippet	54

3.3.1	Innledning	54
3.3.2	Egnet	56
3.3.3	Nødvendig	59
3.3.4	Forholdsmessighet i snever forstand (sensu stricto-testen).....	63
3.3.5	Forholdsmessighetsprinsippets inngrepshøyde	68
3.3.6	Konklusjon	72
4	FORHOLDSMESSIGHETSVURDERINGEN I FORVALTNINGSPRAKSIS	72
4.1	Innledning	72
4.2	Kravet til egnethet	73
4.2.1	Ivarettatte hensyn	73
4.3	Kravet til nødvendighet	82
4.3.1	Vurderingstema	82
4.3.2	Alternative reaksjoner	84
4.3.3	Særskilt om foretakets forbedringstiltak	87
4.3.4	Konklusjon	101
4.4	Forholdsmessighet i snever forstand	102
4.5	Konklusjon.....	104
5	AVHANDLINGENS KONKLUSJONER	106
6	AVSLUTTENDE BEMERKNINGER	108

1 Innledning

1.1 Problemstilling og presentasjon

Avhandlingens problemstilling er hva som kreves for at Finanstilsynet og Finansdepartementet kan fatte et vedtak om tilbakekall av verdipapirforetakets tillatelser til å yte investeringstjenester.

Situasjonen som undersøkes nærmere, er når verdipapirforetakets tillatelser kalles tilbake på grunn av overtredelser av verdipapirhandellovgivningen. Tema for oppgaven er forvaltningspraksis om tilbakekall av *tillatelse til å yte investeringstjenester*. Det gir en naturlig avgrensning mot konsesjoner på andre områder som Finanstilsynet kan kalle tilbake.

Det gis stor oppmerksomhet i mediene når Finanstilsynet kaller tilbake verdipapirforetakets tillatelser.¹ Mediedekningen kan starte allerede før vedtak er fattet – typisk når Finanstilsynet sender et forhåndsvarsel om tilbakekall.

I november 2007 ble det avdekket at Terra hadde fått fire kommuner til å investere i sammensatte spareprodukter. Som følge av finanskrisen i USA, falt den opprinnelige investeringen og kommunene ble bedt om å innbetale et garantibeløp som sikkerhet for tapet. Finanstilsynet sendte et forhåndsvarsel om tilbakekall av foretakets tillatelser. Foretaket svarte med å begjære oppbud. Finanstilsynets forhåndsvarsel om tilbakekall var gjenstand for omfattende dekning i landets finansaviser.²

Et vedtak om tilbakekall får store konsekvenser for foretaket. Inntektsmulighetene faller bort og dette medfører blant annet tap av arbeidsplasser. Virkningen av et slikt vedtak er utvilsomt avgjørende for foretakets videre virksomhet. Det understreker viktigheten av at verdipapirforetak driver i tråd med gjeldende regler.

¹ Jf. e24.no. 01.11.11, na24.no 13.04.12

² Jf. hegnar.no 21.11.07

Verdipapirforetak må forholde seg til et omfattende og fragmentarisk regelverk. Reglene kan være vanskelig tilgjengelige og by på tolkningstvil. Finanstilsynet finner ofte overtredelser ved gjennomføringen av stedlige tilsyn. Når foretaket først har begått overtredelser, blir spørsmålet hvordan disse skal vurderes sammenholdt med verdipapirhandellovens regel om tilbakekall. Er overtredelsene alvorlige eller systematiske, kvalifiserer de ifølge verdipapirhandelloven for tilbakekall av foretakets tillatelser.

Det foreligger ingen autoritativ doktrine rundt emnet om tilbakekall av tillatelse. Vilklårene er skjønnsmessige, og innholdet er ikke presisert i forarbeidene. Slike vedtak har heller ikke blitt prøvet av domstolene. Forvaltningspraksis og finansmyndighetenes forståelse er derfor viktig på området. Verdipapirforetakenes rettstilstand kan fremstå som usikker når de mottar endelig rapport etter stedlig tilsyn som viser alvorlige eller systematiske overtredelser. Det fordrer en nærmere gjennomgang av forvaltningspraksis.

Målet for avhandlingen er å fastlegge innholdet i vilklårene for tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester, og hvilke krav det stilles til slike vedtak. En avhandling som behandler reglene for tilbakekall av tillatelser kan derfor være interessant for ansatte i forvaltningen og jurister som jobber med å overholde lovgivningen i verdipapirforetak. Behandlingen av forholdsmessighet vil dessuten ha overføringsverdi til andre forvaltningsrettslige områder hvor forvaltningsorganet håndhever EØS-rettslige regler.

1.2 Rettskildebruk og metode

Avhandlingens problemstilling involverer flere rettsområder, både børs- og verdipapirrett, forvaltningsrett og EØS-rett. Rettskildebildet er omfattende.

1.2.1 Nasjonale rettskilder

Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75 (verdipapirhandelloven) erstattet i sin tid verdipapirhandelloven av 1997. For de regler som er en videreføring av verdipapirhandelloven 1997, vil eldre praksis og litteratur ha relevans ved tolkningen.

De viktigste forarbeider er NOU 2005: 3 «Om markeder for finansielle instrumenter» og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) «Om lov om verdipapirhandel og lov om regulerte markeder».

1.2.1.1 Særskilt om forvaltningspraksis

Forvaltningens tolkning av regelverket kommer til uttrykk gjennom brev, rundskriv og tolkningsuttalelser. Slike dokumenter publiseres på Finanstilsynets hjemmeside. Forvaltningspraksis er, ifølge Eckhoff, en rettskildefaktor, som dermed vil ha generell relevans ved løsningen av juridiske spørsmål.³ En problemstilling er hvor mye man skal vektlegge forvaltningspraksis i løsningen av juridiske spørsmål på verdipapirhandellovens område.

Finansdepartementets uttalelser bør nok være av størst betydning. Finansdepartementet er overordnet Finanstilsynet og fungerer som klageorgan.⁴ På den andre siden er Finanstilsynet sentral i anvendelsen og utviklingen av regelverket. Finanstilsynet deltar i komitémøter i EU.⁵ Mye kompetanse tillagt Finansdepartementet, er delegert videre til Finanstilsynet.⁶ Det tilsier at Finanstilsynets forståelse bør vektlegges i tolkningen. Både Finansdepartementet og Finanstilsynet er med på en kontinuerlig utvikling av regelverket. Ifølge Hymer er Finanstilsynets vedtak og uttalelser, i praksis, ofte er tillagt vekt.⁷ Forvaltningshierarkiet tilsier at dersom Finansdepartementet er uenig i Finanstilsynets forståelse, bør Finansdepartementets forståelse være avgjørende.

³ Rettskildelære (1997) s. 46

⁴ Jf. forvaltningsloven § 28 (1)

⁵ Finanstilsynet (2011) s. 48

⁶ Finansdepartementet (2012)

⁷ Hymer (2008) s. 186

Forvaltningen har i sin praksis ofte fattet to vedtak om tilbakekall på samme tidspunkt. Vedtakene har da inneholdt til dels lik ordlyd om konkrete sentrale emner, som for eksempel forbedringstiltak. Det kan være flere grunner til dette. Én grunn kan være at saksbehandlingen tilfeldigvis ferdigstilles samtidig, og at den likelydende ordlyden derfor er en tilfeldighet. En annen grunn kan være at tilsynet samordner vedtakene, slik at forvaltningspraksis fremstår som tydeligere og med mer vekt. Forvaltningsvedtakene endrer seg i formuleringer og struktur fra år til år. Det kan bidra til usikkerhet om hva som er gjeldende rett. To vedtak med lik ordlyd vil dermed kunne gi et tydeligere inntrykk av forvaltningens forståelse.

Én årsak til at vedtakenes ordlyd og oppbygning forandrer seg fra år til år kan være at de fattes på et rettsområde med relativt hyppige endringer. Det må imidlertid skilles mellom endringer i rettskildebildet og endringer i Finanstilsynets egen forståelse av ulike problemstillinger. Hensynet til forutberegnelighet tilsier at forvaltningen i sin praksis er klar og tydelig på hvordan de tolker og forstår skjønsmessige inngrepshjemler. Avvikende formuleringer på slike områder kan skape usikkerhet blant verdipapirforetakene som skal forholde seg til regelverket. Den rettslige usikkerheten blir på dette rettsområdet videre styrket ved at det øvrige rettskildebildet også er knapt.

At det er få rettskildefaktorer som belyser problemstillingen, kan tilsi at forvaltningspraksis vektlegges mer enn hva som tradisjonelt er tilfellet på andre rettsområder. Forvaltningspraksis blir dermed en viktig rettskildefaktor. Finanstilsynet er gitt myndighet til å tilbakekalle et verdipapirforetaks tillatelse. Dette tilsier at verdipapirforetakene vil etterstrebe å følge den lovforståelse Finanstilsynet legger til grunn.

Finanstilsynet forutsetter at verdipapirforetakene innretter seg etter deres forståelse og den foreliggende forvaltningspraksis som materialiserer seg gjennom rundskriv, merknader

etter stedlige tilsyn og vedtak om tilbakekall av tillatelse.⁸ Det er publiserte dokumenter på forvaltningens nettsider som det forventes at verdipapirforetakene setter seg inn i. Følgelig fokuseres det i avhandlingen på vedtak om tilbakekall som ligger offentlig tilgjengelig på Finanstilsynets og Finansdepartementets nettsider.

1.2.2 EØS-rettslige kilder

Når norsk lov implementerer et EU-direktiv, er direktivet en relevant rettskildefaktor ved tolkningen av de norske reglene. Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)⁹ er det sentrale direktivet som blant annet stiller krav til verdipapirforetakets organisering og virksomhet. MiFID avløste det tidligere Investment Services Directive (ISD)¹⁰. En sentral utvikling, og forskjell mellom direktivene – er at MiFID har et høyere detaljnivå og til dels har strammet inn enkelte sider av det regulatoriske rammeverket for verdipapirforetakene.¹¹ En annen endring, er at MiFID i mye større grad har fokus på investorbeskyttelse. Dette gir seg utslag i at det stilles strenge krav til at foretakene skal kjenne kunders kompetanse og behov, i tillegg til at tjenesten deretter skal tilpasses dette. Det stilles også strengere krav til den informasjonen som kunden skal motta.¹²

MiFID-regelverket er gitt gjennom en firestegs lovgivningsmetode kalt Lamfalussy-prosessen.¹³ Kort fortalt innebærer prosessen at lovgivningen skjer på fire nivåer. På nivå én gis generelle hovedregler og prinsipper. Det er her gitt gjennom MiFID.¹⁴ På nivå to gis det mer detaljerte regler. EU-kommisjonen har på dette nivået utferdiget kommisjonsdirek-

⁸ Finanstilsynets brev til Agilis Group AS 23.3.2011 s.10

⁹ 2004/39/EF

¹⁰ 93/22/EØF

¹¹ Jf. NOU 2006:3 s. 14

¹² Jf. NOU 2006:3 s. 14

¹³ Se en nærmere gjennomgang av Lamfalussy-prosessen i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 2.1.3. Se også NOU 2006: 3 pkt. 1.1.3 og Cherednychenko (2011) s. 27.

¹⁴ MiFID omtales også som «rammedirektivet».

tivet¹⁵ og kommisjonsforordningen.¹⁶ De kan sammenlignes med forskrifter i norsk rett.¹⁷ På nivå tre utarbeider CESR ikke-bindende standarder og retningslinjer på områder som ikke er regulert i lovgivningen. Nasjonale tilsynsmyndigheter vil også ha en viktig rolle med å sikre implementering og håndhevelse av regelverket på dette nivået.¹⁸ Nivå fire reguleres av EU-kommisjonen (og EFTAs Overvåkningsorgan ESAs) kontroll med gjennomføring og håndhevelse av regelverket. Brudd på gjennomføringsforpliktelsene forfølges på vanlig måte gjennom EU-domstolen (og EFTA-domstolen). Samtlige nivåer er relevante ved tolkningen av de norske reglene.¹⁹

Fordelen med Lamfalussy-prosessen er en mer konsekvent tolkning av konkrete vilkår og regulatoriske standarder og mer likhet i medlemsstatenes nasjonale tilsynsmyndighetspraksis.²⁰ Lovgivningsmåten reduserer også medlemsstatenes skjønnsmargin ved implementering og håndheving av nasjonale tilsynsstandarder.

Hovedformålet med MiFID er i følge forarbeidene til verdipapirhandelloven:

«... å bidra til å utvikle og sikre de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet, samt oversiktighet og å fremme investorenes tillit til markedet. [...] Et sentralt virkemiddel for å oppnå dette er harmonisering av de nasjonale regelverk, blant annet i forhold til markedsstrukturer, krav til organisering av virksomheter, og foretakenes atferd.»²¹

¹⁵ 2006/73/EF

¹⁶ 1287/2006. Kommisjonsdirektivet og kommisjonsforordningen omtales også som henholdsvis «gjennomføringsdirektivet» og «gjennomføringsforordningen».

¹⁷ Tyrhaug og Mydske (2008) s. 155

¹⁸ Cherednychenko (2011) s. 27

¹⁹ Ekeland (2009) s. 183

²⁰ Cherednychenko (2011) s. 27

²¹ Jf. NOU 2006:3 s. 13

MiFID er i skrivende stund under revisjon, og et revidert utkast til nytt direktiv og en ny forordning er klar. Det er imidlertid ikke foreslått endringer i artikkelen om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester, ordlyden er identisk.²² Det er dermed grunn til å tro at rettstilstanden på området vil være lik også under «MiFID 2».

1.3 Begrepsforklaringer

I avhandlingen benyttes det enkelte begreper som det kan være hensiktsmessig å definere innledningsvis.

I 2009 skiftet tilsynsmyndigheten navn fra Kredittilsynet til Finanstilsynet.²³ I avhandlingen omtales tilsynsmyndigheten som Finanstilsynet selv om det refereres til et vedtak som er fattet før navneskiftet.

Avhandlingens hovedtema er tilbakekall av tillatelse. Det skiftes mellom å benytte begrepet tillatelse og konsesjon. Der avhandlingen benytter tillatelse, vises det til tillatelse til å yte én spesifikk tjeneste, eller alle investeringstjenester foretaket har tillatelse til å yte. Benyttes begrepet konsesjon, er alltid samtlige investeringstjenester som verdipapirforetaket kan yte omfattet.

Det er verdipapirforetakets²⁴ tillatelse til å yte *investeringstjenester* som er gjenstand for et vedtak om tilbakekall. Hva som klassifiseres som en investeringstjeneste er positivt definert i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 1-7.²⁵ Foretaket kan ha tillatelse til å yte én eller flere tjenester som er nevnt i bestemmelsen. Et vedtak om tilbakekall kan omfatte enkelte tillatelser, eller alle investeringstjenester foretaket har tillatelse til å yte.

²² Jf. Kommisjonens framlegg KOM (2011) 656. Se forslag til videreføring av art. 8 på s. 58 i forslaget.

²³ Jf. Pressemelding fra Finansdepartementet (2009)

²⁴ Se en nærmere definisjon av «verdipapirforetak» under avhandlingens pkt. 2.3

²⁵ Bestemmelsen implementerer MiFID art. 4 nr. 1 (2) som viser til opplisting i Annex I

Compliance benyttes som et samlebegrep på alle tiltak et verdipapirforetak nyttiggjør seg for å overholde det til enhver tid gjeldende regelverk. Det kan for eksempel være interne kontroller, retningslinjer og måten verdipapirforetaket er organisert på.²⁶

Avhandlingens del tre og fire omhandler krav om forholdsmessighet i forvaltningens avgjørelser, og det veksles mellom å referere til *forholdsmessighet* og *proporsjonalitet*. Det er ikke tiltenkt noen innholdsmessig forskjell i begrepene, som benyttes synonymt.

1.4 Oversikt over den videre fremstillingen

I del to i avhandlingen gjennomgås reglene om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester. Utvalgte problemstillinger som er reist i forvaltningspraksis vil bli behandlet. Det innebærer for det første en utredelse hva som kreves for at overtredelsene kan sies å være begått av verdipapirforetaket. Inngrepshjemmelen i verdipapirhandelloven er implementert fra MiFID. Her drøftes det hvorvidt hjemmelen for tilbakekall er korrekt implementert i norsk rett. Det innebærer en tolkning av EØS-direktivets bestemmelse og hvorvidt denne må ses å stille krav til fullharmonisering.

Videre i avhandlingen undersøkes vilkårene om alvorlige og systematiske overtredelser. Ettersom det er få rettskilder som gir veiledning i problemstillingen, blir forvaltningspraksis viktig for å belyse innholdet i vilkårene. Hvordan foretakets overtredelser er vurdert som alvorlige og systematiske i forvaltningspraksis vil gjøres rede for.

Del tre i avhandlingen omhandler forholdsmessighet. Det undersøkes om krav om forholdsmessighet gjelder i vedtak om tilbakekall av tillatelser til å yte investeringstjenester. Hvorvidt et slikt krav følger av nasjonal forvaltningsrett eller EØS-retten er en første problemstilling. Deretter søker avhandlingen å fastlegge hva innholdet i et slikt forholdsmessighetskrav vil være. Hvordan domstolene eventuelt vil prøve et slikt krav blir også behandlet.

²⁶ Se verdipapirforskriften § 9-8 om hvilke krav som stilles til verdipapirforetakets compliancefunksjon.

Deretter foretas en drøftelse av hvordan Finanstilsynet og Finansdepartementet vurderer forholdsmessigheten av sine vedtak. Hensyn som forvaltningen søker å ivareta, og hvordan de vurderer nødvendigheten av et tilbakekall av tillatelse fremfor andre sanksjoner, drøftes. Samtidig vurderes forholdsmessighetsvurderingen i praksis opp mot dens rettslige forankring. Formålet med dette, er å undersøke om forvaltningen overholder et eventuelt forholdsmessighetskrav.

Betydningen av foretakets forbedringstiltak behandles som en særskilt problemstilling. Dette gjelder spesielt når foretaket gjennomfører tiltak for å rette opp i overtredelser, før et vedtak om tilbakekall er endelig vedtatt, eller før klagen er endelig behandlet. Spørsmålet er om slike tiltak kan avhjelpe verdipapirforetakets overtredelser, hvordan slike tiltak vurderes og hvilken betydning de kan ha på forvaltningens avgjørelse.

2 Reglene om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester

2.1 Innledning

Ved utgangen av 2011 var det 143 registrerte verdipapirforetak i Norge.²⁷ Det ble i løpet av året gjennomført 18 stedlige tilsyn hvorav to tillatelser ble vedtatt tilbakekalt som følge av stedlig tilsyn gjennomført i 2010.²⁸ Finanstilsynet har også tilbakekalt tillatelser i 2012 og 2013.

Hendelsesforløpet for et vedtak om tilbakekall av tillatelse, starter ved at Finanstilsynet avdekker lovovertridelser ved stedlig tilsyn. Finanstilsynets primære mulighet til å avdekke slike overtredelser er gjennom stedlige tilsyn, som er tilsynsmyndighetens mest detaljerte kontroll av foretaket. Etter et stedlig tilsyn blir resultatene publisert i en endelig rapport, som ved mindre overtredelser blir titulert *merknader*. I tilfeller hvor overtredelsene anses å

²⁷ Finanstilsynets årsmelding (2011) s. 20

²⁸ Finanstilsynets årsmelding (2011) s. 49

være så graverende at vilkårene for tilbakekall er oppfylt, vil dokumentet være et forhåndsvarsel om tilbakekall. Finanstilsynet er ifølge forvaltningsloven § 16 pliktig til å sende ut et slikt varsel. Forhåndsvarselet presenterer rettsgrunnlaget og påpeker hvilke aktuelle overtredelser som er avdekket. Formålet med et forhåndsvarsel er å ivareta foretakets kontradiksjon.²⁹ Varselet skal bidra til at saken blir bedre opplyst ved at verdipapirforetaket gis en mulighet til å kommentere tilsynets funn og eventuelt legge frem supplerende dokumentasjon for å belyse saken. Finanstilsynet kan per brev stille ytterligere spørsmål vedrørende sine funn på det stedlige tilsyn. Det kommenteres av foretaket i såkalte oversendelsesbrev. Deretter fatter Finanstilsynet vedtak om tilbakekall av tillatelsen, som foretaket så kan påklage til Finansdepartementet.

Adgangen til å kalle tilbake tillatelsen til et verdipapirforetak er regulert i verdipapirhandelloven § 9-4. Paragrafen lyder som følger:

«Finanstilsynet kan helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester dersom verdipapirforetaket:

[...]

3. ikke lenger oppfyller de vilkår som ble stilt for tillatelsen, herunder kravene til ansvarlig kapital,

4. foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov,

5. gjør det skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser, eller

6. ikke etterkommer pålegg gitt i medhold av lov § 15-7

[...]

²⁹ Forvaltningsloven med kommentarer (2011) s.339

Finansdepartementet har uttalt at:

«Hensynet bak bestemmelsen er at det enkelte verdipapirforetak skal virke på en hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med regelverket og tillatelsen, herunder slik at foretakets kunder oppnår den beskyttelsen som følger av verdipapirhandellovens regler om informasjon og rådgivning, og videre at markedet skal være velfungerende, blant annet ved å opprettholde tilliten til verdipapirforetakene som sådan.»³⁰

2.2 Regelverkets pliktsubjekt - verdipapirforetaket

Verdipapirforetak er definert i vphl. § 2-3 første ledd som et «foretak som yter en eller flere investeringstjenester som definert i § 2-1 på forretningsmessig basis».³¹ Et foretak må imidlertid ha tillatelse til å yte slike tjenester etter verdipapirhandelloven § 9-1 første ledd. Et «verdipapirforetak» kan dermed sies å være et foretak som yter en eller flere investeringstjenester på forretningsmessig basis, og som i tillegg har tillatelse til å yte slike tjenester.

Finanstilsynet kan etter verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd kalle tillatelsen tilbake dersom «verdipapirforetaket» oppfyller et av alternativene i første ledd nr. 1-6. I det følgende drøftes hva som kreves for at overtredelsene kan sies å være begått av «verdipapirforetaket».

En forståelse av ordlyden vphl. § 9-4 første ledd kan tilsi at overtredelsene må være representative for foretaket som helhet. Bestemmelsen kan tolkes slik at det kreves et visst omfang av ansatte før overtredelsene kan sies å være begått av *verdipapirforetaket*. Overtredelser begått av enkeltansatte kan dermed synes å falle utenfor ordlyden. Kravet til omfanget av ansatte vil imidlertid kunne variere i henhold til hvilket nivå av ansvar eller inn-

³⁰ Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Advokatfirmaet Haavind AS pkt. 9.3

³¹ Se også MiFIDs definisjon i art. 4 (1) (1)

flytelse personene har i foretaket. Problemstillingen er ikke behandlet i forarbeidene til verdipapirhandelloven.

I klagen fra Spar Kapital ASA og Agilis Group AS presiserte Finansdepartementet at:

«... vurderingen av om «verdipapirforetaket» foretar overtredelsene vil avhenge av om handlingen funksjonsmessig og saklig faller innenfor hva som kan sies å være foretakets virksomhet, og er herunder uavhengig av om overtredelsene foretas av ledelsen eller underordnede ansatte og uavhengig av overtredelsenes omfang».³²

Departementets uttalelse kan forstås slik at det i vurderingen vil være uten betydning hvorvidt overtredelser er begått av underordnede eller ledelsen i foretaket. I tilfeller hvor enkeltansatte handler utenfor sine retningslinjer, kan det virke som en streng forståelse. Det vil være uheldig om utro ansatte har mulighet til å sabotere foretaket gjennom bevisst å bryte lovens bestemmelser. Slike overtredelser kan vanskelig sies å være begått av *verdipapirforetaket*.

Dersom en slik utro tjener får operere over tid uten å bli avdekket av foretakets internkontroll vil situasjonen imidlertid bli noe annerledes. Da kan det stilles spørsmål om foretakets kontrollrutiner har vært tilstrekkelige, og hvorvidt ledelsen dermed kan ha muliggjort overtredelsene gjennom manglende kontroll og/eller oppfølging av virksomheten. I praksis er verdipapirforetaket holdt ansvarlig for enkeltansattes overtredelser.³³

Det kan anføres at identifikasjon bør være et sentralt moment: Hvilke personer som det er naturlig å identifisere med verdipapirforetaket. Her kan aksjelovgivningen gi veiledning i tolkningen. Enkelte ansatte i foretaket kan ha stillinger som gjør dem nært identifiserbare

³² Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Wiersholm, Mellbye & Bech pkt. 6.3.1, Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Haavind AS pkt. 9.2.1

³³ Finansdepartementets brev til Handelspartner Securities ASA 23.6.2009 pkt. 6.3

med foretaket, som for eksempel styret, daglig leder eller andre ansatte med faktisk ledelse eller ansvarsområde.³⁴ Brudd på verdipapirforetakets lovbestemte plikter som enten er foranlediget eller direkte foretatt av selskapets ledelse, kan lettere sies å representere foretaket som en helhet.

I klagesaken til Handelspartner Securities ASA anførte foretaket at overtredelsene var begått av to ulike ansatte, ordreformidlersjef og daglig leder. De to ansatte hadde handlet ut over foretakets konsesjon. I klagen til departementet anførte Handelspartner Securities at foretaket ikke kunne holdes ansvarlig for at «enkeltansatte går ut over de instruksjoner og retningslinjer de har fått».³⁵ Forholdet i saken gikk imidlertid utover en slik risiko ifølge Finansdepartementet. Overtredelsene ble sagt å ha representert en kontroll- og systemsvikt i foretaket.³⁶

Et vedtak om tilbakekall vil ofte ha samme rettsvirkning som foretaksstraffen rettighetstap. Det er verdipapirforetaket som holdes ansvarlig for sine ansattes overtredelser. Gode grunner tilsier dermed at identifikasjonsreglene ved foretaksstraff kan ha argumentasjonsverdi i spørsmålet om verdipapirforetaket har foretatt alvorlige og systematiske overtredelser etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4.

Etter straffeloven § 48a første ledd kan det idømmes foretaksstraff når et straffebud er overtrådt av «noen som har handlet på vegne av» foretaket. Bestemmelsen hjemler en reaksjon mot foretaket der enkeltansatte har begått overtredelsen. Det er ikke et vilkår for foretaksstraff at ledelsen kan klandres. Virkningen av bestemmelsen er at foretaket blir holdt strafferettslig ansvarlig for sine ansattes culpøse opptreden.

Strafferetten oppstiller samtidig begrensninger for hvor langt identifikasjonen strekker seg. Det antas at foretaket ikke kan identifiseres med handlinger «som bærer et klart

³⁴ Se kap. 6 i aksjeloven./allmennaksjeloven

³⁵ Finansdepartementets brev til Handelspartner Securities ASA 23.6.2009 pkt. 6.3

³⁶ Finansdepartementets brev til Handelspartner Securities ASA 23.6.2009 pkt. 6.3

preg av illojalitet mot foretaket».³⁷ I usikre tilfeller vil den ansattes stilling kunne ha betydning ved vurderingen av om foretaksstraff skal ilegges. Foretaket vil lettere kunne bli straffet hvis den ansatte har en høy stilling.³⁸ Man kan hevde at liknende identifikasjonskriterier bør gjelde i verdipapirretten.

Verdipapirforetaket står imidlertid i en særstilling ved at det er gitt en tillit fra myndighetene gjennom å få tillatelse til å yte investeringstjenester. Foretaket har dermed en plikt til selv å avdekke overtredelser og reparere disse. De klare tilfeller hvor *verdipapirforetaket* har overtrådt bestemmelser, er når verdipapirforetaket er for dårlig organisert. Ledelsen har i slike tilfeller ikke sørget for at de ansatte har tilstrekkelig kompetanse, rutiner eller retningslinjer. Det kan også være at compliancefunksjonen er manglende og at dokumentasjonen og/eller kontrollen av virksomheten ikke er tilfredsstillende. Dette vil være overtredelser som kan ses begått av verdipapirforetaket.

Handlinger foretatt av enkeltansatte som strider mot foretakets rutiner og/eller retningslinjer bør falle utenfor vphl. § 9-4 første ledds ordlyd. Omstendighetene tilsier at slike overtredelser ikke kan ses å være begått av verdipapirforetaket. Forutsetningen er imidlertid at foretaket har gode kontrollrutiner for å oppdage slike overtredelser av regelverket, for deretter å iverksette korrigerende tiltak - enten ved å følge opp den ansatte med kompetansetrening, eller sanksjonere ved oppsigelse. Dersom internkontrollen svikter i å oppdage slike overtredelser, kan overtredelsenes fortsettelse ses som muliggjort gjennom foretakets sviktende kontroll.

I vurderingen av hvorvidt overtredelsene er begått av verdipapirforetaket vil det være sentralt å fastlegge hvorvidt overtredelsene kan knyttes til foretakets saklige virksomhet. Det kan anføres at man i vurderingen, også bør legge vekt på hvorvidt overtredelsene er begått av sentrale ansatte med ledelsesansvar eller faktisk innflytelse i foretaket. Overtredelser

³⁷ Jf. Forarbeidene til endringer i straffeloven vedrørende innføring av en generell hjemmel for ilegging av foretaksstraff. Ot.prp.nr 27 (1990-1991) pkt. 5.1 s. 18

³⁸ Jf. Ot.prp.nr 27 (1990-1991) pkt. 5.1 s. 18

begått av enkeltansatte som strider mot retningslinjer og som blir avdekket av internkontrollen, kan vanskelig sies å være forhold som verdipapirforetaket skal være ansvarlig for.

2.3 Overtredelsenes vurderingstidspunkt

Et annet spørsmål er på hvilket tidspunkt vilkårene for tilbakekall må være oppfylt: Er det foretakets situasjon på vedtakstidspunktet som er avgjørende, må overtredelsene foreligge på tilsynstidspunktet, eller er det en helhetlig tilbakeskuende vurdering av overtredelsene - som er bestemmende for hvorvidt vilkårene for tilbakekall er oppfylt?

Det er et generelt forvaltningsrettslig prinsipp at de faktiske forhold skal vurderes slik de er på vedtakstidspunktet.³⁹ Dette tilsier at verdipapirforetakets virksomhet vurderes slik den faktisk utføres på vedtakstidspunktet. Det må derfor blant annet tas hensyn til de tiltak som er iverksatt fra foretaket innen vedtaket er fattet. Det kan være et argument for at vilkårene for tilbakekall må vurderes oppfylt etter de faktiske forhold slik de er på vedtakstidspunktet.

Etter ordlyden i vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 kan tilbakekall skje dersom verdipapirforetaket «foretar» alvorlige eller systematiske overtredelser. Isolert sett kan passusen tolkes slik at foretakets overtredelser må være pågående når det fattes vedtak om tilbakekall.

I Acta-saken uttalte Finanstilsynet at foretaket «på *tilsynstidspunktet* ikke hadde en tilfredsstillende effektiv og uavhengig compliancefunksjon [...]»⁴⁰ Spørsmålet er om denne uttalen må tolkes slik at overtredelsene må være tilstede på tilsynstidspunktet. Stedlig tilsyn kan sies å være den mest inngående kontrollen av foretaket, og det er gjerne i forbindelse med en slik kontroll at overtredelser blir avdekket. Det bør kunne tas med i en helhetsvurdering dersom Finanstilsynet for eksempel avdekker alvorlige og/eller systematiske over-

³⁹ Jf. Rosén (2009) s. 28

⁴⁰ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Acta Asset Management AS s.19. Min kursivering.

tredelser, begått og avhjulpet før et stedlig tilsyn. Det er derfor tvilsomt om det kan oppstilles et krav om at overtredelsene må være pågående ved tidspunktet for stedlig tilsyn.

Den ovennevnte problemstillingen var oppe til Finansdepartementets vurdering i klagen fra Agilis Group AS. Klager anførte at det i begrepene «foretar» og «systematiske overtredelser» lå et krav om at overtredelsene fortsatt måtte eksistere på vedtakstidspunktet.⁴¹ Departementet var uenig og viste til at direktivteksten i MiFID art. 8 bokstav [d]⁴² «gir anvisning på en tilbakeskuende vurdering med hensyn til tidspunktet for lovovertrædelsene, jf. «has seriously ... infringed the provisions...»».⁴³

Direktivteksten gir uttrykk for at både overtredelser foretaket har begått og fortsatt begår, er relevante i vurderingen. Det kan nok også synes riktig at det anlegges en tilbakeskuende vurdering i avgjørelsen av hvorvidt verdipapirforetaket alvorlig eller systematisk har overtrådt verdipapirhandellovgivningen. For myndighetene bør det sentrale være å konstatere hvorvidt det er begått brudd på verdipapirhandellovgivningen. En tidligere begått overtredelse kan for eksempel ha hatt innvirkning på markedet. Tilsynet må derfor også kunne vektlegge tidligere begåtte lovbrudd, selv om overtredelsene ikke er pågående når de faktisk avdekkes. Enhver overtredelse kan dermed tas i betraktning ved vurderingen av om vilkårene for tilbakekall er oppfylt.

De faktiske forhold på vedtakstidspunktet vil bli hensyntatt i forholdsmessighetsvurderingen. Denne vurderingen vil være bestemmende for hvorvidt tilbakekall faktisk skal skje, uavhengig av om vilkårene for tilbakekall isolert sett er oppfylt. Dersom foretaket har gjennomført vesentlige endringer i tiden mellom et forhåndsvarsel om tilbakekall og selve vedtaket, kan dette være momenter som vektlegges i en konkret helhetsvurdering av vedtakets forholdsmessighet.⁴⁴

⁴¹ Se Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Haavind AS pkt. 9.2.1

⁴² Departementet har feilaktig henvist til bokstav c, men har sitert bokstav d.

⁴³ Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Haavind AS pkt. 9.2.1

⁴⁴ Se nærmere om forholdsmessighetskrav i avhandlingens del tre og fire.

Det kan ikke oppstilles som vilkår etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 at overtredelser må foreligge på tilsynstidspunktet og/eller vedtakstidspunktet. Det er en tilbakeskuende helhetsvurdering av de avdekkede overtredelser som danner grunnlaget for å avgjøre hvorvidt vilkårene for tilbakekall av tillatelse er oppfylt.

2.4 Kumulative eller alternative vilkår for tilbakekall?

MiFID artikkel 8 bokstav d oppstiller kumulative vilkår for tilbakekall av tillatelse. Verdipapirforetakets overtredelser må etter bestemmelsen være «seriously and systematically». Verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd nr. 4, som tilsvarer artikkelen i norsk rett, opererer imidlertid med alternative vilkår: «alvorlige eller systematiske».

En problemstilling som oppstår er hvorvidt MiFID artikkel 8 stiller krav om fullharmonisering, eller må ses som en minimumsregulering. Om bestemmelsen i MiFID artikkel 8 bokstav d må anses å stille et krav til fullharmonisering, vil man i norsk rett ha en innskrenket adgang til å fastsette strengere bestemmelser enn det som følger av MiFID.⁴⁵

Konsekvensen av en fullharmonisering er at medlemsstatene ikke kan opprettholde eller innføre bestemmelser som fraviker reglene i direktivet.⁴⁶ Medlemsstatene kan dermed ikke opprettholde eller innføre regler som er strengere eller lempeligere enn det som følger av direktivreguleringen. Foreligger det fullharmonisering i den foreliggende situasjon, kan forvaltningen ikke kalle tilbake verdipapirforetakets tillatelser dersom overtredelsene er «alvorlige eller systematiske». Formålet bak et fullharmoniserende regelverk er at man i EU- og EØS-landene oppnår felles regler for medlemsstatenes regulering av finansmarkedet.⁴⁷ Dette skal bidra til en fri flyt av varer, arbeidskraft, kapital og tjenester.

⁴⁵ Tyrhaug og Mydske (2008) s. 159

⁴⁶ EØS-rett (2011) s. 299 og Cherednychenko (2011) s. 5

⁴⁷ EØS-rett (2011) s. 299 og Cherednychenko (2011) s. 3

Det ble i forarbeidene lagt til grunn at MiFID art. 8 var en videreføring av ISD art. 3 nr. 7.⁴⁸ Samtidig ble det antatt at verdipapirhandelloven 1997 § 12-5 var i samsvar med MiFID art. 8.⁴⁹ Det ble dermed ikke gjort noen endringer i den norske bestemmelsen om tilbakekall. Verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd nr. 4 er derfor en videreføring av verdipapirhandelloven 1997 § 12-5.

Ordlyden i verdipapirhandelloven 1997 § 12-5 er imidlertid feilaktig sitert i forarbeidene til å lyde «alvorlige og systematiske overtredelser».⁵⁰ Den korrekte gjengivelse av datidens § 12-5 er «alvorlige *eller* systematiske» overtredelser.⁵¹ Det kan dermed undres om lovgiver ikke har vært bevisst på problemstillingen rundt vår nasjonale avvikende løsning. Selv om det i forarbeidene antas at bestemmelsen er i samsvar med MiFID, kan ikke dette være avgjørende. Det faktum at problemstillingen ikke er reist, kan tyde på at den ikke er gjort til gjenstand for nærmere politisk debatt eller gransking. Det gjør det betenkelig å vektlegge forarbeidene i den foreliggende problemstillingen.

Spørsmålet om hvorvidt et direktiv er å anse som fullharmoniserende eller en minimumsregulering, beror på en konkret tolkning av den enkelte direktivbestemmelse.⁵² MiFID artikkel 8 lister opp flere alternativer for å kalle tilbake tillatelsen i bokstav a til e. MiFID artikkel 8 første ledd bokstav e lyder som følger:

«The competent authority may withdraw the authorisation issued to an investment where such an investment firm

(...)

e) falls within any of the cases where national law, in respect of matters outside the scope of this Directive, provides for withdrawal.»

⁴⁸ NOU 2006:3 pkt. 3.3.3 s. 67

⁴⁹ NOU 2006:3 pkt. 3.3.3 s. 67

⁵⁰ NOU 2006:3 pkt. 3.3.2 s. 67

⁵¹ Min kursivering

⁵² EØS-rett (2011) s. 300, EØS-rett (2007) s. 280, Tyrhaug og Mydske (2008) s. 160

Alternativet i bokstav e åpner for at en medlemsstat kan ha flere nasjonale alternativer for tilbakekall enn de som følger av direktivet. MiFID er dermed ikke ment å være en uttømmende regulering av alle forestilte situasjoner. Dette åpner for at medlemsstatene kan ha ytterligere bestemmelser om tilbakekall og er et moment som taler mot at bestemmelsen er ment å være fullharmoniserende. Spørsmålet er imidlertid hvordan man skal tolke passusen «outside the scope of this Directive».

Oversatt kan presiseringen forstås å bety *utenfor MiFIDs saklige virkeområde*.⁵³ Dette innebærer at medlemsstatene kan ha andre alternativer for tilbakekall som regulerer tilfeller MiFID ikke er ment å dekke. Spørsmålet blir etter dette om MiFID art. 8 må anses å være fullharmoniserende *innenfor* direktivets saklige virkeområde.

I fortalen til MiFID står det:

«...the Member States' competent authorities should not grant or should withdraw authorisation where factors such as the content of programmes of operations, the geographical distribution or the activities actually carried on indicate clearly that an investment firm has opted for the legal system of one Member State for the purpose of evading the stricter standards in force in another Member State...»⁵⁴

Fortalens betenkning forutsetter at det kan forekomme regulatoriske nivåforskjeller mellom medlemsstatene. En stat vil dermed kunne ha strengere regler og dette kan være et moment som taler mot at bestemmelsen om tilbakekall er ment å være fullharmoniserende. Direktivets uttalelse er imidlertid generell og tar konkret sikte på foretak som bevisst søker å utnytte regulatoriske forskjeller mellom medlemsstatene. Fortalen kan dermed ikke ses å ha noen avgjørende betydning for problemstillingen.

⁵³Jf. St.prp. nr. 40 (2005-2006) s. 27. Se også den danske oversettelsen av MiFID art. 8 bokstav e: «... er omfattet af forhold, hvor national ret, i *spørgsmål som ikke er omfattet af dette direktiv*, medfører, at tilladelsen inddrages.» Min kursivering.

⁵⁴ MiFIDs fortale pkt. 22

MiFID artikkel 8 bokstav e innebar en endring fra det tidligere ISD-direktivet.⁵⁵ Ifølge ISD artikkel 3 nr. 7 bokstav f, kunne tillatelsen kalles tilbake hvor overtredelsene «falls within any of the cases where national law provides for withdrawal.» Bestemmelsen åpnet for at medlemsstatene kunne ha strengere nasjonale bestemmelser om tilbakekall. Både innenfor og utenfor direktivets saklige virkeområde. Direktivbestemmelsene om tilbakekall under ISD ble i litteraturen ansett å være en minimumsregulering.⁵⁶ Medlemsstatene hadde dermed fri adgang til å innføre strengere regler og således ha et høyere beskyttelsesnivå. Selve vilkårene for tilbakekall, «seriously and systematically», ble ikke endret fra ISD til MiFID.⁵⁷ Endringen i MiFID artikkel 8 bokstav e kan dermed ses som et sterkere ønske om harmonisering.

Problemstillingen ble berørt i Agilis-saken da foretaket anførte at vilkårene var kumulative. Finansdepartementet uttalte:

«Departementet viser til at MiFID (direktiv 2004/39/EF) artikkel 8 bokstav c) oppstiller kumulative vilkår, mens artikkel 8 bokstav e) angir at nasjonale regler på visse vilkår kan være mer omfattende. Departementet konstaterer at vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 klart angir at vilkårene «alvorlige» og «systematiske» er alternative, og ikke kumulative, men slik at begge vilkårene ofte vil være oppfylt i de tilfeller der tillatelsen faktisk tilbakekalles.»⁵⁸

Departementet skriver senere i vedtaket at «Overtredelsene må imidlertid være *«grove»* eller *«systematiske»* dersom Finanstilsynet skal ha hjemmel til å tilbakekalle foretakets

⁵⁵ Sml. ISD art. 3 nr. 7 bokstav f og MiFID art. 8 bokstav e

⁵⁶ Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave (2002) s. 808. Samme syn er lagt til grunn i Cherednychenko (2011) s. 21. Se også direktivets fortale pkt. 3 hvor det uttales at formålet med direktivet er å oppnå et minimumsnivå av harmonisering.

⁵⁷ Sml. ISD art. 3 nr. 7 bokstav e og MiFID art. 8 bokstav d

⁵⁸ Finansdepartementets brev til Haavind AS 1.11.2011 pkt. 9.2.1

tillatelse etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4.»⁵⁹ Dette tyder på at Finansdepartementet mener hjemmelen oppstiller alternative vilkår for tilbakekall av tillatelse.

Departementet mener da at MiFID artikkel 8 bokstav e åpner for at man i nasjonal rett kan ha lempeligere vilkår for tilbakekall enn det som følger av direktivet. I følge artikkelen kan imidlertid nasjonale regler tilsi tilbakekall «...in respect of matters *outside the scope of this Directive*».⁶⁰ Et eksempel kan være hvor foretaket har brutt straffelovgivningen og lovbruddet tilsier at foretaket bør miste sine tillatelser til å yte investeringstjenester. MiFID kan ikke synes å gi en adgang for medlemsstater til å ha strengere nasjonale regler for tilbakekall på det saklige virkeområdet som allerede er regulert i MiFID.

Spørsmålet er hvordan man skal forstå Finansdepartementets uttalelse i vedtaket. På den ene siden uttaler departementet at det som oftest vil foreligge alvorlige og systematiske feil når tillatelsen faktisk kalles tilbake. Samtidig oppstilles inngrepshjemmelen med alternative vilkår for tilbakekall. Uttalelsen fra departementet avviser ikke muligheten for tilbakekall basert på enten alvorlige eller systematiske overtredelser.

Rosén mener MiFID artikkel 8 bokstav e må forstås slik at medlemsstatenes handlingsrom bare gjelder forhold som ikke er regulert i MiFID.⁶¹ Formålet med MiFID var å skape en økt harmonisering av lovverket.⁶² Direktivets fortale kan forstås dithen at det er foretatt en avveining mellom markedets effektivitet og hensynet til markedets integritet ved utformingen av direktivet. Rosén skriver at dette «... taler for at man skal utvise varsomhet med å komme til tolkningsresultater som kan forrykke denne balansen innenfor direktivets saklige virkeområde.»⁶³

⁵⁹ Finansdepartementets brev til Haavind AS 01.11.2011 pkt. 9.2.3. Min uthevning.

⁶⁰ Min kursivering

⁶¹ Rosén (2009) s. 37-41

⁶² Rosén (2009) s. 33, Tyrhaug og Mydske (2008) s. 153-157 og 160 flg.

⁶³ Rosén (2009) s. 38

Videre er det ikke oppstilt noe krav til skyld i vphl. § 9-4 nr. 4. Rosén skriver i den forbindelse:

«Skal man kunne treffe et vedtak som medfører at virksomheten må avvikles (i det minste i den formen den har), uten en eksplisitt skyldkonstatering knyttet til styret eller daglig/faktisk ledelse, er det naturlig å kreve at de objektive vilkårene tar hensyn til om feilene er av en slik art at styret eller daglig/faktisk ledelse burde ha fanget dem opp.»⁶⁴

Resonnementet ovenfor kan dermed tale for at vilkårene er ment å være kumulative.

Gjennomføringsforordningen og gjennomføringsdirektivet stiller detaljerte krav til verdipapirforetakene. Forordninger må innføres «som sådan» i henhold til EØS-avtalens artikkel 7. Dette betyr at gjennomføringsforordningen må innføres i norsk rett uten at ordlyden forandres. Medlemsstatene har dermed ingen skjønnsmargin på implementeringen av slike rettsakter. Gjennomføringsdirektivet må i utgangspunktet forstås å være fullharmoniserende, da avvik bare godtas i unntakstilfeller.⁶⁵

På gjennomføringsdirektivets område kan medlemsstatene bare ha ytterligere/ strengere regulering i «exceptional cases» hvor slike tilleggsbestemmelser må være «objectively justified og «proportionate».⁶⁶ I tillegg må ytterligere regulering være av enten «particular importance in the circumstances of the market structure of that Member state» eller «addresses risks or issues that emerge or become evident after the date of application of this Directive». Dette kan altså ses som en snever unntaksbestemmelse.

De detaljerte regler om verdipapirforetakets plikter, herunder om rapportering og organisering, er nedfelt i gjennomføringsforordningen og gjennomføringsdirektivet. Det at slike regler er ment å være fullharmoniserende, taler også for at sanksjonsbestemmelsene bør

⁶⁴ Rosén (2009) s. 40

⁶⁵ Jf. Tyrhaug og Mydske (2008) s. 160 og Cherednychenko (2011) s. 21

⁶⁶ Jf. Gjennomføringsdirektivet art. 4

være fullharmoniserende. Avvikende regulatoriske nivåer på statenes sanksjonsbestemmelser medfører et ulikt beskyttelsesnivå av de nasjonale finansmarkeder. Dette kan føre til at verdipapirforetak velger å opprette virksomhet i medlemsstater hvor overtredelser av regelverket ikke blir like strengt sanksjonert.

EU-retten stiller krav til at implementeringen av EU-rettslige regler ikke bare skjer «in fact», men «in law». Graver uttaler:

«Som hovedregel er det ikke tilstrekkelig for gjennomføring av et direktiv at forvaltningen har skjønnsmessig kompetanse til å treffe vedtak i samsvar med direktivets bestemmelser. Kravet til ensartethet og at rettsstilstanden for borgerne er tilstrekkelig klar og presis, tilsier som regel at direktivet gjennomføres ved at det gis regler i lovs eller forskrifts form.»⁶⁷

En fast forvaltningspraksis vil dermed ikke oppfylle kravene til riktig gjennomføring, så lenge slike regler ikke kan påberopes som rettigheter av private parter.⁶⁸

Etter dette er jeg kommet til at MiFID artikkel 8 bokstav c er ment å være fullharmoniserende. Jeg er dermed uenig med Finansdepartementet i at MiFID artikkel 8 bokstav e åpner for en relativ implementering av direktivbestemmelsene om tilbakekall. Følgelig er verdipapirhandellovens ordlyd i § 9-4 første ledd nr. 4 isolert sett i strid med våre EØS-rettslige forpliktelser. Etter min oppfatning bør lovens ordlyd endres slik at inngrepshjemmelen krever kumulative vilkår for tilbakekall av tillatelse. Alternativt bør rettsstilstanden klargjøres gjennom tydelige uttalelser fra Finansdepartementet og/eller Finanstilsynet.

⁶⁷ Forvaltningsrett i markedsstaten (2002) s. 71

⁶⁸ EØS-rett (2011) s. 196-197 og Forvaltningsrett i markedsstaten (2002) s. 71

2.5 Verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd nr. 4 – alvorlige eller systematiske overtredelser

2.5.1 Innledning

Problemstillingen i det følgende er hva som ligger i vilkårene ”alvorlige” og ”systematiske” overtredelser etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4. Drøftelsen vil ikke fokusere på de enkelte materielle bestemmelser. Kravet til god forretningsskikk behandles imidlertid noe nærmere på grunn av sin sentrale posisjon i forvaltningsvedtakene.

Overtredelser som både anses som alvorlige og systematiske overtredelser er definert av Finanstilsynet som «selvstendige grunnlag for tilbakekall». ⁶⁹ I denne sammenheng kan det nevnes at vphl. § 9-4 nr. 1-5 inneholder flere alternativer for tilbakekall av foretakets tillatelser. Faller verdipapirforetaket inn under en av bestemmelsene i nr. 1 til 6, kan også dette sies å være et «selvstendig grunnlag» for tilbakekall av foretakets tillatelser. Hvis verdipapirforetaket ikke etterkommer et pålegg om retting, vil det eksempelvis utgjøre et selvstendig grunnlag for tilbakekall av foretakets tillatelser etter vphl. § 9-4 nr. 6. Det må påpekes at et selvstendig grunnlag for tilbakekall, ikke nødvendigvis innebærer at det foreligger en overtredelse av lovgivningen. I vphl. § 9-4 første ledd nr. 1 kan tillatelsen kalles tilbake dersom foretaket har ”opphørt å yte investeringstjenester i mer enn seks måneder”.

Hvorvidt de foreliggende overtredelser er alvorlige og systematiske, må bero på en konkret vurdering. Drøftelsen vil derfor søke å ta rede på hvordan vilkårene vurderes i forvaltningspraksis, og hvilke momenter det legges vekt på. Målet med en slik analyse er å få en bedre forståelse av innholdet i vilkårene for tilbakekall og hvordan man vurderer overtredelser som alvorlige og/eller systematiske: Er det antallet overtredelser som vil være avgjørende? Anses enkelte bestemmelser i verdipapirhandelloven som mer viktig enn andre? Vil tidsperspektivet være av betydning, eller vil overtredelsenes konsekvenser være mest sentrale i vurderingen av hvorvidt verdipapirforetakets tillatelser bør kalles tilbake.

Loven og forarbeidene utdyper ikke det nærmere innhold av vilkårene *alvorlige* og *systematiske* overtredelser. Det fordrer en nærmere gjennomgang av forvaltningspraksis.

⁶⁹ Kredittilsynets brev til Totalvekst ASA 24.6.2008 s. 23, Kredittilsynets brev til Caveo ASA 24.6.2008 s. 17, Kredittilsynets brev 10.4.2008 til Glitnir Privatøkonomi AS s. 10

2.5.2 Alvorlige overtredelser

Spørsmålet i det følgende er hva som kreves for at en overtredelse kvalifiseres som alvorlig. Kan én overtredelse være alvorlig såfremt den har brutt en særskilt bestemmelse, eller må alvorlighetsgraden av selve overtredelsen vurderes, uavhengig av hvilken lovbestemmelse som er brutt. Målet er å fastlegge hvilke overtredelser forvaltningen i sin praksis har vurdert som alvorlige. Det undersøkes hva som kan sies å utgjøre en alvorlig overtredelse, og hvilke momenter forvaltningen legger vekt på i denne vurderingen.

Ordlyden «alvorlige overtredelser» tilsier at det ikke er enhver overtredelse som kan gi grunnlag for tilbakekall. Overtredelsene kan synes å måtte være av et visst omfang eller alvorlighetsgrad. Det er bare de kvalifiserte overtredelser som rammes av ordlyden. Ordlyden kan forstås som at det må foreligge mer enn én overtredelse.⁷⁰ Det kan imidlertid tenkes at en enkelt overtredelse er så graverende at den i seg selv vil kvalifiseres som alvorlig.

I Finanstilsynets tidligere forvaltningspraksis er det særlig blitt vektlagt hvilke konsekvenser overtredelsene har hatt for foretakets kunder og om overtredelsene har hatt innvirkning på markedets integritet.⁷¹ Konsekvenser som vil ramme foretakets kundemasse, vil primært være av økonomisk art. Overtredelsenes konsekvenser for foretakets kunder kan, ifølge nyere forvaltningspraksis, være et relevant moment som kan tas i betraktning under vurderingen av om overtredelsene er alvorlige.⁷²

I klagen til Spar Kapital ASA anførte foretaket at det ikke var påvist at deres kunder hadde lidt tap som følge av de overtredelser som ble påpekt.⁷³ Finanstilsynet mente det ikke var

⁷⁰ Jf. Vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 «overtredelser»

⁷¹ Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave (2002) s. 809

⁷² Finansdepartementets brev til Wiersholm, Mellbye & Bech 01.11.2011 pkt. 6.3.2

⁷³ Finansdepartementets brev til Wiersholm, Mellbye & Bech 01.11.2011 pkt. 4.3

avgjørende for valg av reaksjonsmåte at et eventuelt tap for kundene ikke hadde realisert seg som følge av foretakets virksomhet.⁷⁴ Finansdepartementet uttalte i den forbindelse at:

«Departementet bemerker at overtredelsenes konsekvenser for foretakets kunder kan være et relevant moment i vurderingen av overtredelsenes karakter, men slik at det ikke kan oppstilles et absolutt vilkår at Finanstilsynet under sitt tilsyn gjennomgår og avdekker hvorvidt overtredelsene har hatt konkrete skadevirkninger for kundene.»⁷⁵

Verdipapirforetaket kan ikke imøtegå alvorligheten av eventuelle overtredelser med argument om at kundene ikke er påført negative konsekvenser. Konsekvensene vil ikke være et avgjørende moment i vurderingen av hvorvidt overtredelsene er alvorlige. Dermed kan overtredelser være alvorlige også i de tilfeller kunder ikke har blitt økonomisk rammet. På en annen side kan det også tenkes at foretakets overtredelser kan få store økonomiske følger for kunder og/eller markedet, slik at konsekvenser blir et mer tungtveiende moment i vurderingen av hvorvidt overtredelsene er å anse som alvorlige.

Finansdepartementet har i avslag på klagen fra Agilis og Totalkapital angitt hvilke momenter som vektlegges under vurderingen av om en overtredelse er å anse som alvorlig. Finansdepartementets har uttalt at det i vurderingen «vil bero på en helhetlig vurdering av vedkommende overtredelser, der overtredelsens art, grovhet og varighet tillegges vekt.»⁷⁶

⁷⁴ Finansdepartementets brev til Wiersholm, Mellbye & Bech 01.11.2011 pkt. 5.3. Se også Finanstilsynets brev til Acta Asset Management AS 12.4.2012 s. 24

⁷⁵ Finansdepartementets brev til Wiersholm, Mellbye & Bech 01.11.2011 pkt. 6.3.2

⁷⁶ Finansdepartementets brev til Haavind AS 01.11.2011 pkt. 9.2.1, Finansdepartementets brev til Wiersholm, Mellbye & Bech 01.11.2011 pkt. 6.3.1

2.5.2.1 Overtredelsenes art

Med overtredelsenes *art* kan forstås hva slags type overtredelse det er tale om. Dette momentet kan tyde på at enkelte bestemmelser i verdipapirlovgivningen anses som viktigere enn andre. Overtredelse av slike viktige bestemmelser, kan lettere kvalifiseres som alvorlige. Slike overtredelser kan for eksempel være mangler i foretakets internkontroll/compliancefunksjon og åpenbart uegnet investeringsrådgivning.⁷⁷ Motsetningsvis kan det tenkes at overtredelser knyttet til mangler i foretakets generelle reklamemateriell ikke er av en slik art at de kan anses å være alvorlige etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4.⁷⁸

I det følgende er spørsmålet hvilke overtredelser som etter sin art kan vurderes som alvorlige. I forvaltningspraksis benyttes bestemmelsen om god forretningsskikk i vphl. § 10-11 som en overordnet standard i vurderingen av foretakets overtredelser. Overtredelse av de presiserende bestemmelser i verdipapirforskriften vil være en indikator på at kravet til god forretningsskikk er overtrådt.

I henhold til verdipapirhandelloven § 10-11 første ledd skal verdipapirforetak utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Foretaket skal videre sørge for at «kundes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte».⁷⁹ En uttalelse av Finanstilsynet i Terra-saken illustrerer viktigheten av kravet til god forretningsskikk. Tilsynet så «mest alvorlig på de alvorlige og systematiske brudd på bestemmelsene om god forretningsskikk til skade for ikke-profesjonelle kunder ...».⁸⁰

Uttalelsen viser at overtredelsens art ble sammenholdt med dens konsekvenser. Overtredelsene gjaldt brudd på god forretningsskikk som gikk utover ikke-profesjonelle kunder.

⁷⁷ Finanstilsynets brev til Agilis Group AS 23.3.2011 s.11

⁷⁸ Se f.eks. Kredittilsynets brev til Totalvekt ASA 24.6.2008 s. 23 hvor det ble uttalt at overtredelsene knyttet til informasjonskrav til kundene ikke dannet et «selvstendig grunnlag for tilbakekall av tillatelsene».

⁷⁹ Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 19 og gjennomføringsdirektivet art. 26-45.

⁸⁰ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Terra Markets AS s. 16. Se også Finanstilsynets brev til Agilis Group AS 23.3.2011 s.11

Det kan forstås som at overtredelser til skade for ikke-profesjonelle kunder vurderes som mer alvorlig enn overtredelser til skade for profesjonelle eller kvalifiserte motparter.

Kravet til god forretningsskikk er en rettslig standard som kan endres med de til enhver tid rådende samfunnsforhold.⁸¹ Et spørsmål som kan reises er om, og eventuelt hvordan, bransjepraksis kan ha innflytelse på kravet til god forretningsskikk.

Hymer mener i sin artikkel at bransjepraksis kan ha innflytelse på kravet til god forretningsskikk.⁸² Finanstilsynet har uttalt:

«Det er ikke slik at normal praksis i bransjen ubetinget er avgjørende for om kravet til god forretningsskikk er overholdt. Praksis vil – dersom den er akseptabel – si noe om hvor standarden for god forretningsskikk bør legges. Kredittilsynet vil i den forbindelse presisere at en eventuell påvisning av samme atferd som i dette tilfellet, ikke innebærer at denne atferd er innenfor rammen av «god forretningsskikk».⁸³

Bransjepraksis kan dermed tenkes å ha betydning for vurderingen av overtredelser av kravet til god forretningsskikk. En praksis som vurderes uakseptabel vil imidlertid ikke kunne være unnskyldelig. Det kan dermed teoretisk tenkes at overtredelser vurderes som alvorlige, selv om det finnes andre foretak i bransjen med samme praksis. Her må imidlertid like forhold vurderes likt. Det kan undres om Finanstilsynet vil slå hardt ned på et foretak i tilfeller hvor det vet at også andre foretak begår liknende alvorlige overtredelser. En slik situasjon kan for eksempel løses med krav om retting til samtlige foretak. På en annen side har tillatelser blitt kalt tilbake delvis begrunnet i allmennpreventive hensyn.⁸⁴

⁸¹ Hymer (2008) s. 185

⁸² Hymer (2008) s. 186

⁸³ Kredittilsynets brev 03.5.2000 til Atlantic Securities ASA pkt. 4

⁸⁴ Kredittilsynets brev 10.4.2008 til Glitnir Privatøkonomi AS s. 10-11, Kredittilsynets brev 24.6.2008 til Caveo ASA s. 18, Kredittilsynets brev 24.6.2008 til Totalvekst ASA s. 24

I Acta-saken ble det sett mest alvorlig på at kundenes interesser ikke ble ivaretatt på beste måte.⁸⁵ Verdipapirforetaket er gjennom sin stilling som konsesjonsinnehaver, gitt en tillit av myndighetene til å yte investeringstjenester. Dersom foretaket setter egne interesser foran kundenes, er det både et tillitsbrudd og misbruk av posisjonen foretaket har gjennom sin konsesjon.⁸⁶ Formålet er at foretaket ikke skal la hensynet til egen inntjening få innflytelse på rådgivning og salg til kundene.

I Glitnir-saken uttalte Finanstilsynet:

«Prinsippet om at kundens interesse skal ivaretas på beste måte innebærer at det ikke kan anbefales unødvendig kompliserte og kostbare løsninger i forhold til alternative investeringer. Det betyr også at de marginer foretaket tar ikke kan være uforholdsmessig høye (foretaket kan ikke ta en urimelig pris). Man må her blant annet se hen til at marginene skal stå i et rimelig forhold til den merverdi som tilføres av produsent og distribusjonsledd.»⁸⁷

Tilsynet konkluderte med at «foretaket alvorlig har brutt lovens bestemmelser ved å overtre plikten til å ivareta kundens interesser framfor foretakets ved å la hensynet til egen inntjening bestemme rådgivning og salg til kundene.»⁸⁸

Å ivareta kundenes interesser kan altså fra forvaltningspraksis ses som en viktig del av kravet til god forretningsskikk.

I Acta-saken konkluderte Finanstilsynet at rådgivningen på warrants-produkter ikke tilstrekkelig dokumenterte hvorvidt den var i kundenes interesse. Denne overtredelsen var imidlertid ikke avgjørende for Finanstilsynets beslutning.⁸⁹ En begrunnelse for dette kan

⁸⁵ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Acta Asset Management AS s. 20

⁸⁶ Se Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Wiersholm, Mellbye & Bech pkt. 6.4.2

⁸⁷ Kredittilsynets brev 10.4.2008 til Glitnir Privatøkonomi AS s. 3

⁸⁸ Kredittilsynets brev 10.4.2008 til Glitnir Privatøkonomi AS s. 10

⁸⁹ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Acta Asset Management AS s. 21

være at det her var nettopp dokumentasjonsplikten som var overtrådt. Det var ikke påpekt en særskilt overtredelse av prinsippet om å ivareta kundens interesser ved rådgivningen av warrants-produkter. Foretakets rådgivning var ikke godt nok dokumentert. Dette tyder på at dokumentasjonsplikten vurderes mildere enn prinsippet om å ivareta kundens interesser.

Forvaltningspraksis har også karakterisert manglende organisering og compliance som alvorlige overtredelser. I Acta-saken ble det blant annet kommentert at verdipapirforetakets organisering av compliancefunksjonen ikke var i samsvar med de krav som lovgivningen stilte.⁹⁰ I Terra-saken gjaldt overtredelsene manglende styring og kontroll på et omfattende nett med tilknyttede agenter.⁹¹

Brudd på kravet om god forretningsskikk er overtredelser som etter sin art karakteriseres som alvorlig i forvaltningspraksis. Spesielt foretakets plikt til å sette kundenes interesser foran sin egne er et viktig krav i den rettslige standarden. Overtredelser knyttet til compliancefunksjonen og foretakets organisering er også overtredelser som etter sin art kan anses som alvorlige.

2.5.2.2 Overtredelsenes grovhet

Videre vil overtredelsenes *grovhet* være et moment i vurderingen. Dette momentet kan tyde på at overtredelse av enhver bestemmelse i verdipapirlovgivningen kan kvalifiseres som alvorlig, forutsatt at overtredelsen er tilstrekkelig grov.

Hvor mange overtredelser som foreligger, vil nok kunne få betydning for vurderingen av overtredelsenes grovhet. Det kan være uheldig om et foretak har et massivt omfang av overtredelser, uten at de enkelte overtredelser isolert sett fremstår som alvorlige.

⁹⁰ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Acta Asset Management AS s. 21

⁹¹ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Terra Markets AS s. 16. Se vphl. § 10-16 om verdipapirforetakets adgang til å benytte tilknyttede agenter.

Gode grunner tilsier dermed at overtredelser kan kumuleres slik at de samlet sett fremstår som alvorlige.

I klagesaken til Handelspartner Securities var en sentral overtredelse at foretaket hadde ytt investeringstjenesten aktiv forvaltning uten tillatelse. Finansdepartementet opprettholdt vedtaket til Finanstilsynet. Departementet konkluderte med at overtredelsene var å anse som alvorlig da:

«[d]et dreier seg om aktiv forvaltning uten konsesjon i stort omfang, både når man ser hen til de investerte beløp og andelen handlene utgjorde av foretakets totale ordreinnleggelse på vegne av kunder i de aktuelle periodene.»⁹²

Summen av de investerte beløpene og antall ordre som stammer fra spesifikke overtredelser kan etter praksis fungere som et vurderingsmoment på hvorvidt overtredelsene er å anse som alvorlige. I Terra-saken uttalte Finanstilsynet at «foretaket har hatt svært dårlig og til dels manglende kontroll med sin virksomhet.»⁹³

I klagesaken til Caveo ASA gjaldt overtredelsene brudd på bestemmelsen om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven § 10-11 (1). Finansdepartementet uttalte at

«Foretakets virksomhet har som nevnt i *stor grad* gått ut på å selge produkter med høyest mulig inntjening for foretaket, fremfor å ivareta kundenes interesser. Departementet mener overtredelsene må anses som «alvorlige», jf. verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd nr. 4.»⁹⁴

Foretaket hadde kultur for å sette interessen for egen inntjening foran kundenes interesser. Departementet skriver i vedtaket at praksisen ble foretatt i «stor grad». Spørsmålet er om

⁹² Finansdepartementets brev til Handelspartner Securities ASA 23.6.2009 pkt. 6.3

⁹³ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Terra Markets AS s. 16

⁹⁴ Finansdepartementets brev til Caveo ASA 5.2.2009 pkt. 6.2. Min kursivering.

overtredelsene ville vært alvorlige dersom en slik praksis bare hadde blitt avdekket bare i *noen grad*.

Om foretaket burde avdekket overtredelsene selv, kan være et moment som tilsier at overtredelsene er grove. I Acta-saken gjaldt overtredelsene brudd på verdipapirhandelloven, avdekket på stedlig tilsyn, som «åpenbart burde vært avdekket og/eller håndtert på en hensiktsmessig måte av foretaket selv.»⁹⁵

Det lar seg vanskelig definere hva som kreves for at overtredelsene anses som grove, og det må nødvendigvis vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle. Eksemplene hentet fra forvaltningspraksis ovenfor kan gi en pekepinn på hvor terskelen ligger. Virksomhet som i stor grad innebærer brudd på bestemmelser, eller forhold som burde vært avdekket av foretakets complianceavdeling kan tale for at overtredelsene er grove.

2.5.2.3 Overtredelsenes varighet

Hvor lenge en overtredelse har pågått vil også være av betydning for vurderingen. *Varigheten* kan tenkes å kvalifisere mindre overtredelser som alvorlige dersom de har pågått over lengre tid. På den andre siden kan det tenkes at grovere overtredelser ikke blir vurdert alvorlige dersom de raskt blir oppdaget og rettet av foretaket. Dette momentet vil være avhengig av hvorvidt foretaket er i stand til å avdekke overtredelsene selv. Er det Finanstilsynet som avdekker overtredelsene på stedlig tilsyn, kan det tilsi at foretakets internkontroll ikke oppfyller lovens krav. Et spørsmål er hvor lenge overtredelsene må ha pågått før varigheten tilsier at de er alvorlige.

I klagesaken til Handelspartner Securities ASA var spørsmålet for departementet om foretaket hadde ytt investeringstjenestene aktiv forvaltning og egenhandel uten konsesjon. I saken var det ubestridt at foretaket i perioden mellom 19. juli 2007 og 24. september

⁹⁵ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Acta Asset Management AS s. 21

samme år hadde lagt inn ordre om kjøps- og salgstransaksjoner, i norske aksjer for egen regning.⁹⁶ Varigheten talte for at overtredelsene var alvorlige.⁹⁷

I Acta-saken gjennomgikk Finanstilsynet utvalgte kunder fra hvert av de to siste kvartal i 2010 og to første kvartal i 2011.⁹⁸ Kontrollen gjelder altså ett års virksomhet. Dersom det kan konstateres overtredelser som har pågått i ett år, taler varighetsmomentet klart for at overtredelsene er alvorlige.

Det er ikke gitt en nedre terskel for hvor kort varighet en overtredelse kan ha uten å vurderes som alvorlig. Momentene må nok vurderes i sammenheng. Det kreves nok kortere varighet for overtredelser hvor arten og grovheten taler for at de er alvorlige. På en annen side kan nok mindre grove overtredelser pågå i noe lengre tid før varigheten taler for at de er alvorlige. Likevel kan det konstateres at jo lenger tid det går før en overtredelse blir avdekket og korrigert, jo mer vil det tale for at overtredelsen også er alvorlig.

2.5.3 Systematiske overtredelser

Problemstillingen i det videre er hva som ligger i kravet om systematiske overtredelser. Innebærer vilkåret et krav til at foretaket kan bebreides, eller kan det også ramme overtredelser fra en enkelt ansatt som handler i strid med foretakets interne retningslinjer?

Ordlyden «systematiske» kan tolkes som at overtredelsene må kunne være følge av, eller foranlediget av, et sviktende system. Et eksempel kan være hvor overtredelsene er en følge av foretakets manglende organisering. Slike mangler kan for eksempel knytte seg til foretakets rutiner og retningslinjer. Ser man verdipapirforetaket som produsent av et produkt, vil én mangel ved selve produktet ikke nødvendigvis være en systematisk overtredelse.

⁹⁶ Finansdepartementets brev til Handelspartner Securities ASA 23.6.2009 pkt. 6.2

⁹⁷ Finansdepartementets brev til Handelspartner Securities ASA 23.6.2009 pkt. 6.3

⁹⁸ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Acta Asset Management AS s. 6

Overtredelsen kan imidlertid være systematisk dersom det foreligger en «produksjonsfeil» som får innvirkning på alle leverte produkter.

I de to siste klagesakene som er behandlet hos Finansdepartementet, ga de følgende bemerkning i forbindelse med vurderingen av systematiske overtredelser:

«Ved vurderingen av om overtredelsene er «systematiske», vil det være avgjørende om overtredelsene opptrer etter et visst mønster eller for øvrig kan ses i sammenheng, eller om de motsetningsvis fremstår som enkeltstående hendelser.»⁹⁹

Uttalelsen kan tolkes slik at én enkelt overtredelse aldri vil være systematisk. Om én ansatt begår én overtredelse, vil dette være en enkeltstående hendelse. Det samme kan være tilfellet hvor flere ansatte har bidratt til én overtredelse. Selv om flere ansatte har medvirket, vil én overtredelse likevel fremstå som en enkeltstående hendelse. Det kan dermed legges til grunn at det må foreligge mer enn én overtredelse for at de skal kunne settes i en sammenheng, og vurderes som systematiske. Spørsmålet i det følgende er hva som kreves for at de begåtte overtredelser «opptrer etter et visst mønster eller for øvrig kan ses i sammenheng».

Dette kan først ses som et spørsmål om *hvor mange* overtredelser som må begås. Det kan vanskelig oppstilles et generelt tallmessig svar på problemstillingen. To overtredelser kan teoretisk sett anses som systematiske dersom de kan settes i sammenheng. Avgjørelsen vil bero på en konkret vurdering i den enkelte sak.

Finanstilsynet kan i sine undersøkelser fokusere på enkelte sider ved foretakets virksomhet. Omfanget av overtredelser ved spesielle undersøkelser kan være et moment i vurderingen av hvorvidt overtredelser er å anse som systematiske. I Totalvekst-saken refererte Finanstilsynet spesielt til de forelagte finansplanene som foretaket benyttet i sin investeringsråd-

⁹⁹ Finansdepartementets brev til Haavind AS 01.11.2011 pkt. 9.2.1, brev til Wiersholm, Mellbye & Bech 01.11.2011 pkt. 6.3.1

givning. Det at «samtlige finansplaner» var beheftet med feil, ble ansett som tegn på at feilene var systematiske.¹⁰⁰

Om verdipapirforetaket har tilbudt produkter som ikke er egnet for kunden, kan foretakets inntjening på produktene være et moment som belyser om overtredelsene er systematiske. I Glitnir-saken var overtredelsene systematiske da «den vesentlige del av foretakets inntjening har sin kilde i formidling av produkter som gir foretaket høy inntjening.»¹⁰¹

I Atlantic-saken hadde foretaket blant annet kjøpt aksjer i Dolphin for egen konto, og solgt aksjene videre til kunder for en vesentlig dyrere pris. Foretaket hadde overtrådt kravet til god forretningsskikk og forbudet mot egenhandel. Finanstilsynet uttalte følgende:

«Sjøl om transaksjonene bare er i Dolphin-aksjen og over et begrenset tidsrom, utgjør de en vesentlig del av foretakets totale egenhandel i perioden, og hoveddelen av foretakets totale inntjening i 1999. Transaksjonene må derfor betraktes som en vesentlig del av foretakets virksomhet det siste året og ikke et enkeltstående tilfelle.»¹⁰²

Overtredelsene som heftet ved de aktuelle handlingene ble altså vurdert opp imot foretakets totale egenhandel i perioden. Hvor stor del av foretakets inntjening handlingene innebar, var et moment som tilsa at overtredelsene var systematiske. Dersom spørsmålet gjelder salg av risikofylte produkter som er uegnet for kunden, og som samtidig generer høy inntekt for foretaket, kan inntjeningen på salget av de aktuelle produktene være relevant. Dersom salget utgjør en vesentlig del av foretakets inntekter, kan dette være et moment som tilsier at overtredelsene er systematiske.

¹⁰⁰ Kredittilsynets brev 24.6.2008 til Totalvekst ASA s. 23

¹⁰¹ Kredittilsynets brev 10.4.2008 til Glitnir Privatøkonomi AS s.10

¹⁰² Finanstilsynets brev 3.5.2000 til Atlantic Securities ASA pkt. 4

2.5.3.1 Representative for foretakets opptreden?

I vurderingen av om overtredelser er å anse som systematiske, har det i forvaltningspraksis blitt lagt vekt på at overtredelsene «danner et representativt bilde av foretakets virksomhet».¹⁰³ En forutsetning for at overtredelsene er systematiske synes derfor å være hvorvidt de avdekkede overtredelser anses representative for foretakets opptreden.¹⁰⁴ Problemstillingen er hva som kreves før overtredelser kan sies å danne et representativt bilde av foretakets virksomhet.

I Totalvekst og Caveo-saken oppstilte Finanstilsynet tre konkretiserte normer i kravet til god forretningsskikk. Normene fremgår ikke direkte av kravet til god forretningsskikk, og konkretiseringen innebar at vedtakene fremsto som særegne. Uttalelsene er imidlertid egnet å kaste lys over hvor mange overtredelser som kreves avdekket før de anses som systematiske.

Norm nummer en innebar et krav om å tilby det beste av sammenlignbare produkter. Foretakenes overtredelser av denne normen ble ansett som systematiske fordi Finanstilsynet avdekket overtredelser i «flertallet av de gjennomgåtte tilfellene».¹⁰⁵ Overtredelsene ble altså karakterisert som systematiske ettersom «flertallet» av stikkprøvene som Finanstilsynet gjennomførte, var beheftet med overtredelser.

Norm nummer to var et krav om at kostnadsstrukturen i produktet ikke kunne redusere avkastningspotensialet vesentlig. Overtredelsene av denne normen ble også ansett systematiske «... da den vesentlige del av foretakets anbefaling er i produkter med uforholdsmessige

¹⁰³ Kredittilsynets brev 24.6.2008 til Totalvekst ASA s. 23, Finansdepartementets brev til Caveo ASA 5.2.2009 pkt. 6.2

¹⁰⁴ Finansdepartementets brev til Caveo ASA 5.2.2009 pkt. 6.2

¹⁰⁵ Kredittilsynets brev til Totalvekst ASA 24.6.2008 s. 22, Kredittilsynets brev til Caveo ASA 24.6.2008 s.

høye kostnader i forhold til andre alternativer i markedet”.¹⁰⁶ Her benyttes altså ”vesentlige” som indikator på terskelen for hvor mange overtredelser som må være avdekket før bruddene anses som systematiske.

Den tredje normen krever at det beløp av investeringen som tilfaller verdipapirforetaket må stå i et rimelig forhold til merverdien verdipapirforetaket tilfører produktet. Her ble overtredelsene ansett som systematiske da ”den vesentlige del av foretakets inntjening har sin kilde i anbefaling av produkter som gir foretaket høy inntjening.”¹⁰⁷

Flere overtredelser kan være begått av én eller flere ansatte. Et spørsmål som bør stilles er hvorfor og hvordan overtredelsene er muliggjort. I de tilfeller foretaket får mistanke om at enkeltansatte bryter lovverket, oppstår det ifølge Finansdepartementet en handleplikt for foretaket.¹⁰⁸ Om foretaket forsømmer denne plikten, kan det tilsi at enkelthendelser vurderes som systematiske ettersom foretaket ikke har grepet inn. Pågående eller nye overtredelser kan i slike tilfeller sies å være foranlediget gjennom foretakets passive opptreden. Om denne plikten ikke overholdes, vil overtredelsene lettere kunne vurderes som foranlediget gjennom foretakets passive opptreden.

Finanstilsynet mente i saken mot Aktiv Link Kapitalforvaltning at foretaket hadde ytt investeringstjenesten aktiv forvaltning uten at foretaket hadde tillatelse. I begrunnelsen for hvorfor overtredelsene var systematiske, uttalte tilsynet:

«Finanstilsynet legger til grunn at omfanget er omfattende, i den forstand at de omtalte SMS ikke utgjør enkeltstående tilfeller, men er en systematisk del av Foretakets sentrale forretningside. Omfanget er heller ikke uvesentlig sett i forhold til

¹⁰⁶ Kredittilsynets brev til Totalvekst ASA 24.6.2008 s. 22, Kredittilsynets brev til Caveo ASA 24.6.2008 s. 16

¹⁰⁷ Kredittilsynets brev til Totalvekst ASA 24.6.2008 s. 22, Kredittilsynets brev til Caveo ASA 24.6.2008 s. 17

¹⁰⁸ Se Finansdepartementets brev til Haavind AS 01.11.2011 pkt. 9.3

Foretakets solgte volum. Finanstilsynet ser meget alvorlig på at Foretaket har yttet en investeringstjeneste uten tillatelse i dette omfang.»¹⁰⁹

Overtredelsene behøver ikke nødvendigvis å forekomme hyppig for at de skal anses som systematiske. Finansdepartementet har uttalt at:

«Departementet finner videre at foretaket har ytt tjenestene gjennomgående når investeringsselskapene har hatt behov for det, og anser overtredelsene som systematiske.»¹¹⁰

Er det særskilte hendelser som trigger foretakets overtredelser, eller disse begås i bestemte situasjoner, kan det tyde på at overtredelsene er systematiske.

Det kreves ikke at foretakets overtredelser er bevisste for at de skal vurderes som systematiske.¹¹¹ Også ubevisste feilvurderinger/overtredelser kan anses som systematiske. Finanstilsynet har påpekt viktigheten av at foretaket har et komplett register over avvik. På den måten blir det oversiktlig å vurdere hvorvidt de foreliggende overtredelser er systematiske, eller om de motsetningsvis kan karakteriseres som enkeltstående hendelser.

Omfanget av overtredelser som blir avdekket kan være et moment som tilsier at de er systematiske. Dersom Finanstilsynet finner overtredelser på flertallet av stikkprøvekontrollene de tar på stedlige tilsyn, kan det være et moment som tilsier at overtredelsene ikke er enkeltstående hendelser, men systematiske. Videre kan overtredelser være systematiske om de kan settes i sammenheng, for eksempel dersom foretaket har begått overtredelser i bestemte situasjoner.

¹⁰⁹ Finanstilsynets brev 17.1.2013 til Aktiv Link Kapitalforvaltning ASA pkt. 3.3.4

¹¹⁰ Finansdepartementets brev til Wiersholm, Mellbye & Bech 01.11.2011 pkt. 6.3.2

¹¹¹ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Acta Asset Management AS pkt. 4.5.1

Som vist ovenfor, kan overtredelser knyttet til foretakets compliancefunksjon og organisering anses som systematiske. Foretak har blitt idømt foretaksstraff på grunn av manglende internkontrollsystemer og mangelfull organisering.¹¹²

MiFID art. 8 bokstav d oppstiller krav om kumulative vilkår for tilbakekall av tillatelse. Det er altså en forutsetning at verdipapirforetaket har begått systematiske overtredelser. Én grunn kan være at nettopp *foretaket* må kunne bebreides. Legger man til grunn at det bør foreligge en viss bebreidelse av foretaket, kan det være av verdi å se hen til momentene som er oppstilt i straffeloven § 48 b når man skal vurdere hvorvidt vilkåret om systematiske overtredelser er oppfylt.

Straffeloven § 48 b lyder:

«Ved avgjørelsen av om straff skal ilegges et foretak etter § 48 a, og ved utmålingen av straffen overfor foretaket skal det særlig tas hensyn til

- a) Straffens preventive virkning,
- b) Overtredelsens grovhet,
- c) om foretaket ved retningslinjer, instruksjon, opplæring, kontroll eller andre tiltak kunne ha forebygget overtredelsen,
- d) om overtredelsen er begått for å fremme foretakets interesser,
- e) om foretaket har hatt eller kunne ha oppnådd noen fordel ved overtredelsen,

[...]»

Vurderingsmomentene i paragrafen er altså relevante både i spørsmålet om straff skal idømmes, og straffens omfang. Det skal «særlig» tas hensyn til de oppstilte momentene. Oppregningen er dermed ikke uttømmende. Forutsettes det et krav om at foretaket må kunne bebreides for overtredelsene, kan momentene ovenfor være av relevans ved vurderingen av hvorvidt foretaket har begått systematiske overtredelser.

¹¹² Se Rt. 1995 s. 278 og Rt. 2009 s. 1595

Spørsmålet om hvorvidt overtredelsen er å anse som systematiske, bør derfor kunne være avhengig av «om foretaket ved retningslinjer, instruksjon, opplæring, kontroll eller andre tiltak kunne ha forebygget overtredelsen.» Momentene bør imidlertid vurderes opp i mot de plikter som følger av verdipapirhandelloven. Det kan for eksempel derfor ikke kreves mer av foretakets organisering enn at virksomheten er innrettet slik at foretaket «har tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrifter.»¹¹³

2.5.3.2 Finanstilsynets utredningsplikt

Problemstillingen om systematiske overtredelser har også en kobling mot Finanstilsynets utredningsplikt, og bruken av stikkprøvekontroller. Finanstilsynet gjennomfører ofte fokuserte stedlige tilsyn, hvor de kontrollerer spesifikke deler av foretakets virksomhet. En slik del kan for eksempel være foretakets kunderådgivning. En problemstilling i en slik situasjon er hvor mange rådgivninger som må undersøkes før man kan - på et statistisk grunnlag - si at de avdekkede overtredelser representerer foretakets opptreden.

Finanstilsynet har en utredningsplikt hjemlet i fvl. § 17. Bestemmelsen innebærer at tilsynet må sørge for at saken er «så godt opplyst som mulig før vedtak treffes». Hvilke krav stiller utredningsplikten til Finanstilsynets stedlige tilsyn og kontroll av foretaket?

Ordlyden isolert kan tolkes som at det skal foretas en fullstendig kontroll av hele virksomheten og alle fakta som er relevant i saken. Passusen «som mulig» forstås slik at forvaltningsorganet må gjøre alt som står i dets makt for å bringe frem opplysninger. Bestemmelsen synes å pålegge forvaltningen en streng utredningsplikt.

Ifølge litteraturen kan ikke ordlyden «som mulig» forstås ordrett.¹¹⁴ Hvor grundig utredningsplikten er i den enkelte sak, beror på en avveining mellom hensynet til å oppnå et for-

¹¹³ Jf. verdipapirhandelloven § 9-11 første ledd nr. 1

¹¹⁴ Forvaltningsloven med kommentarer (2011) s. 356

svarlig resultat og effektivitetshensyn.¹¹⁵ Her vil sakens viktighet være et relevant moment. Videre vil kravet til grundighet variere avhengig av vedtakets art og omfang, og hvorvidt parten selv kan forventes å bidra.¹¹⁶ Skulle det eksempelvis være uklarheter eller mangler i dokumentasjonen som er innhentet, plikter Finanstilsynet å oppklare uklarhetene for å sikre et tilstrekkelig beslutningsgrunnlag.¹¹⁷ Verdipapirforetaket kan dermed bes om å fremlegge ytterligere dokumentasjon eller uttale seg. I praksis holdes det gjerne møter mellom Finanstilsynet og verdipapirforetaket.¹¹⁸

Sakens viktighet kan vurderes på flere måter. Den kan være avhengig av om saken omtales i mediene. Det kan også sies at saken er viktigere dess mer inngripende vedtaket er. Vedtak om tilbakekall kan sies å være et inngripende vedtak. Sanksjonen er streng, og den kan få store konsekvenser for foretakets inntjeningsmuligheter og fremtidige virksomhet. Det taler for at vedtak om tilbakekall er viktige forvaltningssaker, og tilsier at Finanstilsynets utredning bør være grundig.

Under det stedlige tilsyn tar Finanstilsynets stikkprøver av foretakets virksomhet. En problemstilling er hvorvidt det er tilstrekkelig i henhold til utredningsplikten at Finanstilsynet benytter stikkprøvekontroller for å avdekke alvorlige eller systematiske overtredelser.

Virksomheten bør kontrolleres på et nivå som gjør at funnene kan sies å gi et riktig bilde av den totale virksomhet. I praksis blir kontrollene rettet mot visse områder av foretakets virksomhet. Bakgrunnen kan være hensynet til effektivitet, og arbeidsmengden som vil være nødvendig for å kontrollere hver eneste transaksjon eller tjeneste. Finanstilsynets utredningsplikt må ses i sammenheng med verdipapirforetakets plikter til å dokumentere sin virksomhet. Formålet bak foretakets dokumentasjonsplikt, er at Finanstilsynet på en effek-

¹¹⁵ Forvaltningsrett (2006) s. 250-251

¹¹⁶ Forvaltningsrett (2006) s. 250-251

¹¹⁷ Forvaltningsloven med kommentarer (2011) s. 354

¹¹⁸ Se f.eks. Kredittilsynets brev 10.4.2008 til Glitnir Privatøkonomi s. 1 og Finanstilsynets brev 12.4.12 til Acta Asset Management AS s. 1

tiv måte kan kontrollere virksomheten. Manglende dokumentasjon og informasjon fra foretaket vil være et brudd på foretakets lovbestemte plikter. Det kan legges til grunn at Finanstilsynet kan ta stikkprøver som ledd i sin kontroll av foretakets virksomhet.

Spørsmålet blir videre *hvor mange* stikkprøver som må tas før prøvene kan sies å gi et balansert og helhetlig bilde av foretakets virksomhet.

Problemstillingen var oppe i Agilis-saken. Her mente foretaket at overtredelsene som var begått måtte anses som enkeltobservasjoner. Finansdepartementet viste til Finanstilsynets kommentar om at grunnlaget for stedlige tilsyn:

*«... «nødvendigvis alltid må være stikkprøve-kontroller», og at en «total gjennomgang av et foretaks virksomhet i en lengre periode [ikke vil være] praktiskabelt». Departementet bemerker at en full gjennomgang av et foretaks virksomhet i en lengre periode vil innebære en uforholdsmessig ressursbruk. Det sentrale spørsmålet er hvorvidt Finanstilsynets undersøkelser og utvalg gir et *tilstrekkelig omfattende og balansert bilde av foretakets investeringsrådgivning.*»¹¹⁹*

Hvor omfattende undersøkelser som skal foretas, avveies med en kost/nytte-vurdering. Uttalelsen tallfester ikke hvor mange kontroller som er nødvendig, men stiller i stedet et kvalitetskrav til utredningens resultat. Finanstilsynets kontroller skal gi et «tilstrekkelig omfattende og balansert bilde» av foretaket. Spørsmålet blir hvordan kravet til balanse ivaretas dersom Finanstilsynet kontrollerer foretaket etter nærmere angitte kriterier, for eksempel kontroll av utvalgte ansatte. Meglere med de høyeste kurtasjeinntektene er et slikt utvalg som kan vurderes som hensiktsmessig. Vil resultatene gi et «balansert bilde» av foretakets investeringsrådgivning? Eller må Finanstilsynet ta stikkprøver av alle ansatte for å få et balansert bilde av foretakets helhetlige virksomhet.

¹¹⁹ Finansdepartementets brev til Haavind AS 1.11.2011 pkt. 9.2.3. Min kursivering.

Finansdepartementet bemerket i Agilis-saken:

«Hvorvidt Finanstilsynet hadde foretatt et rent tilfeldig utvalg av kundesamtaler eller, som Finanstilsynet gjorde i dette tilfellet, en gjennomgang av samtaler knyttet til meglere med høy aktivitet og kurtasjeinntekt, er i utgangspunktet av mindre betydning for informasjonsverdien av eventuelle funn.»¹²⁰

Departementet konkluderte med at Finanstilsynets observasjoner var «... basert på et betydelig antall kundeforhold, og er egnet til å beskrive en vesentlig del av foretakets investeringsrådgivning overfor de aktuelle kundene i de angitte tidsrommene.»¹²¹

Departementet mente her at et utvalg av mistenkelige handler og ansatte ikke var i strid med utredningsplikten.¹²² Det sentrale var i stedet hvorvidt det faktisk ble avdekket overtredelser.

I Acta-saken ble dokumentasjon for 20 tilfeldige kunder ble gjennomgått, og det ble rettet spesiell oppmerksomhet mot kunder som hadde blitt overført til foretakets nye produkt «Porteføljekonto».¹²³ Det ble også foretatt et utvalg på de åtte siste kundene som hadde gjort transaksjoner i produktet.

Hensynet til effektivitet tilsier at Finanstilsynet må gis anledning til å rette ressursene mot de mest mistenkelige deler av virksomheten. Vurderingen av tilbakekall, vil imidlertid naturlig nok basere seg på funn som er avdekket på stedlige tilsyn. En avgrenset kontroll, vil ikke nødvendigvis gi en motvekt av stikkprøver som ikke er beheftet med feil. Det kan indirekte være med på å gi et skjevt bilde av virksomheten i en forholdsmessighetsvurdering, som igjen kan føre til at avgjørelsen kan få et negativt utfall. Likevel er hovedspørsmålet

¹²⁰ Finansdepartementets brev til Haavind AS 1.11.2011 pkt. 9.2.3

¹²¹ Finansdepartementets brev til Haavind AS 1.11.2011 pkt. 9.2.3

¹²² Finansdepartementets brev til Haavind AS 1.11.2011 pkt. 9.2.3

¹²³ Finanstilsynets brev til Acta Asset Management AS 12.4.2012 s. 6

hvorvidt overtredelsene kan anses som systematiske. Det kan derfor hevdes at Finanstilsynet ikke behøver å gjøre mer enn å konstatere at foretaket faktisk har begått systematiske overtredelser.

3 Forholdsmessighet

3.1 Innledning

I forvaltningens avgjørelser kan et krav om forholdsmessighet generelt beskrives som en vurdering av om de hensyn og mål man søker å ivareta veier tyngre enn de negative virkninger vedtaket får. Målet må rettferdiggjøre middelet. Problemstillingen om forholdsmessighet kan være relevant på flere områder. Et forholdsmessighetskrav kan for eksempel rette seg mot forvaltningens saksbehandling og utredning. Prinsippet vil da være av prosessuell karakter. Videre kan prinsippet legge skranker på forvaltningsskjønnet og innholdet i forvaltningens avgjørelser. Dette kan ses som forholdsmessighetskravets materielle side.

Den konkrete problemstilling er i det videre er hvilke krav som kan stilles til forholdsmessighet i Finansdepartementets og Finanstilsynets vedtak om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester. Et vedtak om tilbakekall av tillatelse er en skjønnsmessig avgjørelse.¹²⁴ Spørsmålet om forholdsmessighet vil nettopp oppstå i de tilfeller forvaltningen, etter eget skjønn, kan vurdere hvilke rettsfølger en bestemmelse skal få.¹²⁵ Hvilken grad av uforholdsmessighet vil norske domstoler akseptere, før de beskjerer Finansdepartementets eller Finanstilsynets materielle kompetanse? Spørsmålet fordrer en drøftelse av med hvilken intensitet domstolene vil prøve om forholdsmessighetskravet er oppfylt. Drøftelsen under forutsetter dermed at vilkårene for tilbakekall av tillatelse isolert sett er oppfylt.

¹²⁴ Se nærmere om forvaltningsskjønn i Forvaltningsrett (2006) s. 353 flg.

¹²⁵ Dette omtales gjerne i teorien som «diskresjonært» skjønn. Jf. Forvaltningsrett (2006) s. 355

3.2 Et krav om forholdsmessighet i Finansdepartementets og Finanstilsynets avgjørelser?

Spørsmålet i det følgende er hvorvidt det kan oppstilles et generelt krav om forholdsmessighet i Finansdepartementets og Finanstilsynets vedtak om tilbakekall av tillatelse, og om et slikt forholdsmessighetsprinsipp innebærer en selvstendig skranke for forvaltningens myndighetsutøvelse. Dette beror på hvorvidt prinsippet har noen selvstendig betydning utover den alminnelige læren om myndighetsmisbruk.

Forholdsmessighetsprinsippet kan som nevnt ha betydning for forvaltningens prosessuelle og materielle kompetanse. Avhandlingen vil primært fokusere på den materielle siden av prinsippet, og hvorvidt prinsippet innebærer en materiell skranke for hvilke beslutninger forvaltningen har kompetanse til å fatte.

I Agilis-saken ble Finanstilsynets vedtak påklaget til Finansdepartementet. I tiden mellom klagebehandlingen hadde Finanstilsynet kommentert foretakets anførsler. Finansdepartementet gjenga i sitt vedtak følgende uttalelse fra Finanstilsynet:

«Finanstilsynet gir uttrykk for at det ikke kan utledes av vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 «noen plikt til å foreta en forholdsmessighetsvurdering – herunder plikt til å hensynta self cleaning-prosesser», men at tilsynet etter «forvaltningsrettslig lære om myndighetsmisbruk [er] nødt til å vurdere om Vedtaket allikevel skulle fremstå som åpenbart urimelig».¹²⁶

Ifølge Finanstilsynet selv, har ikke tilsynet plikt til å vurdere forholdsmessigheten av vedtaket sitt. At uttalelsen er gjengitt i Finansdepartementets vedtak, kan tyde på at Finansdepartementet stiller seg bak Finanstilsynets forståelse. I vedtaket vurderte Finansdepartementet hvorvidt det forelå mindre inngripende alternativer. Finanstilsynets forståelse ble imidlertid ikke uttrykkelig dementert av Finansdepartementet.

¹²⁶ Finansdepartementets brev til Haavind AS 1.11.2011 pkt. 5.4

Det kan dermed fremstå som at forvaltningsorganene er enige i at det ikke eksisterer et krav til forholdsmessighet ved vurderingen av tilbakekall av tillatelser etter verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd nr. 4. Ifølge uttalelsen vil det være tilstrekkelig å vurdere om et vedtak om tilbakekall fremstår som «åpenbart urimelig». Etter Finanstilsynets forståelse er det altså bare den alminnelige forvaltningsrettslige lære om myndighetsmisbruk som legger skranke på utøvelsen av skjønn. Spørsmålet er imidlertid om plikten til å foreta en forholdsmessighetsvurdering faktisk kan avvises så kategorisk.

Det vil først undersøkes hvorvidt det kan stilles krav til forholdsmessighet etter nasjonal forvaltningsrett. Deretter vil EØS-retten bli vurdert, og om denne stiller krav til forholdsmessighet i vedtak om tilbakekall.

3.2.1 Nasjonal rett

Det første spørsmålet er om det kan oppstilles et generelt forbud mot uforholdsmessige vedtak etter nasjonal forvaltningsrett. Det har vært en pågående debatt om det i norsk rett eksisterer et alminnelig forvaltningsrettslig forholdsmessighetsprinsipp som ytre skranke for forvaltningens skjønnsutøvelse.¹²⁷

3.2.1.1 Lovfestede forholdsmessighetskrav i norsk rett

I norsk rett er det ikke lovfestet et generelt krav til prosessuell og materiell forholdsmessighet i forvaltningens avgjørelser.¹²⁸ Det finnes imidlertid en rekke forvaltningsrettslige særlover som oppstiller et forholdsmessighetskrav overfor forvaltningen.¹²⁹

¹²⁷ Rasmussen (1995) s. 320, Forvaltningsrett i markedsstaten (2002) s. 184-212, Aulstad (2005) s. 389, Alminnelig Forvaltningsrett (2007) s. 128-129, Aulstad (2008) s. 262, Nisja og Reusch (2009) s. 254, Graver (2008) s. 384

¹²⁸ Forvaltningsrett (2006) s. 385-386

¹²⁹ Se for eksempel politiloven § 6, forurensningsloven § 7 (2), straffeprosessloven §§ 157, 170a

Ifølge utlendingsloven 2008 nr. 35 § 99 (1) kan ikke et tvangsmiddel benyttes «når det etter sakens art og forholdene ellers ville være et uforholdsmessig inngrep». I forarbeidene uttaler departementet at bestemmelsen skal innebære at «man skal benytte det minst inngripende tvangsmidlet som anses tilstrekkelig til å oppnå formålet».¹³⁰

En problemstilling som kan reises er hvorvidt bestemmelsene om forholdsmessighet på forskjellige områder i loven kan sies å gi anvisning på et generelt ulovfestet prinsipp om forholdsmessighet. Dette er et spørsmål om man induktivt kan slutte at et forholdsmessighetsprinsipp gjelder.¹³¹

Det kan tenkes at lignende lovfestede krav om forholdsmessighet kan springe ut av et generelt ulovfestet prinsipp. Man kan her trekke sammenligninger til kontraktsretten og de forskjellige lovfestede regler som ses å være kodifiseringer av alminnelige kontraktsrettslige prinsipper. De kontraktsrettslige særlover kan imidlertid ses som kodifisering av allerede eksisterende ulovfestet rett. Dette kan ikke forstås å være tilfellet i den foreliggende problemstilling. Det foreligger ikke et generelt og klart forholdsmessighetsprinsipp som de forvaltningsrettslige særlover kan ses å være et utslag av.

I forvaltningsloven er det ikke oppstilt et krav til forholdsmessighet i enkeltvedtak. Det kan heller ikke sies å være mange nok eksempler i særlovgivningen som stiller lovfestede krav til forholdsmessighet, at de betraktet sammen gir uttrykk for et generelt prinsipp.

3.2.1.2 Rettspraksis

Enkelte høyesterettsdommer som har prøvet rimeligheten av forvaltningsvedtak, har vært gjenstand for tolkning og debatt i litteraturen.¹³² De siste år har det imidlertid kommet to høyesterettsdommer som har stilnet debatten:

¹³⁰ Ot.prp. nr. 75 (2006-2007) s. 345

¹³¹ Tilsynsforvaltningens kontrollvirksomhet (2011) s. 92

¹³² Se f.eks. Forvaltningsrett i markedsstaten (2002) s. 188 hvor Graver argumenterer for et forholdsmessighetsprinsipp ved bruk av konstruert ratio decidendi.

Den første, Rt. 2008 s. 560, dreide seg om en opphevelse av innreiseforbud til Norge jf. utlendingsloven § 29 (4). Mannen hadde tidligere blitt utvist fra Norge på grunn av straffedom. Mannen og kona ble skilt etter domfellelsen, og de to eldste barna hadde i stor grad vokst opp uten far. Mannen hadde ingen berettiget forventning til å få opphevet innreiseforbudet på det tidspunktet han valgte å inngå ekteskap med sin tidligere kone og få to nye barn med henne.

Ved spørsmålet om forholdsmessighetskravet i utlendingsloven § 29 (2) fikk anvendelse ved behandlingen av søknader etter § 29 (4), viste Høyesterett først til at utlendingsloven § 29 (4) ikke inneholdt noen forholdsmessighetsbegrensning. Deretter kom Høyesterett med følgende prinsipielle ytring:

«På denne bakgrunn mener jeg at vedtak av utlendingsforvaltningen etter utlendingsloven § 29 fjerde ledd tredje punktum ikke kan prøves av domstolene i større utstrekning enn det som følger av den alminnelige myndighetsmisbrukslære. Etter denne gjelder det ikke noen generell forholdsmessighetsbegrensning. Riktignok kan et forvaltningsvedtak blant annet kjennes ugyldig dersom det er åpenbart urimelig, og i denne vurderingen vil det inngå forholdsmessighetsbetraktninger. Siden terskelen for å underkjenne vedtaket er at det er åpenbart urimelig, vil imidlertid det være en forholdsmessighetsbegrensning av en helt annen karakter enn den som følger av utlendingsloven § 29 andre ledd og § 30 tredje ledd.»¹³³

Aulstad mener Høyesterett her for første gang uttaler at det ikke gjelder noe generelt krav om forholdsmessighet som en del av den alminnelige myndighetsmisbrukslære.¹³⁴ Videre kan det derfor, ifølge Aulstad, ikke gjelde et generelt prinsipp om forholdsmessighet som

¹³³ Rt. 2008 s. 560. Premiss 48.

¹³⁴ Aulstad (2008) s. 269

skranke for forvaltningens skjønnsutøvelse. Graver mener derimot at dommen ikke avkref-
ter et generelt forholdsmessighetsprinsipp i norsk forvaltningsrett.¹³⁵

I den andre høyesterettsdommen Rt. 2011 s. 304, kan Høyesterett sies inntil videre å ha stilnet debatten om et alminnelig forvaltningsrettslig forholdsmessighetsprinsipp. Saken gjaldt gyldigheten av et vedtak om å avslå konsesjon til erverv av en landbrukseiendom, fordi erververen ikke ville bosette seg på eiendommen. Høyesterett kom fram til, med ulik begrunnelse, at eiendommen kunne nyttes til landbruksdrift, jf. dagjeldende odelslov § 1, og at vedtaket om boplikt ikke innebar et inngrep i menneskerettighetene. Ved spørsmålet om vedtaket var ugyldig etter alminnelig norsk forvaltningsrett, uttalte Høyesterett følgende:

«Frøholm har hevdet at et forvaltningsvedtak også kan kjennes ugyldig dersom det ikke tilfredsstillende krav til forholdsmessighet. Det er riktig at domstolene på enkelte særlige forvaltningsområder er gitt kompetanse til å underkjenne forvaltningsvedtak dersom det ikke er forholdsmessig. Det finnes imidlertid ikke noen generell regel med dette innhold. Ganske visst vil det ved vurderingen av om et forvaltningsvedtak er åpenbart urimelig, inngå forholdsmessighetsbetraktninger, men det er *ikke grunnlag for å stille et generelt krav om forholdsmessighet når det gjelder innholdet av forvaltningsvedtak*, jf. Rt-2008-560 avsnitt 48.»¹³⁶

At Høyesterett påpeker at domstolene på enkelte særlige forvaltningsområder er gitt kompetanse til å vurdere forholdsmessigheten av et vedtak, kan forstås å gjelde hvor det foreligger en særskilt lovbestemmelse om forholdsmessighet. Høyesterett uttrykker klart at det ikke foreligger et alminnelig prinsipp om forholdsmessighet, og følger dermed opp avgjø-

¹³⁵ Jf. Graver (2008) s. 384. Graver mener dommen ikke berører det som han mener er hovedpoenget med forholdsmessighetslæren - nemlig hvorvidt forvaltningen har foretatt en forsvarlig vurdering på om vedtaket er forholdsmessig som et ledd i sin skjønnsutøvelse.

¹³⁶ Rt. 2011 s. 304. Premiss 56 (min kursivering)

relsen i Rt. 2008 s. 560. Det medfører at vi har fått en prinsipiell avgjørelse som avkrefter eksistensen til et alminnelig forholdsmessighetsprinsipp i norsk rett.

Etter dette kan det ikke sies å foreligge et generelt prinsipp etter nasjonal forvaltningsrett som stiller krav til forholdsmessighet i Finanstilsynets og Finansdepartementets vedtak om tilbakekall av tillatelse.

3.2.2 EØS-retten

MiFID art. 8 gir ingen eksplisitt anvisning på at vedtak etter bestemmelsene skal være forholdsmessig. Direktivbestemmelsen som EØS-rettslig hjemler inngrepet, stiller altså ikke uttrykkelig krav om forholdsmessighet i slike vedtak. I fremstillingen av børs- og verdipapirretten, ser imidlertid Bergo ut til å forutsette at det finnes et krav til forholdsmessighet i vedtak om tilbakekall.¹³⁷ Problemstillingen i det videre er om EØS-retten stiller krav til forholdsmessighet i forvaltningens enkeltvedtak om tilbakekall av foretakets tillatelser til å yte investeringstjenester.

Ifølge Aulstad, har det vært enighet i litteraturen om at et krav om forholdsmessighet gjelder når: «Et norsk forvaltningsorgan fastsetter en forskrift eller treffer et enkeltvedtak som gjør innskrenkninger i en av de fire frihetene som følger av EØS-loven.»¹³⁸

Det er enighet i litteraturen at et krav til forholdsmessighet gjelder når medlemsstatene gjør inngrep i grunnfrihetene. Spørsmålet er videre om det, uten å foreligge et inngrep i grunnfrihetene, gjelder et krav om forholdsmessighet i forvaltningens skjønnsutøvelse ved håndhevelse av EØS-rettslige regler.

¹³⁷ Børs- og verdipapirrett (2008) s. 180

¹³⁸ Aulstad (2008) s. 265

Sejersted et al. skriver:

”Hovedregelen er her at dette skal skje etter nasjonal forvaltningsrett.[...] For EU-retten skaper dette det problem at regelverket står i fare for å bli håndhevet forskjellig fra land til land [...]. For å bøte på dette har EU-domstolen gitt en rekke av de ulovfestede prinsippene som er nevnt ovenfor, anvendelse også på nasjonal forvaltning av EU-retten – som et supplement eller en korreks til nasjonal forvaltningsrett. Dette gjelder blant annet prinsippene om forholdsmessighet [...]. Prinsippene gjelder som hovedregel bare ved forvaltningen av EU-regler, ikke for nasjonal forvaltning generelt.»¹³⁹

Eckhoff og Smith skriver at siden EØS-retten er norsk rett «[...] gjelder kravet til proporsjonalitet også når vi skal kartlegge omfanget av forvaltningens kompetanse på de områder som er berørt av disse reglene.¹⁴⁰

Dette kan forstås slik at det ikke nødvendigvis må konstateres et konkret inngrep i foretakets grunnfriheter. Dersom forvaltningen utøver myndighet på områder som er berørt av EØS-retten, vil det foreligge et krav til forholdsmessighet. Dette kan forstås slik at forvaltningens skjønnsutøvelse må være forholdsmessig.

Ifølge Tridimas, får det EU-rettslige proporsjonalitetsprinsippet anvendelse på medlemsstatenes tiltak når det er tale om «[m]easures falling within the scope of community law».¹⁴¹ Det kan altså tyde på at når tiltaket faller innenfor den EØS-rettslige sfære, vil også kravet om forholdsmessighet gjelde. Ifølge Lilli, kan norske domstoler prøve forholdsmessigheten av lover og forvaltningsvedtak innenfor EØS-avtalens virkeområde.¹⁴²

¹³⁹ EØS-rett (2011) s. 71

¹⁴⁰ Forvaltningsrett (2006) s. 385

¹⁴¹ The General Principles of EU Law (2006) s. 196

¹⁴² Lilli (1999) s. 531

Det EU-rettslige proporsjonalitetsprinsippet er ett av flere særskilte EØS-rettslige prinsipper for skjønnsutøvelsen, som norsk forvaltning må ta i betraktning ved håndhevelsen av EØS-rettslige regler.¹⁴³ I utgangspunktet er disse prinsippene utviklet av EU-domstolen i saker hvor EU-kommisjonens forvaltningsvedtak prøves. De er imidlertid også gitt anvendelse på medlemsstatenes håndheving av EU-retten. EØS-avtalen art. 6 stadfester at avtalen skal tolkes i tråd med EU-domstolens rettspraksis. Det innebærer at proporsjonalitetsprinsippet, innenfor EØS-avtalens saklige virkeområde, reelt sett må anses implementert i norsk rett.¹⁴⁴

Forvaltningens hjemmel for å vedta tilbakekall av foretakets tillatelser er vphl. § 9-4 første ledd nr. 4. Bestemmelsen er en implementering av MiFID art. 8 bokstav d. Et vedtak om tilbakekall kan dermed ses som en forvaltningsrettslig håndhevelse av en EØS-rettslig regel. Et krav om forholdsmessighet til vedtakets innhold vil da gjelde.¹⁴⁵ EØS-retten stiller dermed krav til at sanksjonene som ilegges foretaket må være forholdsmessige. Forvaltningen skal dermed ikke gripe inn overfor verdipapirforetakene i større grad enn nødvendig.

Ifølge Lilli gir proporsjonalitetsprinsippet «... hjemmel for å overprøve forvaltningens konkrete skjønn med hensyn til om et vedtak er uforholdsmessig.»¹⁴⁶ Det innebærer ved inkorporeringen av EØS-avtalen og forholdsmessighetsprinsippet at domstolene utvilsomt vil «... ha hjemmel for å sette til side forvaltningsvedtak i en rekke saker hvor læren om grovt urimelige vedtak ikke ville ledet til ugyldighet. I mange av disse tilfellene er det imidlertid ikke egentlig snakk om en utvidet prøving av forvaltningens skjønn, men overprøving av dens lovanvendelse.»¹⁴⁷

¹⁴³ Syrstad (2003) s. 353, Lilli (1999) s. 531

¹⁴⁴ Forvaltningsrett (2006) s. 351

¹⁴⁵ Lilli (1999) s. 534

¹⁴⁶ Lilli (1999) s. 534

¹⁴⁷ Lilli (1999) s. 534

Ifølge Graver vil generelle EU-regler gitt i et direktiv kunne innskrenke et nasjonalt forvaltningskjønn:

«Vedtakelse av et direktiv for et gitt område, vil kunne føre til at en kompetanse til å regulere et område ut fra kjønn, må erstattes med en kompetanse som bygger på direktivets regler.»¹⁴⁸

I Sejersteds utgivelse skriver Bo Malmquist om EU-rettens innflytelse på nasjonale myndigheters skjønnsutøvelse i svensk rett.¹⁴⁹ Ifølge Malmquist kan ikke rettsakter og tiltak være mer inngripende overfor individer enn hva som er nødvendig for å oppnå målsetningen. Malmquist skriver videre:

«Principen skall upprätthållas inte bara av EU:s institutioner utan också av medlemsstaterna och deras myndigheter. Den begränsar därmed myndigheternas skön i frågor som omfattas av EG-rätten.»¹⁵⁰

Dette kan forstås som at proporsjonalitetsprinsippet stiller krav til forholdsmessighet ved implementeringen av rettsakter i svensk rett. Videre gjelder kravet til forholdsmessighet også ved individuelle tiltak, som for eksempel ved et enkeltvedtak. Ifølge Malmquist innebærer dette at det EØS-rettslige proporsjonalitetsprinsippet legger en skranke på myndighetenes skjønn i spørsmål som er regulert i EU-retten.

Dermed kan det legges til grunn at et prinsipp om forholdsmessighet gjelder når myndighetene iverksetter tiltak på det EØS-rettslige område. Det innebærer et krav til at inngrep i grunnfrihetene må være forholdsmessige. Forholdsmessighetsprinsippet fungerer også som en skranke for forvaltningens skjønnsmyndighet. Vedtak som fattes etter direktivbestem-

¹⁴⁸ Forvaltningsrett i markedsstaten (2002) s. 70

¹⁴⁹ Nordisk forvaltningsrett i møte med EF-retten (1996) s. 245-255

¹⁵⁰ Nordisk forvaltningsrett i møte med EF-retten (1996) s. 247

melsen må være forholdsmessig og denne forholdsmessighetsvurderingen må ta utgangspunkt i en tolkning av direktivbestemmelsen.

3.2.3 Konklusjon

Etter dette kan det ikke sies å gjelde et generelt krav til forholdsmessighet i forvaltningsvedtak etter nasjonal forvaltningsrett. I denne avhandlingen er imidlertid ikke eksistensen av et generelt *forvaltningsrettslig* forholdsmessighetsprinsipp avgjørende. Rettsområdet er sterkt influert av EØS-retten. Etter det EØS-rettslige proporsjonalitetsprinsippet, er det ikke tilstrekkelig at forholdsmessigheten er vurdert. Vedtaket må ha et materielt innhold som oppfyller kravet til forholdsmessighet.

3.3 Innholdet i forholdsmessighetsprinsippet

3.3.1 Innledning

Proporsjonalitetsprinsippet kan sies å bestå av tre kumulative tester.¹⁵¹ Det aktuelle tiltak må tilfredsstillende krav til egnethet og nødvendighet. Videre foretas det en vurdering av tiltakets forholdsmessighet i snever forstand.¹⁵² I juridisk teori knyttes det usikkerhet til hvorvidt forholdsmessighet i snever forstand er en del av proporsjonalitetsprinsippet.¹⁵³

Grunnen til dette er at EU-domstolen ikke alltid eksplisitt behandler alle prinsippets tre krav i domsgrunnene.¹⁵⁴ Rettspraksis kan dermed tolkes som at det verserer forskjellige

¹⁵¹ EØS-rett (2012) s. 77, Lilli (1999) s. 518-519, generaladvokat Maduros innstilling i sak C-434/04, Ahokainen og Leppik, (2006) premiss 23-27, Syrstad (2003) s. 354

¹⁵² Forholdsmessighet i streng forstand kalles «proportionality *stricto sensu*» i engelsk litteratur. Se EU Administrative Law (2012) s. 591.

¹⁵³ Se en nærmere drøftelse av denne problemstillingen i EU Administrative Law (2012) s. 591

¹⁵⁴ Jf. EØS-rett (2012) s. 87 og Lilli (1999) s. 520

sider eller varianter av prinsippet.¹⁵⁵ Fredriksen og Mathisen mener det kan være flere grunner for hvorfor domstolene ikke alltid drøfter alle kravene.¹⁵⁶ Kravene til egnethet og nødvendighet har samme vurderingstema ettersom det i begge vurderinger er tiltaket vurderes opp mot målsetningen. Vurderingene er dermed nært beslektet. I tilfeller hvor dommen enten kommer til at tiltaket ikke er egnet eller nødvendig, vil det ikke være behov for å gå gjennom det neste kravet. God juridisk metode tilsier imidlertid at alle kravene bør behandles.¹⁵⁷

Det kan imidlertid sies å være bred enighet i teorien om at forholdsmessighet i snever forstand er et kumulativt krav og del av proporsjonalitetsprinsippet.¹⁵⁸

I angivelsen av proporsjonalitetsprinsippet, har Fredriksen oppstilt et fjerde vilkår – at tiltaket «har en målsetting som skal ivareta hensyn EØS-retten anerkjenner som legitime».¹⁵⁹ Å oppstille kravet om legitime hensyn som et eget vilkår kan være pedagogisk fordelaktig. I kravet til egnethet, må tiltaket være egnet til å oppnå det ønskede hensyn. Innbakt i kravet ligger en forutsetning om at slike hensyn må være legitime EU-rettslige hensyn. Et tiltak som ikke søker å ivareta anerkjente legitime hensyn, vil derfor heller ikke være egnet. Fredriksen fremhever også selv at å oppstille et vilkår om legitime hensyn, bare er et valg av systematikk, og ikke er ment å innebære innholdsmessige forskjeller fra det konvensjonelle syn.¹⁶⁰

Det kan spørres hvorvidt det finnes innholdsmessige forskjeller i et nasjonalt krav til forholdsmessighet og et EØS-rettslige proporsjonalitetsprinsipp. Det kan ikke gis noe konkret svar på dette. Innholdet i et nasjonalt krav til forholdsmessighet må fastlegges ved en gjen-

¹⁵⁵ Det har blant annet blitt hevdet at prinsippet anvendes ulikt avhengig av om det er EUs tiltak eller medlemsstatenes tiltak som vurderes. Se f.eks. *The General Principles of EU Law* (2006) kapittel 3 og 5, Harbo (2010) s. 172

¹⁵⁶ Se videre i EØS-rett (2012) s.86-87

¹⁵⁷ Jf. EØS-rett (2012) s. 86-87 og Mathisen (2007) s. 90

¹⁵⁸ Jf. *EU Administrative Law* (2012) s. 601-604, EØS-rett (2012) s. 77, Tilsynsforvaltningens kontrollvirksomhet (2011) s. 139.

¹⁵⁹ Fredriksen (2007) s. 296

¹⁶⁰ Fredriksen (2007) s. 297

nomgang av nasjonal rettspraksis. Innholdet i et EØS-rettslig proporsjonalitetsprinsipp må fastlegges gjennom en analyse av EU- og EFTA-domstolens rettspraksis.¹⁶¹

Nasjonale domstoler må dermed rette seg etter forståelsen og praksis til EU- og EFTA-domstolen ved avgjørelser av saker på EØS-rettens område.¹⁶² Ett spørsmål er om et nasjonalt krav til forholdsmessighet og det EØS-rettslige proporsjonalitetsprinsippet kan gjelde parallelt med hverandre. Min mening er at det vil være tyngende for domstolene å prøve forholdsmessigheten til et forvaltningsvedtak etter to forholdsmessighetskrav med forskjellig innhold. Det vil være uheldig og lite effektivt om norske domstoler kommer i en situasjon hvor et forvaltningsvedtak må prøves etter to forskjellige forholdsmessighetsprinsipp. Det som kan synes mest effektivt er at forholdsmessigheten prøves og vurderes på områder hvor EØS-retten har innflytelse, og at det skjer etter praksisen som følger av EU- og EFTA-domstolen. På rettsområder uten slik innflytelse, bør imidlertid prinsippets prøvelse foregå etter nasjonal rettspraksis.¹⁶³

Det kan imidlertid være enkelte forskjeller i kravet til forholdsmessighet i snever forstand. I en nasjonal forvaltningsrettslig forholdsmessighetsvurdering vil det innebære en vurdering av om fordelene overstiger ulempene. Etter det EØS-rettslige proporsjonalitetsprinsippet vil imidlertid også inngrepet i grunnfrihetene være et sentralt moment.

Avhandlingen vil i det følgende gi en separat fremstilling av innholdet i kravet til egnethet, nødvendighet og forholdsmessighet i snever forstand.

3.3.2 Eget

Det første elementet i proporsjonalitetsprinsippet er kravet til egnethet. Problemstillingen er hvilke krav som kan stilles til at vedtak om tilbakekall må være eget: Er det tilstrekkelig at vedtaket i teorien er eget til å nå målsetningen, eller kreves det en konkret årsakssammenheng mellom tiltak og målsetning?

¹⁶¹ Lilli (1999) s. 531

¹⁶² Nasjonale domstoler gis imidlertid som utgangspunkt spillerom til å utøve skjønn. Lilli (1999). s. 526

¹⁶³ Riktignok vil det EU-rettslige proporsjonalitetsprinsipp kunne få indirekte innflytelse på norske domstoler i utviklingen av et nasjonalt forholdsmessighetsprinsipp.

Etter EFTA-domstolens formulering i *Pedical*, må tiltaket «være egnet til å oppnå målsettingen».¹⁶⁴ Etter denne testen skal tiltaket vurderes opp mot målsettingen eller målsetningene. Testen medfører at tiltaket må være «..*tjenlig* som middel til å nå målet det skal forfølge. Hvis ikke, er tiltaket uforenlig med EØS-avtalen.»¹⁶⁵ Ifølge Lilli må det være mulig for det aktuelle middel å oppnå målet. De fleste tiltak passerer denne testen. Det er ikke ofte at EU-domstolen vurderer et tiltak som uegnet.¹⁶⁶ Kravet til egnethet innebærer dermed at et tiltak må være egnet til å ivareta hensyn som EØS-retten anerkjenner som legitime.

Egnethetstesten stiller ikke andre krav enn at tiltaket er tjenlig. Det er derfor ikke avgjørende *hvor godt* egnet tiltaket er. Spørsmålet er bare hvorvidt tiltaket er egnet til å oppnå de hensyn som søkes ivarettatt.¹⁶⁷ Ifølge Fredriksen & Mathisen kreves det at «... tiltaket må kunne antas å ha den virkningen at målsetningen med det oppnås, gitt de øvrige faktiske og rettslige omstendighetene som gjør seg gjeldende i saken. Og vurderingen må altså foretas konkret – i tiltakets faktiske og rettslige kontekst.»¹⁶⁸

Dermed kan hverken faktiske eller rettslige omstendigheter være til hinder for at målsettingen oppnås. En objektiv teoretisk mulighet for oppnåelse av målsetningen synes altså å være tilstrekkelig.

Forvaltningsorganenes vedtak om tilbakekall søker å ivareta hensyn som også beskyttes i MiFID.¹⁶⁹ Det er dermed tale om hensyn som anerkjennes i EU-retten. Spørsmålet om legitime hensyn og egnethet vil dermed ikke være særlig problematisk i den konkrete situa-

¹⁶⁴ Jf. Sak E-4/04 (*Pedical*) s. 1 (avsnitt 56). Formuleringen er gjengitt i Mathisen (2007) s. 83, Tilsynsforvaltningens kontrollvirksomhet (2011) s. 139

¹⁶⁵ EØS-rett (2012) s.78

¹⁶⁶ Jf. Lilli (1999) s. 519 og EØS-rett (2012) s. 79

¹⁶⁷ EØS-rett (2012) s. 78

¹⁶⁸ EØS-rett (2012) s. 78

¹⁶⁹ Jf. f.eks. hensynet til finansiell stabilitet og forbrukerbeskyttelse.

sjon.¹⁷⁰ Eksempelvis vil et vedtak om tilbakekall av et foretaks tillatelser, være tjenlig som middel for å ivareta finansiell stabilitet. Foretaket hindres da i å begå nye lovovertridelser som kan ha potensielle skadevirkninger i markedet. Tilbakekallet vil da være en sanksjon som er foreslått av direktivet selv for å ivareta de hensyn som direktivet søker å oppnå.

Hvilke *virksomheter* som er inntrådt etter tilbakekallet, kan være av betydning for vurderingen av egnethet.¹⁷¹ Om målsetningen er oppnådd, kan det være et moment som tilsier at tiltaket var egnet. At målet er oppnådd, er imidlertid ikke i seg selv avgjørende for hvorvidt tiltaket er egnet. Målet kan være oppnådd uavhengig av, eller på tross av, det aktuelle tiltaket. På den andre siden, kan det være grunn til å anta at tiltaket ikke er egnet dersom målsetningen ikke er oppnådd.¹⁷² I saker om tilbakekall av tillatelse kan det imidlertid være problematisk å vurdere hvorvidt målsetningen er oppnådd. Finansiell stabilitet og forbrukerbeskyttelse er hensyn man søker å *ivareta*. Om denne målsetningen oppnås med et enkelt vedtak, er vanskelig å måle og vurdere. I den foreliggende situasjon, kan nok ikke tiltakets virkninger tillegges vesentlig vekt i vurderingen av tiltakets egnethet.

Et tilbakekall av tillatelse må være et tjenlig middel for å oppnå de hensyn som Finansdepartementet og Finanstilsynet søker å ivareta i sine vedtak. Egnetheten må vurderes i lys av de faktiske og rettslige omstendigheter. Kravet er imidlertid ikke strengt. Sjelden har et tiltak blitt dømt uegnet av EU-domstolen. Forutsetningen er imidlertid at tiltaket har en faktisk teoretisk mulighet til å oppnå målsetningen. Målsetningen må også være basert på legitime hensyn som anerkjennes av EØS-retten. Et vedtak om tilbakekall som søker å ivareta hensyn som følger av MiFID, vil være et egnet tiltak i proporsjonalitetsvurderingen. Egnethetstesten kan etter dette ikke sies å utgjøre et vanskelig hinder i forholdsmessighetsvurderingen av et vedtak om tilbakekall av tillatelser.

¹⁷⁰ Fredriksen (2013)

¹⁷¹ EØS-rett (2012) s. 79

¹⁷² EØS-rett (2012) s. 79

3.3.3 Nødvendig

Videre ligger det et krav til nødvendighet i proporsjonalitetsprinsippet. Nødvendighetstesten har vist seg å være det mest sentrale vurderingstema i praksis, og det finnes mange eksempler på at EU-domstolen har erklært et tiltak i strid med proporsjonalitetsprinsippet etter en vurdering av dets nødvendighet.¹⁷³

EFTA-domstolen har formulert kravet til nødvendighet slik at «den samme målsettingen ikke like effektivt kunne oppnås ved tiltak som i mindre grad hindrer handelen innen EØS.»¹⁷⁴

Mathisen definerer kravet slik:

«Er det nødvendig med et tiltak som gjør et så stort inngrep i grunnfrihetene som det aktuelle tiltaket gjør, for å oppnå den aktuelle målsettingen? Avgjørende er med andre ord om det finnes et alternativt tiltak som ville være minst like effektivt som middel til å nå målet, men som ville gjøre mindre inngrep i grunnfrihetene.»¹⁷⁵

Lilli mener kravet om nødvendighet er en «vurdering av om det ønskede mål like effektivt kunne vært oppnådd gjennom andre midler, som i mindre grad ville grepet inn i de interesser som EU-rettsordenen ønsker å beskytte, eller som ville vært mindre byrdefulle for den som rammes av vedtaket.»¹⁷⁶

Etter disse formuleringene vil et tiltak være nødvendig når det ikke foreligger et handlingsalternativ som like effektivt oppnår det/de samme mål, men som virker mindre inngripende på grunnfrihetene og for parten selv. Tiltaket må altså for det første være en nødvendig

¹⁷³ Mathisen (2007) s. 86

¹⁷⁴ Jf. E-4/04, Pedicel, EFTA Court Report 2005 s. 1 (avsnitt 56). Formuleringen er gjengitt i Mathisen (2007) s. 85, Tilsynsforvaltningens kontrollvirksomhet (2011) s.139

¹⁷⁵ Mathisen (2007) s. 84-85

¹⁷⁶ Lilli (1999) s. 519

inn gripen i grunnfrihetene. For det andre må det være en nødvendig inn gripen overfor verdipapirforetaket.

På den ene siden kan et pålegg om retting medføre at foretaket i fremtiden vil drive i tråd med regelverket. Det forutsetter at foretaket faktisk følger Finanstilsynets pålegg.¹⁷⁷ Risikoen for finansiell ustabilitet kan avhjelpes ved at det gis et pålegg om retting som etterfølges av foretaket.

På den andre siden er markedet avhengig av investorers tillit. Selv om de faktiske overtredelser har blitt avhjulpet, kan markedets tillit til foretaket være svekket og/eller borte. Dette kan igjen føre til at markedet mister tillit til Finanstilsynets evne til å regulere og sanksjonere overtredelser. En slik usikkerhet utgjør en investeringsrisiko, og kan få betydning for stabiliteten i markedet. Det taler for en streng sanksjonering av overtredelser, og kan tilsi at tilbakekall av tillatelse er en nødvendig reaksjon ved alvorlige og systematiske overtredelser av verdipapirlovgivningen.

Hvorvidt et tiltak er nødvendig, beror på om man har alternative handlingsmuligheter som kan ivareta hensynet som søkes oppnådd. Nødvendigheten må også vurderes opp mot det beskyttelsesnivå som er akseptabelt.¹⁷⁸ Hvis foretakets tillatelser hadde blitt tilbakekalt på grunnlag av bare alvorlige overtredelser, ville et slikt tiltak kunne blitt ansett som unødvendig etter proporsjonalitetsprinsippet. MiFID angir at vilkårene for tilbakekall er alvorlige og systematiske overtredelser. Det er i avhandlingen konkludert at dette er en fullharmoniserende bestemmelse. Man kan derfor si at de hensyn som Finanstilsynet søker å ivareta med vedtaket allerede er ivaretatt i lovgivningen. Vedtak som grunner seg på en strengere vurdering eller høyere beskyttelsesnivå, kan da sies å være unødvendig - og er dermed i strid med proporsjonalitetsprinsippet.

¹⁷⁷ I motsatt fall vil det utgjøre et selvstendig grunnlag for tilbakekall av foretakets tillatelser jf. vphl. § 9-4 første ledd nr. 6

¹⁷⁸ Fredriksen (2007) s. 297

Et spørsmål er om det kan stilles krav til at alternative tiltak må være «minst like effektivt som middel til å nå målet». Problemstillingen i det følgende er hvilke krav som kan stilles til alternative tiltak. Herunder om det er tilstrekkelig at et alternativt tiltak er egnet til å oppfylle målsetningen, selv om det virker på en mindre effektiv måte.

Hvorvidt det foreligger et alternativt tiltak beror på om det alternative tiltak er egnet til å oppfylle målsetningen.¹⁷⁹ Det alternative tiltak behøver imidlertid ikke å virke *like godt* som det opprinnelige tiltaket. Det er altså ikke avgjørende om det opprinnelige tiltaket virker bedre og dermed gir en enda høyere beskyttelse av målsetningen.¹⁸⁰

Det kan dermed ikke kreves at det alternative tiltaket ivaretar det aktuelle hensynet på en like effektiv måte. Det vesentlige er om det alternative tiltaket er virkningsfullt nok dersom det vurderes opp mot det aktuelle beskyttelsesnivået som staten har valgt. Foreligger det et slikt handlingsalternativ, kan det opprinnelige tiltaket innebære en overbeskyttelse. Eksempelvis er det ikke nødvendig å vedta et tilbakekall av foretakets tillatelser i tilfeller hvor et pålegg om retting er egnet til å ivareta målsetningen om finansiell stabilitet. Dette gjelder selv om et tilbakekall må anses som et mer virkningsfullt middel – og dermed bidra til et høyere beskyttelsesnivå av den finansielle stabilitet. Det avgjørende er altså om pålegget om retting er tilstrekkelig virkningsfullt.

En problemstilling som kan reises er hvorvidt Finanstilsynet av ressursmessige hensyn kan utelukke pålegg om retting som et alternativt tiltak. Spørsmålet kan oppstå når et pålegg om retting innebærer et større behov for kontroll og oppfølging av foretaket. Kan det alternative tiltaket være mer ressurskrevende enn det opprinnelige tiltaket?

¹⁷⁹ EØS-rett (2012) s. 80

¹⁸⁰ EØS-rett (2012) s. 80

Fredriksen og Mathisen trekker frem generaladvokat Maduros innstilling i sak C-434/04, hvor generaladvokaten virker å forutsette at et alternativt tiltak ikke kan være mer ressurskrevende for staten enn det aktuelle tiltak som man sammenligner med.¹⁸¹ Ifølge Mathisen må et alternativt tiltak være innenfor rimelighetens grenser.¹⁸² Rent teoretiske handlingsalternativer som medfører en urimelig byrde for medlemsstaten faller dermed utenfor. Medlemsstaten kan måtte finne seg i å benytte et mer kostbart eller ressurskrevende alternativ dersom det alternative tiltaket kan nå målsetningen.¹⁸³ Eksempelvis kan nok ikke Finanstilsynet utelukke et pålegg om retting med begrunnelsen at det vil være mer ressurskrevende å føre kontroll med at pålegget faktisk blir etterfulgt. Her går det imidlertid en grense, og det kan ikke kreves at staten velger særskilt tyngende eller kompliserte alternative tiltak.¹⁸⁴ Økonomiske hensyn kan dermed ikke utelukke et alternativt tiltak såfremt den økonomiske byrden ikke er urimelig.

For å bestå nødvendighetstesten, må et tiltak være et nødvendig inngrep i grunnfrihetene. Tiltaket må også være et nødvendig inngrep overfor verdipapirforetaket. Et tiltak vil altså være nødvendig når det ikke foreligger alternative tiltak som kan ivareta målsetningen. Det alternative tiltaket behøver ikke å virke like effektivt som det opprinnelige tiltaket. Det avgjørende er hvorvidt målsetningen kan nås. Det må imidlertid trekkes en grense mot tiltak som er spesielt tyngende eller kompliserte.

Hvis man for eksempel anser tilbakekall av tillatelse for å være den eneste mulighet for å ivareta målet, må man dernest se på hvilket beskyttelsesnivå tilbakekallelsen innebærer, og hvorvidt den innebærer en overbeskyttelse. En kan også se dette som risikoen for at målsetningen om for eksempel finansiell stabilitet ikke nås. Dersom man ikke ønsker noen form for risiko, vil enhver overtredelse av finanslovgivningen kvalifisere til inndragning av

¹⁸¹ EØS-rett (2012) s. 81

¹⁸² Mathisen (2007) s. 85

¹⁸³ EØS-rett (2012) s. 81

¹⁸⁴ EØS-rett (2012) s. 81

konsesjon. Spørsmålet er altså hvorvidt risikoen er redusert til et akseptabelt nivå. I vurderingen er det ikke tilstrekkelig at tilbakekall av tillatelse anses mer effektivt enn et pålegg om retting. Det avgjørende bør være om det alternative tiltaket kan ivareta det ønskede beskyttelsesnivået på en tilfredsstillende måte.

3.3.4 Forholdsmessighet i snever forstand (sensu stricto-testen)

Forholdsmessighet i snever forstand er en konkret helhetsvurdering hvor inngrepets virkning blir vurdert opp i mot målet med tiltaket. Vurderingstemaet er generelt om betydningen av at målsetningen blir innfridd overveier ulempene som tiltaket fører med seg. Inngrepets virkning kan ikke stå i et urimelig forhold til betydningen av målet med tiltaket. Om et tiltak vurderes som uforholdsmessig i snever forstand, kan det innebære at forvaltningen avskjæres fra å oppnå en målsetning som ikke kan oppnås ved mindre inngripende tiltak.¹⁸⁵

3.3.4.1 Vurderingstema

Det sentrale vurderingstema under forholdsmessighet i snever forstand, er hvorvidt inngrepet står i et *urimelig forhold* til målsetningen.¹⁸⁶

Lilli definerer testen som følger:

«Når domstolen overprøver nasjonale tiltak som griper inn i rettigheter som er beskyttet av EU-retten, er vurderingstemaet om vedtaket griper uforholdsmessig inn i disse rettighetene.»¹⁸⁷

Inngrepet må altså stå i et *urimelig forhold* til målsetningen. Vurderingstemaet *urimelig* kan synes strengt. Det er altså ikke tilstrekkelig at forholdet mellom inngrepet og målsetningen

¹⁸⁵ Lilli (1999) s. 519

¹⁸⁶ EØS-rett (2012) s. 84 og Mathisen (2007) s. 87

¹⁸⁷ Lilli (1999) s. 519

er ujevnt. Det må være et urimelig forhold. Det kan gi inntrykk av at terskelen for å vurdere tiltaket uforholdsmessig i snever forstand er høy.

3.3.4.2 Interesseavveining

I vurderingen holdes tiltaket opp mot målsetningen. Det innebærer at det må foretas en avveining av ulike interesser. Interesseavveiningen kan sies å være av en politisk karakter.¹⁸⁸ Testens politiske karakter avhjelpes gjennom at prinsippet åpner for forskjellige politiske valg i medlemsstatene gjennom valget av beskyttelsesnivå.¹⁸⁹

Det kan være vanskelig å begrunne en slik interesseavveining rettslig.¹⁹⁰ Grunnen til dette er at avveiningen må gjøres av inkommensurable størrelser.¹⁹¹ Med dette menes verdier eller hensyn som ikke er direkte målbare med hverandre.¹⁹² Det finnes følgelig ikke noen opplagt løsning eller fasitsvar. Avgjørelsen vil derfor ofte måtte bero på et verdivalg eller hva som vil være mest hensiktsmessig i den konkrete situasjon.¹⁹³ Det kan stilles spørsmål om testen egner seg som en rettslig vurdering, eller om man bør holde seg til egnethet og nødvendighet i vurderingen av tiltaket.

Ifølge Mathisen er denne vurderingen «... EØS-rettens vern av de politiske interessene EØS-retten er et uttrykk for».¹⁹⁴ Han mener derfor at testen egner seg som et rettslig krav.

¹⁸⁸ EØS-rett (2012) s. 84 og Mathisen (2007) s. 87

¹⁸⁹ Jf. EØS-rett (2012) s. 84

¹⁹⁰ Se Alminnelig Forvaltningsrett (2007) s. 128-129 og EØS-rett (2012) s. 84

¹⁹¹ Se Alminnelig Forvaltningsrett (2007) s. 128-129. Inkommensurabilitet innebærer at det ikke finnes noe nøytralt sammenligningsgrunnlag for ulike paradigmer. Inkommensurabilitet – filosofi. (13.05.2012) I store norske leksikon. Hentet fra: <http://snl.no/inkommensurabilitet>. I vurderingen må man sammenholde mål som ikke er sammenlignbare. F.eks. forbrukertilliten til verdipapirforetak vurdert opp i mot et sviktende forretningsgrunnlag som kan medføre tap av arbeidsplasser.

¹⁹² EU Administrative Law (2012) s. 638

¹⁹³ Stabell (2002) s. 821

¹⁹⁴ Mathisen (2007) s. 87 og EØS-rett (2012) s. 84

Terskelen etter testen må i tillegg sies å være høy, og gode grunner taler for at domstolene bør ha en mulighet for å underkjenne urimelige tiltak hvor ulempene klart overstiger fordelene.

3.3.4.3 Spørsmålet om beskyttelsesnivå

Ifølge Fredriksen og Mathisen vil den konkrete målsetning gi uttrykk for beskyttelsesnivået som staten har valgt for å ivareta det aktuelle hensynet.¹⁹⁵ MiFID skal gjennom sine reguleringer ivareta særskilte hensyn. Problemstillingen i det følgende er om medlemsstater kan ha et høyere nasjonalt beskyttelsesnivå av hensynene MiFID søker å ivareta.

Etter rettspraksis er utgangspunktet at medlemsstatene kan fastsette beskyttelsesnivå etter eget skjønn.¹⁹⁶ Norge har dermed som hovedregel en skjønnsmargin til å fastsette hvilket beskyttelsesnivå vi ønsker å ha. Dette utgangspunktet må imidlertid modifieres på harmoniserte områder.¹⁹⁷ Er rettsområdet harmonisert i EU, anvendes testen om forholdsmessighet i snever forstand strengere.¹⁹⁸ Medlemsstaten har i slike tilfeller en tyngre vei å gå for å overbevise om at inngrepet i grunnfrihetene er forholdsmessig.¹⁹⁹

Finanstilsynets og Finansdepartementets tiltak er vedtak om tilbakekall av verdipapirforetakets tillatelser. Dette er inngripende ovenfor foretaket selv og innebærer en restriksjon på foretakets grunnfrihet til å yte tjenester. Den konkrete målsetningen kan sies å være de hensyn som forvaltningsorganene søker å ivareta. Dette er sammensatte hensyn, som blant annet inkluderer investorbeskyttelse, finansiell stabilitet, tilliten til markedet og verdipapirforetakene som sådan. Beskyttelsesnivået kan sies å være graden av sikkerhet som etterstrebes, eller sannsynligheten for at enkelte hensyn ikke ivaretas til enhver tid.

¹⁹⁵ EØS-rett (2012) s. 84

¹⁹⁶ EØS-rett (2012) s. 84-85 og Syrstad (2003) s. 354

¹⁹⁷ EØS-rett (2012) s. 85 og Syrstad (2003) s. 354

¹⁹⁸ Generaladvokat Maduros innstilling i sak C-434/04, Ahokainen og Leppik, (2006) premiss 26.

¹⁹⁹ Generaladvokat Maduros innstilling i sak C-434/04, Ahokainen og Leppik, (2006) premiss 26.

Fredriksen og Mathisen uttaler at:

«Skjønnsfriheten i fastsettelsen av beskyttelsesnivå kan imidlertid begrenses eller uttømmes gjennom harmonisering på EU/EØS-nivå ved for eksempel direktiver; for så vidt EØS-retten måtte etablere et felles beskyttelsesnivå for et gitt legitimt hensyn, må EØS-statene holde seg til dette.»²⁰⁰

Dette må forstås slik at Norge, på harmoniserte områder, ikke kan ha lempeligere eller strengere beskyttelsesnivå enn hva som følger av de harmoniserte EØS-reglene. Direktivets ordlyd gir uttrykk for beskyttelsesnivået som er satt for de ønskede hensyn og mål. Vurderingen av forholdsmessighet i snever forstand bør dermed ta utgangspunkt i direktivet.

Avhandlingen er tidligere kommet til at inngrepshjemmelen i MiFID må sies å være fullharmoniserende.²⁰¹ En harmonisering av lovbestemmelsen må nødvendigvis innebære en harmonisering av beskyttelsesnivået. Et vedtak om tilbakekall kan bare gjennomføres hvor verdipapirforetaket har begått alvorlige og systematiske overtredelser av verdipapirlovgivningen. Om for eksempel Finanstilsynet kaller tilbake verdipapirforetakets tillatelser på bakgrunn av bare alvorlige overtredelser, vil dette kunne innebære en overbeskyttelse og dermed være uforholdsmessig.

Det er flere momenter som tilsier at medlemsstatenes beskyttelsesnivå bør være lik i den foreliggende situasjon. Tilbakekall av tillatelse begrunnes med ivaretagelse av økonomiske hensyn, herunder hensynet til finansiell stabilitet. Dette er noe som kan få virkninger over landegrensene. Derfor kan det hevdes at statenes skjønnsmargin bør være mindre på områder som kan ha stor innflytelse på markeder i andre land og den internasjonale finansielle situasjonen. Balansen mellom hensynene som avveies bør være lik hos alle medlemsstatene, og det kan vanskelig sies at behovet for investorbeskyttelse skal kunne variere mellom landene. Det er derfor nærliggende å tro at EU-domstolen selv også ønsker å fastsette et bestemt

²⁰⁰ Jf. EØS-rett (2012) s. 85 (fotnote 216).

²⁰¹ Se avhandlingens pkt. 2.4

ønsket beskyttelsesnivå. Momentene ovenfor peker på behovet for et harmonisert minimumsnivå. Kan enkelte medlemsstater likevel ha et høyere beskyttelsesnivå?

I utgangspunktet kan man tenke at et høyt beskyttelsesnivå vil bidra til sikrere handel og et tryggere finansielt marked. Derfor bør det også være ønskelig fra EU. Et høyere beskyttelses- og/eller sanksjonsnivå i én medlemsstat kan imidlertid påvirke hvor verdipapirforetak ønsker å ha sin forretningsmessige base. En slik regulatorisk situasjon kan derfor være hemmende for et enhetlig marked, i tillegg til å kunne virke negativt på det finansielle markedet ved at verdipapirforetak blir mindre tilgjengelig for investorer i stater med et strengere beskyttelsesnivå.

Fordi beskyttelsesnivået må sies å være harmonisert i EU/EØS, vil utgangspunktet for vurderingen av forholdsmessighet være inngrepshjemmelen i MiFID. Hvorvidt et vedtak er uforholdsmessig i snever forstand vil da bero på en tolkning av inngrepshjemmelen i MiFID. Herunder om vedtaket innebærer en overbeskyttelse sammenholdt med direktivbestemmelsen.

3.3.4.4 Konklusjon

Det skal en del til før et tiltak som skal ivareta hensyn som anerkjennes av EØS-retten - og som både er egnet og nødvendig - anses å være uforholdsmessig i snever forstand. Forutsatt at medlemsstaten har samme beskyttelsesnivå for det aktuelle hensyn, virker terskelen høy for å vurdere et tiltak som uforholdsmessig etter denne testen. Fordi beskyttelsesnivået er harmonisert, vil et høyere beskyttelsesnivå - av de hensyn MiFID art. 8 skal ivareta - innebære at vedtaket er uforholdsmessig i snever forstand og i konflikt med proporsjonalitetsprinsippet.

3.3.5 Forholdsmessighetsprinsippets inngrepshøyde

3.3.5.1 Innledning

Avhandlingen har nå søkt å fastlegge innholdet i det EØS-rettslige proporsjonalitetsprinsipp. Problemstillingen blir deretter med hvilken prøvelsesintensitet norske domstoler vil vurdere forholdsmessigheten av forvaltningens vedtak om tilbakekall av tillatelse.

Fra norsk forvaltningsrett har vi den ulovfestede læren om myndighetsmisbruk.²⁰² Det skal etter rettspraksis og teori svært mye til for å sette til side et forvaltningsvedtak som sterkt urimelig.²⁰³ Proporsjonalitetsprinsippet gir imidlertid domstolene hjemmel til å overprøve forvaltningens konkrete skjønn i vurderingen av hvorvidt et vedtak er forholdsmessig.²⁰⁴ Prinsippet innebærer dermed at domstolene har fått enda en intervensjonsmulighet på EØS-rettens område.²⁰⁵

Spørsmålet er hvor terskelen til uforholdsmessighet ligger. Hvilken grad av uforholdsmessighet kan aksepteres før domstolene velger å gripe inn overfor Finansdepartementets og Finanstilsynets materielle kompetanse. Med proporsjonalitetsprinsippets inngrepshøyde menes hva det er som kreves før et tiltak underkjennes som uforholdsmessig. Dette er også et spørsmål om domstolens prøvelsesintensitet i slike saker.

Det foreligger ingen rettspraksis hvor forholdsmessighetsvurderingen i saker om tilbakekall har blitt prøvet for domstolene. Problemstillingen må dermed søkes løst med eksempler fra EU-domstolens øvrige praksis som kan være retningsgivende også i saker om tilbakekall.

²⁰² Jf. Forvaltningsrett (2006) kap. 24. Boken benytter begrepet ”myndighetsoverskridelse” da forfatterne mener det er en mer treffende betegnelse på den ulovfestede læren. Det vil ikke alltid foreligge et klanderverdig *misbruk* av myndighet. Det kan dermed være mer naturlig å tale om en overskridelse av myndighet. Se nærmere om denne begrepsdrøftelsen i Forvaltningsrett (2006) s.387

²⁰³ Jf. Forvaltningsrett (2006) s. 381-382

²⁰⁴ Lilli (1999) s. 534

²⁰⁵ Lilli (1999) s. 534

Det forutsettes i drøftelsen at verdipapirforetaket har begått alvorlige og systematiske overtredelser. Det er dermed ikke tale om å prøve forholdsmessigheten av hjemmelen i verdipapirhandelloven § 9-4. Finanstilsynet er gitt en kompetanse til å utøve skjønn med hensyn til hvorvidt vedtak om tilbakekall skal treffes, og det er denne skjønnsutøvelsen som er underkastet et krav om forholdsmessighet.²⁰⁶

3.3.5.2 Hensyn

De lege ferenda kan det argumenteres mot en intens prøvelse av forholdsmessigheten. Proporsjonalitetsprinsippet kan være prosesskapende og bidra til økte transaksjonskostnader for partene.²⁰⁷ Videre kan hensynet til at like saker skal behandles likt, tale for at domstolene bør være tilbakeholdne med å overprøve skjønnet til Finansdepartementet og Finanstilsynet. I en situasjon hvor få saker bringes inn for domstolene, kan det anføres at likheten ivaretas bedre av forvaltningsorganene.²⁰⁸ Domstolene bør derfor veilede forvaltningsorganenes skjønnsutøvelse fremfor å foreta en konkret skjønnsutøvelse i den enkelte sak.²⁰⁹

På den andre siden, kan det tenkes at saksbehandlere i forvaltningen har et særskilt fokus på de hensyn de er satt til å ivareta. Slike hensyn kan saksbehandlere vurdere som viktigere i en interesseavveining enn for eksempel hensynet til foretakets ansatte. Et slikt fokus kan redusere forvaltningsansattes objektivitet, og taler for en mer intens domstolskontroll av forvaltningens forholdsmessighetsvurdering.

²⁰⁶ Lilli (1999) s. 535. Se inngrepsbestemmelsen i MiFID art. 8 hvor den kompetente myndighet «**may** withdraw the authorisation» når vilkårene er oppfylt. Min uthevelse.

²⁰⁷ Forvaltningssanksjoner (2005) s. 73, The General Principles of EU Law (2006) s. 196-197

²⁰⁸ Forvaltningssanksjoner (2005) s. 73

²⁰⁹ Forvaltningssanksjoner (2005) s. 73

3.3.5.3 Prøvelsen

Utgangspunktet er en full domstolsprøvelse av proporsjonalitetsprinsippet.²¹⁰ Etter det EØS-rettslige proporsjonalitetsprinsippet er det ikke tilstrekkelig at forholdsmessigheten er vurdert av forvaltningsorganene. Vedtakets innhold må fremstå som forholdsmessig.²¹¹ Det vil si en prøvelse av om vedtaket om tilbakekall oppfyller kravene til egnethet, nødvendighet og forholdsmessighet i snever forstand. Etter fast rettspraksis har medlemsstatene bevisbyrden for å begrunne inngrep i grunnfrihetene.²¹²

I juridisk teori er det lagt til grunn at proporsjonalitetsprinsippet's inngrepshøyde varierer fra saksområde til saksområde.²¹³ Hvilke tiltak forvaltningen kan iverksette overfor private parter for å fremme visse hensyn eller lovens interesser, kan dermed ikke fastsettes absolutt. Domstolens prøvelsesintensitet vil kunne variere ut fra tiltakets art, herunder hvorvidt det er særlig inngripende, de faktiske omstendigheter og rettskildebildet som ligger til grunn for tiltaket.²¹⁴ Hvordan prøvelsesintensiteten er på et gitt saksområde, må avgjøres gjennom en analyse av rettspraksis og hvor inngående de respektive kravene blir drøftet.

Forholdsmessighetsprinsippet prøves forskjellig avhengig av om det er EUs- eller medlemsstatenes tiltak som vurderes. I vurderingen av EUs tiltak er testen hvorvidt tiltaket er «manifestly inappropriate». Ved medlemsstaters tiltak får proporsjonalitetsprinsippet en strengere karakter. Vurderingstemaet er da hvorvidt tiltaket er det minst restriktive alternativet.²¹⁵

Det finnes imidlertid modifikasjoner fra utgangspunktet om full domstolsprøvelse. Ved enkelte sakstyper, eksempelvis ved religiøse eller moralske spørsmål, kan domstolene være

²¹⁰ EØS-rett (2012) s. 88

²¹¹ Lilli (1999) s. 534

²¹² EØS-rett (2012) s. 88

²¹³ Lilli (1999) s. 524

²¹⁴ Lilli (1999) s. 520

²¹⁵ Harbo (2010) s. 172

mer tilbakeholdne med å overprøve medlemsstatenes vurdering.²¹⁶ Dette løses ved at statene enten gis en utvidet skjønnsmargin, eller ved at proporsjonalitetsprinsippet gis en mildere prøvelse. Det er da gjerne nødvendighetskriteriet eller forholdsmessighet i snever forstand som behandles mildere.²¹⁷ Ett spørsmål er om hensynet til statlig særegenhet kan tilsi en mildere prøvelse av prinsippet i saker om tilbakekall av tillatelse.

Det kan tenkes at norske domstoler vil være tilbakeholdne med å overprøve den skjønsmessige vurderingen til forvaltningen. Det foreliggende saksområdet reiser problemstillinger av tekniske forhold og samfunnsøkonomiske sammenhenger. Det kan tenkes at domstolene synes Finanstilsynet og Finansdepartementet er bedre skikket til å foreta slike faglige vurderinger.

I den foreliggende situasjon er den regulatoriske situasjonen harmonisert i EU.²¹⁸ Ett av hensynene bak er ønsket om et enhetlig marked og et stabilt finansielt marked. I dagens globaliserte verden, er finansmarkedene langt på vei integrerte. Børsindekser og aksjekurser påvirkes av internasjonale faktorer. Finansmarkeder i medlemsstatene kan derfor være positivt eller negativt korrelert med hverandre. Det tilsier at det norske finansmarked ikke er særegent, slik at mer inngripende tiltak i grunnfrihetene i forhold til hva andre medlemsstater kan tillate seg, er rettferdiggjort. Det taler igjen for en mer intens prøvelse av forholdsmessighetsprinsippet.

Etter dette kan man legge til grunn at domstolsprøvelsen av forholdsmessigheten av vedtak om tilbakekall, vil være mer inngående enn den tradisjonelle lære om forvaltningens myndighetsmisbruk. En prøvelse av hvorvidt vedtaket er forholdsmessig, innebærer en innskrenkning i forvaltningens skjønnsmyndighet. Norske domstoler kan være tilbakeholdne med å overprøve de faglige vurderinger til forvaltningen. Forholdsmessighetsprinsippet må imidlertid prøves fullt ut av domstolene.

²¹⁶ EØS-rett (2012) s. 88

²¹⁷ EØS-rett (2012) s. 88

²¹⁸ Jf. avhandlingens pkt. 2.4

3.3.6 Konklusjon

Et vedtak om tilbakekall av foretakets tillatelser kan bare fattes når vedtaket er *egnet* til å ivareta hensyn som EØS-retten anerkjenner som legitime. Vedtaket må være strengt *nødvendig* for å ivareta hensynene. I kravet til nødvendighet ligger også at det ikke må foreligge alternative sanksjoner som på en mindre effektiv måte kan ivareta det samme beskyttelsesnivå. Tilslutt må vedtaket være *forholdsmessig i snever forstand*. Tilbakekallet kan ikke være et uforholdsmessig inngrep i foretakets grunnfriheter eller være uforholdsmessig overfor verdipapirforetaket. Det stiller krav til at vedtaket ikke innebærer en overbeskyttelse av de legitime hensyn.

Etter dette kan det konkluderes at det EØS-rettslige proporsjonalitetsprinsippet utgjør en materiell skranke på forvaltningens skjønnsutøvelse. Domstolene får dermed enda et alternativ til å underkjenne et forvaltningsvedtak som ugyldig, i tillegg til myndighetsmisbrukslæren. Terskelen for at et forvaltningsvedtak kjennes ugyldig etter forholdsmessighetsprinsippet, er lavere enn hva som gjelder for urimelige inngrep i misbrukslæren.

4 Forholdsmessighetsvurderingen i forvaltningspraksis

4.1 Innledning

Finanstilsynets praksis har vært å vurdere forholdsmessigheten av sine vedtak.²¹⁹ I det følgende vil det foretas en analyse av hvordan Finanstilsynet og Finansdepartementet vurderer denne forholdsmessigheten i vedtak om tilbakekall av tillatelse. I første omgang gjennomgås de hensyn som forvaltningen gjennom sitt arbeid, søker å ivareta. Videre blir behovet for tillit drøftet. Deretter gjennomgås det hvordan selve avveiningen gjøres i praksis, med fokus på betydningen av foretakets forbedringstiltak.

²¹⁹ Verdipapirhandelloven. Kommentirutgave (2002) s. 807

4.2 Kravet til egnethet

4.2.1 Ivarettatte hensyn

I det følgende vil avhandlingen fremstille de mål og hensyn som forvaltningen søker å ivareta. En vurdering av hvorvidt et tiltak er nødvendig, forutsetter kunnskap om de hensyn som benyttes som begrunnelse for tiltaket. En studie av forvaltningspraksis viser at de hensyn og mål som forvaltningen søker å ivareta, kan plasseres i tre grupper: Finanstilsynets hovedmål og delmål, lovens formål og finanstilsynets mandat. Det vil redegjøres nærmere for innholdet i hver gruppe og hva som ligger i de underliggende hensyn.

4.2.1.1 Finanstilsynets mandat

Finanstilsynets mandat har i enkelte vedtak blitt nevnt som ett av hensynene som søkes ivaretatt under forholdsmessighetsvurderingen.²²⁰ Mandatet følger av finanstilsynsloven § 3:

«Tilsynet skal se til at de institusjoner det har tilsyn med, virker på hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med lov og bestemmelser gitt i medhold av lov samt med den hensikt som ligger til grunn for institusjonens opprettelse, dens formål og vedtekter. Tilsynet skal se til at institusjonene under tilsyn i sin virksomhet ivaretar forbrukernes interesser og rettigheter.»

Finanstilsynsloven § 3 første ledd fastsetter formålet bak tilsynet.²²¹ At en institusjon skal virke på en betryggende måte, kan forstås å peke på et tillitsmoment. Tilsynet må i en viss grad kunne være trygg på at institusjonen driver virksomheten i samsvar med lovgivningen. Det kan dermed forstås å hvile et tillitskrav på de ulike finansinstitusjoner. Hvordan denne tilliten skal vurderes eller hvor terskelen ligger, er ikke nevnt i loven eller forarbeidene. Det

²²⁰ Finanstilsynets brev 12.4.12 til Terra Markets AS s.17, Finanstilsynets brev 12.4.12 til Acta Asset Management AS s.22.

²²¹ Innst. O. nr. 159 (1956) s. 238

kan imidlertid forstås slik at Finanstilsynets mandat er tolket og satt til verks gjennom Finanstilsynets strategi, hovedmål og delmål.

Forbrukerretningen ble nylig inntatt ved en lovendring. Å ivareta forbrukernes interesser er, et krav som allerede følger av gjeldende rett. Formålet bak endringen er å tydeliggjøre hensynet til forbrukerne i Finanstilsynets arbeid.²²²

4.2.1.2 Finanstilsynets strategi

4.2.1.2.1 Hovedmål

Finanstilsynets hovedmål og delmål blir i forholdsmessighetsvurderingen trukket frem som del av de hensyn som søkes ivaretatt i forholdsmessighetsvurderingen.

«Finanstilsynets hovedmål er å bidra til finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Bak målene ligger det viktige samfunnsøkonomiske hensyn. Finansiell stabilitet og velfungerende markeder er nødvendig for å sikre tillit til det finansielle systemet, en stabil økonomisk utvikling og for å beskytte brukerne av finansielle tjenester.»²²³

Et første spørsmål er hva som ligger i begrepene finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Hovedmålene kan ses som makroøkonomiske målsetninger som bygger på samfunnsøkonomisk teori. Det kan dermed i rettsanvendelsen vanskelig vurderes uten nærmere kyndighet på feltet og økonomisk forståelse.

²²² Jf. Prop. 11 L (2012-2013) pkt. 2

²²³ Finanstilsynets årsmelding (2011) s. 6

Begrepet finansiell stabilitet har ikke et fast innhold, og kan enten referere til de finansielle systemer og oppgjørsfunksjoner, eller til markedet som sådan og fravær av en finansiell krise.²²⁴ Ifølge Finanstilsynet innebærer målet om finansiell stabilitet at

«... det finansielle systemet kan håndtere forstyrrelser og uventede sjokk og utføre sine funksjoner slik at det ikke oppstår store, negative konsekvenser for resten av økonomien. Velfungerende markeder bidrar til effektiv fordeling og prising av kapital og risiko.»²²⁵

I sin årsrapport skriver Finanstilsynet videre:

«Det er nær sammenheng mellom finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Uten finansiell stabilitet kan ikke markedene fordele kapital og risiko på en effektiv måte. Dersom fordelingen av kapital ikke skjer på en effektiv måte, og risiko blir feilpriset, kan dette skape finansiell ustabilitet.»²²⁶

En effektiv fordeling og prising av kapital og risiko må kunne sies å forutsette at de forskjellige aktører sitter med den riktige informasjonen om markedet. Finanstilsynet refererer altså her til sentrale forutsetninger innen markedsteorien fullkommen konkurranse.²²⁷ Det taler for at målet er et samfunnsøkonomisk hensyn.

En problemstilling som kan reises er bruken av finansiell stabilitet og velfungerende markeder som sentrale hensyn i forholdsmessighetsvurderingen ved tilbakekall av tillatelse.

²²⁴ Innføring i Finansmarkedsrett (2011) s. 46-47.

²²⁵ Finanstilsynets årsmelding (2011) s. 6

²²⁶ Finanstilsynets årsmelding (2011) s. 6

²²⁷ Fullkommen konkurranse er en teoretisk markedsform innenfor faget samfunnsøkonomi der pris bestemmes etter tilbud og etterspørsel. For at konkurransen skal være fullkommen stilles det en rekke forutsetninger. Korrekt informasjon om for eksempel pris er blant disse. Se nærmere i Rettsøkonomi (2008) s. 75 flg.

For det første kan det undres hvor terskelen for hensynet ligger: Hva kreves før den finansielle stabilitet er truet? Enhver overtredelse av verdipapirhandelloven kan teoretisk ses som en trussel mot den finansielle stabiliteten. Spørsmålet er hvilken risiko man er villig til å akseptere når et tilbakekall begrunnes i hensynet til finansiell stabilitet. Bør det være et krav til årsakssammenheng? Bør det være påviselige effekter i markedet som følge av foretakets overtredelser? Eller er det motsetningsvis tilstrekkelig at overtredelsene har hatt potensielle til å innvirke på den finansielle stabilitet.

Det er ikke alltid at effektene av foretakets overtredelser vil materialisere seg i markedet på en synlig måte. Finansmarkedene er sammensatte, og enkelthendelser i én finansinstitusjon kan få innvirkning på andre institusjoner. Dette omtales som smittevirkninger eller systemrisiko.²²⁸ Å unngå slike smittevirkninger, er et sentralt hensyn. Dette taler for at det ikke kan kreves at det foreligger påviselige effekter i markedet som følge av foretakets overtredelser.

4.2.1.2.2 *Delmål*

Finanstilsynet lister også opp en rekke delmål som de søker å ivareta. De er som følger:²²⁹

1. Solide og likvide finansinstitusjoner
2. God overvåking av risiko i økonomi og markeder
3. Forbrukerbeskyttelse gjennom god informasjon og rådgivning
4. Egnede ledelse og tilfredsstillende virksomhetsstyring i foretakene
5. Robust infrastruktur som sikrer betryggende betalinger, handel og oppgjør
6. Tilstrekkelig og pålitelig finansiell informasjon
7. God markedsatferd
8. Effektiv krisehåndtering

²²⁸ Se henholdsvis Finanstilsynets årsmelding (2011) s. 6 og Innføring i finansmarkedsrett (2011) s. 48

²²⁹ Finanstilsynets årsmelding (2011) s. 6-7

Forvaltningspraksis nevner ikke alle delmål, og det legges i stedet vekt på såkalte «viktige delmål». Det kan settes spørsmålstegn ved om viktige delmål vurderes strengere, sammenlignet med de andre delmål. Kan forvaltningspraksis forstås slik at noen delmål vektlegges mer enn andre, som ikke nevnes særskilt i vedtakene? En annen problemstilling er om fremhevede områder og målsetninger kan påvirke helhetsvurderingen av om tilbakekall skal skje. Videre hvorvidt det i realiteten kan bidra til en endring i forvaltningspraksis over tid.

Finanstilsynets strategi virker å være opphav til de utvalgte områdene for den kommende perioden. Någjeldende strategi nevner følgende fokusområder:

- «tilsyn med institusjoner og områder som har størst betydning for finansiell stabilitet og velfungerende markeder
- makroøkonomisk overvåking og makrotilsyn
- følge opp nye internasjonale krav til institusjoner og tilsyn
- følge opp investor- og forbrukerbeskyttelse og sørge for at krav og tilsynsaktivitet blir godt kjent»²³⁰

Finanstilsynet karakteriserer god markedsatferd og forbrukerbeskyttelse som viktige delmål i to nyere vedtak om tilbakekall.²³¹ Finanstilsynet definerer god markedsatferd som følgende:

«Finanstilsynet skal se til at markedene er preget av hensiktsmessige atferdsregler, effektivt tilsyn og alminnelig god atferd blant aktørene. En forutsetning for velfungerende markeder og betryggende investor- og forbrukerbeskyttelse er at alle aktører overholder lover, forskrifter og god skikk. For å oppnå dette, skal Finanstilsynet på alle tilsynsområder bidra til høy oppdagelsesandel og rask og effektiv hånd-

²³⁰ Finanstilsynets årsmelding (2011) s. 5, vedtatt av styret 24. november 2010.

²³¹ Finanstilsynets brev 12.04.12 til Terra Markets AS s.17, Finanstilsynets brev 12.04.12 til Acta Asset Management AS 12.04.12 s. 22.

heving ved eventuelle regelbrudd. Effektiv og rask håndheving av atferdsreglene, som også omfatter forbudet mot innsidehandel og kursmanipulasjon, bidrar til at investorer og brukere får tillit til markedene.»²³²

Med forbrukerbeskyttelse som viktig delmål, utdyper Finanstilsynet at hensikten er å:

«... bidra til at salg og rådgivning er trygt og at det passer for den enkelte kunde. Salg og rådgivning må være basert på kundenes forutsetninger for å forstå hva investeringer, låneopptak, forsikrings- og pensjonsprodukter innebærer.»²³³

En problemstilling er om verdipapirhandellden må tolkes og anvendes som en «forbrukerlov». Med dette menes at loven forstås å ha et iboende beskyttelsesformål for forbrukere, som for eksempel kan føre til et en eventuell tolkningstvil kommer forbrukeren til gode.

I norsk rett har vi flere såkalte forbrukerlover som skal beskytte forbrukeren.²³⁴ De er gjerne preseptoriske for den profesjonelle parten ved at det ikke kan avtales eller gjøres gjeldende vilkår som er strengere ovenfor forbrukeren, enn hva som ellers følger av lovens bestemmelser.²³⁵ Verdipapirforskriften stiller krav til verdipapirforetak om å dele opp kundemassen i ikke-profesjonelle, profesjonelle og kvalifiserte motparter.²³⁶ Oppdelingen innebærer en større beskyttelse av forbrukerne. Verdipapirhandellden har imidlertid ingen tilsvarende «forbrukerparagraf» som man finner ellers i forbrukerlovverket. Grunnen er nok at verdipapirhandellden kan sies å være offentlig rett. Foretakets kunder vil eksempelvis ikke ha et krav mot verdipapirforetaket selv om det foreligger brudd på verdipapirhandellden. Det må avgjøres etter de foreliggende privatrettslige reglene, eksempelvis

²³² Finanstilsynets årsmelding (2011) s. 7

²³³ Finanstilsynets årsmelding (2011) s. 6

²³⁴ Se eksempelvis forbrukerkjøpsloven § 3 (1), avhendingslova § 1-2, håndverkertjenesteloven § 3, pakkereiseloven § 1-2

²³⁵ Motsetningen er deklarasjonisk lovgivning, hvor partene har frihet til å avtale en annen løsning enn det som følger av loven.

²³⁶ Se verdipapirforskriften § 10-1 flg.

avtl. § 36.²³⁷ Foretakets brudd på verdipapirhandelloven vil imidlertid være momenter som kan få betydning under vurderingen av de privatrettslige regler.²³⁸ På den måten kan foretakets overtredelse av verdipapirhandelloven indirekte gi rettigheter som forbrukerne kan bygge rettskrav på.

Finanstilsynets vektlegging av forbrukerbeskyttelse kan ha sin bakgrunn i finanskrisen og erfaringen om hvordan forbrukers mislighold kan skape en mangel på penger i omløp, og dermed også uheldige konsekvenser for finansmarkedet i sin helhet.²³⁹ Korrekt informasjon om pris og risiko er også en av de grunnleggende forutsetninger for et fullkomment marked.

Spørsmålet etter dette er hvilken betydning områder som forbrukerbeskyttelse for Finanstilsynets virksomhet og forvaltningspraksis. Herunder hvorvidt en oppnevnt strategi kan bidra til å påvirke forholdsmessighetsvurderingen til ugunst for verdipapirforetaket. Spørsmålet er om ikke vurderingen kan få en subjektiv karakter, når tilsynet har visse områder og delmål det selv anser som spesielt viktige.

Uavhengig av fastsatte mål og delmål, bør forvaltningen gjøre en konkret vurdering av forholdsmessigheten etter en objektiv helhetlig vurdering. Det kan være uheldig dersom overtredelser vurderes strengere fordi de kan kategoriseres under særskilte fokusområder, fordi det kan føre til at forvaltningspraksis endres vesentlig under fastsettelse av en ny strategi og nye prioriterte områder.

På en annen side kan hensynet til effektivitet tale for at slike prioriterte områder faktisk bør benyttes. Finanstilsynet kan ha begrensede ressurser. Det vil således være effektivt å benytte ressursene der skoen trykker. En uheldig konsekvens kan imidlertid være at verdipapirforetak innretter sin internkontroll og compliancearbeid etter de samme prioriterte områdene.

²³⁷ Se Rt. 2013 s. 388 «Røeggen-saken» som ble vurdert etter avtl. § 36.

²³⁸ Jf. Rt. 2013 s. 388 premiss 62

²³⁹ Innføring i finansmarkedsrett (2011) s. 50-53

Det kan få konsekvenser for overholdelsen av det øvrige regelverk. Det kan imidlertid argumenteres for at verdipapirforetak, uavhengig av Finanstilsynets satsningsområder, har en lovbestemt plikt til å drive virksomheten i tråd med regelverket.

Prioriterte områder kan forstås å få betydning på spesielt to områder. Det ene er at de legger føringer på hva Finanstilsynet undersøker under stedlige tilsyn. Det andre er at de får betydning for forholdsmessighetsvurderingen, ved at overtredelser på satsningsområder vurderes strengere. En slik innvirkning på praksis kan enten være bevisst eller ubevisst.

4.2.1.3 Lovens formål

Verdipapirhandellovens formål er å «legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter».²⁴⁰

Med «sikker handel» kan forstås å sikte til et risikoelement. Begrepet kan imidlertid ikke forstås å knytte seg til den markedsmessige risiko en investor pådrar seg gjennom investeringer. Men kan forstås å referere til oppfyllelserisikoen - at oppgjør finner sted etter avtalen.

Begrepet «ordnet handel» kan tolkes slik at det skal være en orden eller rimelighet i markedet. Loven skal legge til rette for at for eksempel informasjon gis til markedet i ordnete former, slik at det ikke gir visse markedsdeltakere potensielle fordeler. Begrepet *ordnet handel* refererer seg til selve markedsplassen og stiller et krav til «alminnelige rettferdighetsnormer».²⁴¹ Formålet med *sikker handel* retter seg primært mot oppgjørfunksjonene, herunder at de respektive ytelser utveksles i henhold til avtalen på oppgjørsgdatoen.²⁴²

²⁴⁰ Vphl. § 1-1

²⁴¹ Verdipapirhandelloven: Kommentartutgave (2002) s. 25-26

²⁴² Verdipapirhandelloven: Kommentartutgave (2002) s. 26

«Effektiv handel» kan ses som et ønske om effektivt oppgjør ved handel i finansielle instrumenter. Ifølge lovens kommentarutgave vil markedet være *effektivt* når «[...]prisene reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi bak det enkelte verdipapir.»²⁴³

Det overordnede formålet bak hensynene er å fremme markedsaktørenes tillit til det norske verdipapirmarkedet.²⁴⁴ Verdipapirmarkedets funksjon i den totale samfunnsøkonomien og dens tillit vil være et relevant formål som faller inn under bestemmelsen.²⁴⁵ Samlet vil oppfyllelse av disse hensynene sikre tillit til det norske verdipapirmarkedet – både blant investorer og utstedere. Slik tillit er viktig for at verdipapirmarkedet skal kunne fungere tilfredsstillende som kapitalkilde. Det faller imidlertid også innenfor lovens formål å ivareta tilliten til verdipapirmarkedet på et mer overordnet samfunnsmessig plan.²⁴⁶

4.2.1.4 Oppsummering

Målsetningen om finansiell stabilitet og velfungerende markeder kan anses som hovedhensyn som skal ivaretas av forvaltningen. Det stiller krav til at verdipapirforetaket har en viss grad av tillit.²⁴⁷

I tillegg til hovedhensyn, fremhever forvaltningen hovedmål og delmål som ledd i sin strategi. Finanstilsynet bør kunne ha anledning til å fokusere på enkelte delmål eller fokusområder som er viktige for finansmarkedet. Det avgjørende i forholdsmessighetsvurderingen er at hensynene eller målsetningen er egnet. Det kan legges til grunn at de hensyn og målsetninger som er gjennomgått er legitime hensyn som anerkjennes av EØS-retten. Et vedtak om tilbakekall av tillatelse er egnet til å ivareta de ovennevnte hensyn. Det kan dermed

²⁴³ Verdipapirhandelloven. Kommentارutgave (2002) s. 25

²⁴⁴ Verdipapirhandelloven. Kommentarutgave (2002) s. 26

²⁴⁵ Innst. O. nr. 83 (1996-1997) s. 8

²⁴⁶ Innst. O. nr. 83 (1996-1997) s. 8

²⁴⁷ En drøftelse av hva som kan kreves for å inneha slik tillit foretas under i avhandlingens pkt. 4.3.3.2 om tilstrekkelige forbedringstiltak.

legges til grunn at forvaltningspraksis oppfyller kravet om at tiltak som iverksettes må være egnet til å ivareta legitime hensyn.

4.3 Kravet til nødvendighet

4.3.1 Vurderingstema

Forholdsmessighetsprinsippets krav til nødvendighet innebærer i denne sammenhengen en vurdering av om mindre inngripende tiltak kan være en tilstrekkelig reaksjon. Hvorvidt mindre inngripende tiltak er tilstrekkelige vurderes også i forvaltningens praksis ved tilbakekall.²⁴⁸

Det som nå skal undersøkes er hvordan Finanstilsynet og Finansdepartementet vurderer nødvendigheten av et tilbakekall av tillatelse. Problemstillingene om helt eller delvis tilbakekall og foretakets forbedringstiltak behandles separat.

I forvaltningspraksis har forholdsmessighetsvurderingen blitt formulert som en test på hvorvidt «tilbakekall er en egnet og nødvendig reaksjon for å ivareta *nevnte hensyn*²⁴⁹, herunder hvorvidt et mindre inngripende tiltak er en tilstrekkelig reaksjonsform».²⁵⁰

Sentrale momenter i vurderingen om hvorvidt mindre inngripende tiltak er tilstrekkelig, beror på risikoen for nye overtredelser og at hensynet til markedsaktørens tillit til verdipa-

²⁴⁸ Jf. Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Wiersholm, Mellbye & Bech pkt. 6.4.1, Finansdepartementets brev til Josef K AS 19.1.2009 pkt. 6.3, Finansdepartementets brev til Caveo ASA 5.2.2009 pkt. 6.3

²⁴⁹ Min kursivering. De hensyn det siktes til er Finanstilsynets mandat, hovedmål/ viktige delmål samt verdipapirhandellovens formål. Se avhandlingens pkt. 4.2.1.

²⁵⁰ Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Haavind AS pkt. 9.3, Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Wiersholm, Mellbye & Bech pkt. 6.4.1, Finanstilsynets brev 12.4.12 til Acta Asset Management AS s. 22

pirforetakene som sådan blir ivaretatt.²⁵¹ Det er angitt at «Overtredelsenes karakter, subjektive forhold, samt eventuelle forbedringstiltak er elementer i denne vurderingen.»²⁵²

Spørsmålet blir da hva som ligger i disse momentene. Overtredelsenes karakter og subjektive forhold vil bli redegjort for nedenfor. Problemstillingen rundt foretakets forbedringstiltak vurderes særskilt. Momentene kan ikke anses å være uttømmende i en forholdsmessighetsvurdering. De er imidlertid gjengitt i flere forvaltningsvedtak. For å komme nærmere innholdet i forvaltningens forholdsmessighetsvurdering, er det dermed nærliggende å knytte nærmere kommentarer til momentene.

Vurderingen av overtredelsenes karakter er beskrevet som følgende:

«Med overtredelsenes karakter mener departementet overtredelsenes art, omfang og grovhet. Subjektive forhold og overtredelsenes karakter vil anses som relevante momenter i den utstrekning de forutsettes å påvirke sannsynligheten for at foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, eller påvirke markedsaktørens tillit til verdipapirforetak som sådan.»²⁵³

Art, omfang og grovhet kan sies å være momenter som vil være tilsvarende vurderingen av hvorvidt overtredelsene er alvorlige etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4. Det kan for eksempel være hvor mange overtredelser som foreligger og varigheten av dem.

Vurderingen av subjektive forhold er beskrevet som følgende:

«Med subjektive forhold mener departementet en vurdering av hvorvidt det er utvist skyld og graden av skyld hos den eller de personer eller det organ som direkte

²⁵¹ Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Haavind AS pkt. 9.3, Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Wiersholm, Mellbye & Bech pkt. 6.4.1, Finanstilsynets brev 12.04.12 til Acta Asset Management AS s. 22

²⁵² Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Haavind AS pkt. 9.3, Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Wiersholm, Mellbye & Bech pkt. 6.4.1, Finanstilsynets brev 12.04.12 til Acta Asset Management AS s. 22

²⁵³ Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Haavind AS pkt. 9.3, Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Wiersholm, Mellbye & Bech pkt. 6.4.1

har foretatt overtredelsene, og i hvilken grad overtredelsene kan knyttes til forhold hos ledelsen, styret, aksjonærer, eller andre med faktisk innflytelse i foretaket eller et samvirke av disse. Skyldforhold vil således kunne være et relevant moment ved vurderingen av om tilbakekall skal skje, men slik at det ikke er et vilkår for tilbakekall etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4.»²⁵⁴

Uttalelsen kan forstås som at hvem i foretaket som direkte har begått overtredelsene vil være av relevans for vurderingen. Overtredelser begått av ledelsen og andre med faktisk innflytelse i foretaket, vurderes dermed strengere enn ansatte på et lavere nivå. At foretaket kan bebreides, er ikke et vilkår etter inngrepshjemmelen i vphl. § 9-4 første ledd nr. 4. Graden av skyld og skyldplassering er imidlertid sentrale momenter i forvaltningens forholdsmessighetsvurdering av om tilbakekallet er nødvendig.

Som vist ovenfor vurderes det i forvaltningspraksis alltid hvorvidt et tilbakekall er nødvendig. Forvaltningens vurderingstema er om markedsaktørens tillit til verdipapirforetaket kan ivaretas, og om det er risiko for nye overtredelser. Sentrale momenter i vurderingen er i følge forvaltningspraksis overtredelsenes karakter, subjektive forhold og foretakets forbedringstiltak.

4.3.2 Alternative reaksjoner

4.3.2.1 Tilbakekall av enkelttillatelser

Etter vphl. § 9-4 kan Finanstilsynet «helt eller delvis» kalle tilbake en tillatelse. Men hva er egentlig avgjørende i vurderingen av om tillatelsen skal kalles *helt eller delvis* tilbake? Hvis man for eksempel under utøvelsen av investeringsrådgivning alvorlig eller systematisk har overtrådt lovens bestemmelser, bør man da også miste tillatelsen til å utøve aktiv forvaltning? Problemstillingen oppstår når et foretak har tillatelse til å yte flere invest-

²⁵⁴ Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Haavind AS pkt. 9.3, Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Wiersholm, Mellbye & Bech pkt. 6.4.1

ringstjenester, og det avdekkes alvorlige eller systematiske feil ved én tillatelse. Kan overtredelsene få betydning for en annen, selv om det her ikke er avdekket overtredelser?

Ifølge Bergo må ikke inngrepet overfor verdipapirforetaket være strengere enn hva som er nødvendig for å oppnå de ønskede hensyn.²⁵⁵ Finanstilsynets tidligere praksis var å kalle tilbake de tillatelser som var berørt av vedtaket.²⁵⁶ Foretak kunne dermed beholde de tillatelser som det ikke ble avdekket lovovertridelser på. Finansdepartementet har i sin siste klagebehandling, med relevans for denne problemstillingen, uttalt:

«På bakgrunn av overtredelsenes art og omfang og omstendighetene rundt foretakets forbedringstiltak, er departementet av den oppfatning at et tilbakekall begrenset til tillatelsen til å yte investeringsrådgivning etter vphl. § 2-1 første ledd nr. 5 vil medføre en uforholdsmessig høy risiko for at foretaket vil overtre grensen for hva som er å anse som ordreformidling etter vphl. § 2-1 første ledd nr.1, og departementet finner at tilbakekall av foretakets tillatelser i sin helhet er en nødvendig reaksjon.»²⁵⁷

Risikoen for at foretaket i fremtiden vil begå nye overtredelser synes dermed å være et sentralt i moment i vurderingen av hvorvidt tillatelsene skal trekkes helt eller delvis tilbake. Omstendighetene kan dermed føre til at hele konsesjonen kalles tilbake, selv om vedtaket bare berører enkelte tillatelser. Forvaltningspraksis kan altså synes å ha endret seg.

Hvorvidt et foretak vil begå nye overtredelser i fremtiden, kan sies å bero på foretakets evne og vilje. Med evne siktes det til i hvilken grad foretaket har den kunnskap og kompetanse som kreves for å overholde regelverket. Kunnskap og kompetanse er nødvendig for å lage og implementere nødvendige rutiner og retningslinjer, og kan karakteriseres som ubevisste lovovertridelser.

²⁵⁵ Børs- og verdipapirrett (2008) s. 180

²⁵⁶ Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave (2002) s. 807

²⁵⁷ Finansdepartementets brev til Haavind AS 01.11.2011 pkt. 9.3

Foretakets vilje er bestemmende for hvordan foretaket posisjonerer seg for å unngå ytterligere overtredelser, herunder hvilke forbedringstiltak som blir gjennomført. Dette vil være de bevisste lovovertrædelser. En bevisst lovovertrædelse kan sies å være av en alvorligere art enn den ubevisste.

Finanstilsynets praksis er å vurdere om tilbakekall av enkelttillatelser vil være en tilstrekkelig reaksjon. I Acta-saken anførte foretaket at tilsynets kritikk ikke rettet seg mot foretakets depotfunksjon. Foretaket ønsket dermed å beholde investeringstjenestene i vphl § 2-1 nr.1 og 2. Finanstilsynet avfeide anførselen med at «overtredelsenes art og omfang og omstendighetene rundt foretakets forbedringstiltak» tilsa at andre reaksjoner enn tilbakekall av alle tillatelser ikke ville være tilstrekkelig.²⁵⁸ Finanstilsynet vurderte tilbakekall av enkelttillatelser også i Terra-saken samme år, men kom til at «dette ikke vil være tilstrekkelig».²⁵⁹ Hvorfor tilbakekall av enkelttillatelser ikke ville være tilstrekkelig ble ikke nærmere begrunnet.

En gjennomgang av forvaltningspraksis gjør det vanskelig å slutte hvordan myndighetene vurderer hvorvidt én eller alle tillatelser skal kalles tilbake. Hvorfor ikke enkelttillatelser kan beholdes er ikke alltid godt begrunnet i vedtakene. Det kan imidlertid tenkes at problemstillingen beror på forvaltningens tillit til verdipapirforetaket. Viktige momenter er da risikoen for nye overtredelser og om verdipapirforetaket vil handle utover hva det har tillatelse til. Det kan imidlertid konkluderes at verdipapirforetak ikke er sikret å beholde enkelttillatelser som ikke har vært gjenstand for kritikk.

²⁵⁸ Finanstilsynets brev til Acta Asset Management AS 12.4.2012 s. 24

²⁵⁹ Finanstilsynets brev til Terra Markets AS 12.4.2012 s. 18

4.3.3 Særskilt om foretakets forbedringstiltak

4.3.3.1 Innledning

Når foretaket mottar forhåndsvarsel om tilbakekall av tillatelse, kan det settes i gang tiltak for å rette opp i de påpekte overtredelser. Problemstillingen kommer også på spissen i perioden mellom et vedtak om tilbakekall og Finansdepartementets klagebehandling. Foretakets korrigerende prosess kan defineres som forbedringstiltak eller «self cleaning».²⁶⁰ En problemstilling er hvorvidt Finanstilsynet kan kalle verdipapirforetakets tillatelser tilbake når det er gjennomført tilstrekkelige forbedringstiltak. Spørsmålet er altså om Finanstilsynet har materiell kompetanse til å fatte et vedtak om tilbakekall i tilfeller hvor det er gjennomført tilstrekkelige forbedringstiltak. Dette genererer en del underspørsmål: Det første er hva som kan sies å være et tilstrekkelig forbedringstiltak. Det andre er det hvorvidt verdipapirhandelloven § 9-4 første ledd nr. 4 synes å bygge på pønale hensyn. Hvis forvaltningen kan sanksjonere foretaket begrunnet i straffehensyn, vil vedtak om tilbakekall kunne fattes uavhengig av foretakets tiltak.

Verdipapirhandelloven § 9-4 er taus når det gjelder problemstillingen om foretakets forbedringstiltak og hvilken betydning dette skal ha i vurderingen om tilbakekall. Forarbeidene sier heller ingenting på dette punktet.

Ifølge verdipapirhandelloven § 15-7 kan Finanstilsynet gi pålegg om retting dersom foretaket opptre i strid med lovgivningen eller egne interne retningslinjer/ instruksjer. Bestemmelsen kan ses å legitimere forbedringstiltak som en relevant avhjelpende faktor når et foretak har overtrådt lovgivningen.

Det er forskjell på hva som gjelder foretakets forbedringstiltak i saker om tilbakekall og Finanstilsynets pålegg om retting. I saker om tilbakekall iverksetter foretaket egne forbedringstiltak når Finanstilsynet har avdekket overtredelser. Det er altså foretaket selv som bestemmer hvilke tiltak som skal iverksettes og hvordan prosessen skal skje. Ved pålegg

²⁶⁰ Se Rosén (2009) som benytter uttrykket «self cleaning».

om retting blir det imidlertid bedt om opphør/ retting av en særskilt aktivitet. Foretaket kan dermed selv enkelt identifisere relevante tiltak for å avhjelpe den uønskede aktiviteten.

Enhver pågående aktivitet som faller inn under § 15-7 nr. 1-8, kan være gjenstand for pålegg om retting. Det er etter bestemmelsen ikke et krav til at overtredelsen må være kvalifisert før Finanstilsynet kan gi pålegg om retting.²⁶¹ Det kreves heller ikke overtredelse av lovgivningen. Overtredelse av egne rutiner og retningslinjer kan være gjenstand for et pålegg om retting. Spørsmålet er om også de kvalifiserte overtredelser av lovgivningen kan avhjelpes gjennom slike forbedringstiltak.

I Caveo-saken hadde foretaket gjennomført en rekke forbedringstiltak etter å ha mottatt forhåndsvarsel om tilbakekall. Etter en gjennomgang av foretakets forbedringstiltak uttalte Finanstilsynet:

«Kredittilsynet har på bakgrunn av det ovennevnte foretatt en fornyet vurdering av sanksjonsmåten. Kredittilsynet fastholder imidlertid sin oppfatning om at mindre inngripende tiltak enn tilbakekall av tillatelse ikke er rimelig ut fra omfanget av lovovertredselsene.»²⁶²

Uttalelsen taler for at foretakets forbedringstiltak kan avhjelpe alvorlige og systematiske overtredelser. Hensynet til foretakets forbedringstiltak synes dermed ikke utelukket, selv om det foreligger kvalifiserte overtredelser.

Etter Finanstilsynets stedlige tilsyn hos RS Platou Markets, ble det funnet overtredelser som fremstod som både alvorlige og systematiske.²⁶³ Tilbakekall av tillatelse ble likevel vedtatt. Finanstilsynet erkjente at foretaket hadde foretatt «vesentlige endringer i administrativ ledelse og rutiner, har oppkapitalisert foretaket og foretatt og fortløpende foretar større tapsavsetninger.» Tilsynet mente her at pålegg om retting ville ivareta hensynet til

²⁶¹ Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave (2002) s. 800

²⁶² Kredittilsynets brev 24.6.2008 til Caveo ASA s. 18

²⁶³ Finanstilsynets brev 26.3.2010 til RS Platou Markets AS pkt. 4

markedets tillit. Etter at det ble avdekket overtredelser, kalte foretaket inn til ekstraordinær generalforsamling og valgte nytt styre.

Finanstilsynets merknader i anledning det stedlige tilsynet hos RS Platou Markets, taler for at forbedringstiltak kan avhjelpe også de kvalifiserte overtredelser. Hvorvidt tilbakekall er nødvendig, synes å bero på hvorvidt hensynet til markedets tillit kan ivaretas. Det ble imidlertid ikke gitt en nærmere begrunnelse på hvorfor tilliten ble ivaretatt eller hva som kreves for å inneha slik tillit.

4.3.3.2 Tilstrekkelige forbedringstiltak

Problemstillingen i det følgende er hva som kan karakteriseres som tilstrekkelige forbedringstiltak. Er det tilstrekkelig at foretaket oppfyller kravet til å få tillatelse til å yte investeringstjenester? Verdipapirforetaket kan forbedre retningslinjer og rutiner for å redusere sannsynligheten for nye overtredelser. Kan det være tilstrekkelig, eller må foretaket si opp enkeltansatte som står bak overtredelsene. Kreves det endringer i styret og/eller ledelsen? Et spørsmål er om det er tilstrekkelig at foretaket reduserer sannsynligheten for nye overtredelser, eller om det kreves at foretaket i tillegg – reparerer begåtte overtredelser gjennom for eksempel vinningsavståelse eller erstatning for negativ kontraktsinteresse.

Finanstilsynet har definert forbedringstiltak som følgende:

«Med forbedringstiltak mener departementet tiltak igangsatt av foretaket for å avhjelpe de forhold som har medført eller medvirket til overtredelsene. Betydningen departementet tillegger forbedringstiltakene avhenger av i hvilken grad tiltakene forutsettes å redusere sannsynligheten for at foretaket i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, og i hvilken utstrekning tiltakene forutsettes å påvirke markedsaktørens tillit til verdipapirforetakene som sådan, eller om tilbakekall motsetningsvis er nødvendig for å opprettholde slik tillit. Elementer i denne vurderingen er art og omfang av tiltak sett opp mot subjektive forhold og overtredelsenes karakter, tidspunktet for igangsettelse og gjennomføring av tilta-

kene, og i hvilken utstrekning tiltakene forutsettes å påvirke de faktiske forhold som har medført eller medvirket til overtredelsene.»²⁶⁴

Ifølge departementets uttalelse, må tiltakene være igangsatt i motsetning til planlagt. Vedtakstidspunktet ser derfor ut til å være skjæringspunktet. Det er ikke nødvendig at en overtredelse er fullstendig avhjulpet innen vedtakstidspunktet for at tiltaket skal anerkjennes som et forbedringstiltak i forholdsmessighetsvurderingen. Det synes tilstrekkelig at tiltakene er igangsatt med den hensikt å avhjelpe overtredelsen. Et minstekrav må være at tiltaket som iverksettes faktisk er egnet til å avhjelpe overtredelsene. Videre bør tiltaket kunne konkretiseres og dokumenteres i en slik grad at det tydelig fremkommer hva som er gjort, og hvordan dette er forventet å avhjelpe de konstaterte overtredelser.

Betydningen av et forbedringstiltak vil etter Finansdepartementets vurdering bero på hvorvidt *sannsynligheten for fremtidige overtredelser er redusert*. Risikoen for nye overtredelser kan sies å bero på to momenter. Det ene er foretakets vilje til i fremtiden å overholde regelverket. Det andre momentet vil være foretakets evne til en slik overholdelse. Der det første momentet knytter seg til foretakets kultur og ansattes tankesett, vil evnen til å overholde regelverket knytte seg til de retningslinjer, rutiner og kompetanse foretaket har i virksomheten.

Gjelder for eksempel overtredelsen manglende compliance, kan tilstrekkelige forbedringstiltak redusere risikoen for nye overtredelser vedrørende compliancefunksjonen. Foretakets evne til å overholde regelverket, kan for eksempel dokumenteres ved hjelp av rutinedokumenter, men foretakets vilje til å overholde regelverket er imidlertid ikke enkel å dokumentere. En vurdering av foretakets vilje til å overholde regelverket, må derfor foretas ut fra en konkret helhetsvurdering, hvor spesielt foretakets historikk kan spille en viktig rolle.

²⁶⁴ Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Haavind AS pkt. 9.3, Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Wiersholm, Mellbye & Bech pkt. 6.4.1

Forbedringstiltakene blir også vurdert etter hvilken innvirkning de har på *markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan*.

I følge Myklebust er tillit avgjørende for hensynet til effektive og velfungerende markeder:

«Et avgjørende premiss for at verdipapirmarkedene skal fungere godt som kilde til kapitalallokering og sparing, er at investorene har tillit til markedsfunksjonene og markedsaktørene. I motsatt fall vil de finne andre plasseringsalternativer, eller kreve så høy risikopremie at markedet blir lite egnet som kapitalkilde.»²⁶⁵

En problemstilling er hvem sin tillit som er avgjørende. En underproblemstilling er i hvilken grad man bør legge vekt på befolkningens tillit til verdipapirforetaket. Problemstillingen er hvorvidt det er merkevareidentitet eller tilsynsidentitet som er avgjørende. Er det tilstrekkelige å foreta navneendringer/ logoendringer for å ivareta tilliten til foretaket?

Markedsaktørenes tillit kan farges av mediernes dekning av saken. Mediedekning av saken kan teoretisk legge press på Finanstilsynet til å reagere overfor foretaket. Det synes som Bergo forutsetter at dette var tilfellet i Terra-saken. Han skriver:

«Kredittilsynets forhåndsvarsel må nok ses i lys av den massive og ensidige dekning kommunene og deres rådgivere hadde lyktes med å skape i media, og den feilaktige informasjon de ga i møte med Kredittilsynet.»²⁶⁶

Finanstilsynets forhåndsvarsel om tilbakekall er alltid offentlig tilgjengelig på tilsynets nettside, og slike forhåndsvarsler blir også gjerne omtalt i media.²⁶⁷ I spørsmålet om å ivareta hensynet til markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan, mener Rosén at det må sondres mellom merkevareidentitet og tilsynsmessig identitet.²⁶⁸

²⁶⁵ Innføring i finansmarkedsrett (2011) s. 55

²⁶⁶ Børs- og verdipapirrett. (2008) s. 180. Forfatteren assisterte foretaket i saken.

²⁶⁷ Jf. dn.no. 07.02.2012

²⁶⁸ Rosén (2009) s. 9

På den ene siden står befolkningens tillit til verdipapirforetaket. Folket lar seg lett styre av mediene, og omfattende negativ medieomtale kan være med på å bidra til en tillitssvikt blant befolkningen. Det kan spørres hvorvidt foretaket gjennom en god mediestrategi kan bidra til å opprettholde folkets tillit, og på den måten gjennomføre tilstrekkelige forbedringstiltak.

På den andre siden står Finanstilsynets tillit til verdipapirforetaket, som nok ikke blir like lett påvirket av medieomtale. Tilliten vil her være basert på saklige grunner ut fra et helhetsinntrykk av foretakets virksomhet.

Befolkningens tillit til verdipapirforetaket er problematisk som målestokk, fordi den er vanskelig å måle eller fastsette. Befolkningens mening kan også lett bli påvirket av medieoppslag og hvordan saken dekkes i offentligheten. Det vil være uheldig om foretakets tillatelse kalles tilbake på bakgrunn av massiv negativ mediedekning og hensynet til at foretakets tillit blant befolkningen. I stedet bør det være en konkret helhetsvurdering basert på saklige og objektive kriterier. Det tilsier at Finanstilsynets tillit til verdipapirforetaket bør være et viktig moment i vurderingen.

Foretakets forbedringstiltak kan bidra til å opprettholde tilliten, slik at hensynet til finansiell stabilitet eller velfungerende markeder ikke svekkes.²⁶⁹ Ifølge Rosén innebærer ikke tillitskravet en rett for Finanstilsynet til å kalle tilbake tillatelse uten å ta hensyn til foretakets fremtidsprognoser etter gjennomførte forbedringstiltak.²⁷⁰

Finanstilsynet har uttalt følgende i sammenheng med foretakets anførsler om igangsatte forbedringsprosesser:

«Slik Finanstilsynet vurderer det, kan ikke planlagte og/eller etterfølgende endringer i ledelse og organisasjon uten videre forsvare at tillatelse opprettholdes når

²⁶⁹ Rosén (2009) s. 41

²⁷⁰ Rosén (2009) s. 41

det avdekkes alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandelloven. En annen vurdering kunne lede til at enkelte verdipapirforetak vil kunne se seg tjent med, bevisst eller gjennom manglende aktsomhet og prioritering av internkontroll, å drive lovstridig virksomhet frem til forholdet blir avdekket, for deretter å innrette seg etter virksomhetsreglene og/eller lovens organisatoriske krav.»²⁷¹

I situasjoner hvor de foreliggende overtredelser har gitt såpass omfattende tillitssvikt i markedet, kan det tenkes at stabiliteten bare kan ivaretas gjennom et tilbakekall av foretakets tillatelser. Et verdipapirforetak bør ikke kunne avskjære Finanstilsynets vedtak ved å vise til gjennomførte eller planlagte forbedringstiltak. Foretaket har altså ikke et krav på å beholde konsesjonen ved å henvise til forbedringstiltak. Finanstilsynets vedtak må imidlertid fremstå som nødvendig etter en konkret helhetsvurdering. Foretakets forbedringstiltak bør ikke avfeies med den begrunnelse at det kan føre til manglende aktsomhet og prioritering av internkontroll blant aktørene. Etter min mening må Finanstilsynet ta hensyn til alle forbedringstiltak og vurdere hvorvidt de er egnet til å opprettholde den nødvendige tilliten til verdipapirforetaket. Kommer man til at foretaket fortsatt har nødvendig tillit, vil det ikke foreligge en reell svekkelse av hensynet til finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Tillatelsene skal ikke kalles tilbake dersom dette ikke er helt nødvendig.

I Acta-saken hadde foretaket gjennomført og varslet gjennomføringen av flere betydelige tiltak. Foretaket hadde blant annet fått ny administrerende direktør, varslet endring i styresammensetning, styrket compliancefunksjonen med ett årsverk og skiftet internrevisor.²⁷²

Finanstilsynet erkjente at foretaket hadde igangsatt og planlagt en rekke forbedringstiltak, og at tiltakene ville redusere sannsynligheten for nye overtredelser. Likevel ble forbed-

²⁷¹ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Acta Asset Management AS s. 24, Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Terra Markets AS s. 17. Se også liknende formulering i Finanstilsynets brev til Agilis Group AS 23.3.2011 s.13

²⁷² Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Acta Asset Management AS s. 23-34. Se i vedtaket for oversikt over alle tiltak.

ringstiltakene ansett å være igangsatt som en direkte konsekvens av det stedlige tilsynet. Finanstilsynet mente at dersom det ikke hadde vært for deres stedlige tilsyn, så hadde enten tiltakene ikke blitt igangsatt eller gjennomført - eller gjennomført på et senere tidspunkt. Tilsynet kan dermed synes å legge mer vekt på omstendighetene rundt forbedringstiltakene. Selv om det faktisk kan konstateres at risikoen for nye overtredelser er redusert, vil det nødvendigvis ikke være avgjørende for foretakets tillit, ettersom tiltakene er gjennomført som følge av det stedlige tilsyn. Sagt på en annen måte, vil ikke tiltakene ha samme tyngde i vurderingen dersom de er gjennomført som følge av at foretaket er «tatt på fersk gjerning». Det kan forstås som at Finanstilsynet i slike tilfeller, ikke har den nødvendige tillit til verdipapirforetaket, selv om det er gjennomført tilstrekkelige forbedringstiltak.

I Terra-saken hadde foretaket kort tid før det stedlige tilsynet gjennomført delvis endringer av styret, i tillegg til å ha ansatt ny daglig leder.²⁷³ Etter tilsynet ble det blant annet varslet endringer i form av ny complianceansvarlig, full utskiftning av styret og ansettelse av ny compliancemedarbeider.²⁷⁴ Finanstilsynet uttalte følgende om foretakets tiltak:

«Finanstilsynet ser at Foretaket etter stedlig tilsyn har tilkjennegitt en **vesentlig endringsvilje og –evne**. Dette er da heller ingen uvanlig respons i de tilfeller hvor Finanstilsynet har avgitt foreløpig rapport og i enkelte tilfeller, som her, varsel om tilbakekall. Det er da også slik at det heller ikke er overraskende at et større finanskonsern, som Foretaket er en del av, har og bruker betydelige ressurser på en slik prosess.

Finanstilsynet anerkjenner følgelig at Foretakets **betydelige innsats** knyttet til forbedringstiltak, har redusert sannsynligheten for nye overtredelser. Finanstilsynet

²⁷³ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Terra Markets AS s.17. Ny daglig leder hadde ikke tiltrådt på tidspunktet for stedlig tilsyn.

²⁷⁴ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Terra Markets AS s.17. Se i vedtaket for oversikt over alle tiltak.

finner det imidlertid overveiende sannsynlig at det vesentlige av tiltakene ble igangsatt som en direkte konsekvens av det stedlige tilsynet.»²⁷⁵

I forvaltningspraksis finnes det også andre eksempler på at forvaltningen anerkjenner at foretakets forbedringstiltak er egnet til å redusere risikoen for nye overtredelser. I disse sakene har det imidlertid blitt vektlagt at tiltakene er igangsatt som en direkte konsekvens av det stedlige tilsynet.²⁷⁶ I Acta-saken presiserte tilsynet at «[tiltakene] ikke ville blitt gjennomført, eller eventuelt gjennomført på et senere tidspunkt, uten slikt tilsyn.»²⁷⁷ I Agilis-saken sannsynliggjorde foretaket at satsningen på fundamental analyse var gjennomført før det stedlige tilsynet. Departementet konkluderte imidlertid med at «[...]det i mangel av øvrige tiltak ikke hadde merkbar eller tilstrekkelige virkning på investeringsrådgivningen.»²⁷⁸

Finanstilsynets terskel for hva som utgjør tilstrekkelige forbedringstiltak, synes her å være høy. Det vedkjennes at foretaket har en «vesentlig endringsvilje og –evne» samt at det er nedlagt en «betydelig innsats» knyttet til slike tiltak. Forbedringstiltakene har også redusert risikoen for nye overtredelser. En reduksjon av risikoen er imidlertid ikke tilstrekkelig, fordi tiltakene er gjennomført som en direkte konsekvens av det stedlige tilsynet. Det konkluderes like under at tilliten til markedet og verdipapirforetakene som sådan må tillegges stor vekt. Finanstilsynet anser det derfor som en nødvendig reaksjon å kalle tillatelsene tilbake.

På den ene siden vil omstendighetene rundt foretakets forbedringstiltak være et sentralt moment i helhetsvurderingen. Det synes imidlertid noe strengt å avvise ethvert forbedrings-

²⁷⁵ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Terra Markets AS s.17. Mine uthevelser. Se en identisk formulering av sitatets to første setninger i Finanstilsynets brev til Agilis Group AS 23.3.2011 s.13

²⁷⁶ Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Haavind AS pkt. 9.3, Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Acta Asset Management AS s. 23-24

²⁷⁷ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Acta Asset Management AS s. 23-24

²⁷⁸ Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Haavind AS pkt. 9.3

tiltak med begrunnelsen at de er gjennomført som et resultat av stedlige tilsyn. Feil som blir avdekket på stedlig tilsyn vil synliggjøre mangler i foretakets kontrollfunksjon. På den andre siden bør det tas i betraktning at foretaket ønsker å gjøre opp for seg. Hvis foretaket har sagt opp de aktuelle ansatte og, iverksatt prosesser for å forbedre driften, bør sannsynligheten for nye overtredelser – i foretakets nåværende situasjon – være det sentrale vurderingstema. Foretakets endringsvilje bør ikke avfeies med en uttalelse om at en slik vilje ikke er uvanlig når foretaket risikerer å miste sine tillatelser. Uttalelsen kan være basert på andre oppfatninger som Finanstilsynet har gjort seg gjennom saksforløpet. Det fremkommer imidlertid ikke i vedtaket. Det sentrale bør altså være sannsynligheten for nye overtredelser. Om denne sannsynlighet vurderes som lav, bør dette vektlegges i vurderingen av hvorvidt tilbakekall fremstår som en nødvendig sanksjon.

Selv om det er gjennomført betydelige forbedringstiltak, kan foretakets sviktende tillit og alvorlige regelbrudd tilsi at tillatelsene likevel skal kalles tilbake. Det savnes likevel en grundigere begrunnelse på hvorfor tilliten i markedet likevel ikke kan ivaretas gjennom tiltakene.

I Totalvekst- og Caveo-sakene uttalte Finanstilsynet seg noe annerledes. Tilsynet mente at tiltakene ikke ville «føre til endringer i de faktiske forhold».²⁷⁹ Nemlig at det var begått alvorlige og systematiske overtredelser. Videre uttalte tilsynet at «..foretakets beskrevne tiltak ikke er tilstrekkelige av hensyn til markedets integritet og til å korrigere de lovovertridelser som foretaket har begått.»²⁸⁰

Uttalelsene tyder på at hvorvidt tiltakene har reparert eller korrigert de begåtte overtredelser er det sentrale i vurderingen.

²⁷⁹ Kredittilsynets brev 24.6.2008 til Totalvekst ASA s. 24, Kredittilsynets brev 24.6.2008 til Caveo ASA s. 18

²⁸⁰ Kredittilsynets brev 24.6.2008 til Totalvekst ASA s. 24, Kredittilsynets brev 24.6.2008 til Caveo ASA s. 18

Det kan spørres hvordan for eksempel et investeringsråd kan korrigeres. Et alternativ kan være å gi erstatning for negativ kontraktsinteresse, slik at kunden stilles i samme økonomiske situasjon som vedkommende var, før avtale om investeringstjenestene ble inngått.

En problemstilling er hvorvidt det er tilstrekkelig å si opp de ansatte som konkret kan knyttes til de aktuelle overtredelser.

I Agilis-saken hadde styret i juni 2009 besluttet å styrke compliancefunksjonen med en ny «compliance officer». Personen ble imidlertid ikke ansatt før november 2010. Departementet skrev følgende i klagesaken:

«Departementet finner det heller ikke unnskyldelig å vise til oppsigelsesprosess av uegnede ansatte, da foretaket ved mistanke om at ansatte ikke opptrer i tråd med regelverket, plikter å igangsette nødvendige tiltak, herunder underlegge ansatte særskilt oppfølgings- og kontrolltiltak dersom de skal fungere i virksomheten under en oppsigelsesprosess.»²⁸¹

Uttalelsen illustrerer sammenhengen med foretakets kontrollplikt. Foretaket har en plikt til å kontrollere og iverksette nødvendige tiltak overfor ansatte som mistenkes å ikke overholde regelverket.

4.3.3.3 Tilbakekall begrunnet i pønale hensyn?

I forarbeidene til straffeloven uttales følgende i forbindelse med foretaksstraffen rettighetstap:

«Selv om det i en del tilfelle kan være ønskelig å få stoppet en samfunnsskadelig virksomhet, er det praktiske behov for å idømme foretaket rettighetstap ikke alltid like stort. I mange tilfelle vil det være nok å idømme den ansvarlige i foretaket rettighetstapet (forutsatt at vilkårene for dette er oppfylt), for eksempel hvor det er et vilkår for driften av foretaket at den ansvarlige har fagbrev. *Når en virksomhet er*

²⁸¹ Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Haavind AS pkt. 9.3

basert på konsesjon, kan man ved å trekke denne tilbake ofte oppnå det samme som med rettighetstap.»²⁸²

Tilbakekall av tillatelse kan altså ha tilnærmet lik reell virkning som foretaksstraffen rettighetstap. Hvordan vil rettstilstanden være for et verdipapirforetak som har gjennomført forbedringstiltak som i tilstrekkelig grad har avhjulpet de aktuelle overtredelser? Drøftelsen forutsetter at verdipapirforetaket, på vedtakstidspunktet, driver virksomheten i tråd med gjeldende lovgivning. Kan forvaltningen i en slik situasjon fatte vedtak om tilbakekall ut i fra allmennpreventive hensyn?

Både verdipapirhandelloven og forarbeidene er tause angående problemstillingen om pønale hensyn i vedtak om tilbakekall. Bestemmelsen om tilbakekall av tillatelse ble imidlertid flyttet fra sanksjonskapittelet til kapittel 9 om tillatelse, vilkår og grensekryssende virksomhet, ved siste revisjon av verdipapirhandelloven. Begrunnelsen er ifølge forarbeidene at «spørsmålet om tilbakekall står i naturlig sammenheng med vilkårene for å oppnå tillatelse, og at det derfor er naturlig at bestemmelsene fremgår i sammenheng».²⁸³

Uttalelsen kan forstås som at spørsmålet om tillatelse skal kalles tilbake, må ses i sammenheng med om foretaket oppfyller vilkårene for å få tillatelse. Bestemmelsen om tilbakekall står for eksempel ikke i lovens kapittel 17 om sanksjoner. Kapittel 17 inneholder bestemmelser om blant annet daglig mulkt, vinningsavståelse, straff og overtredelsesgebyr. Lovsystematisk kan dette forstås slik at bestemmelsen ikke er ment å fungere som straff. Det tilsier at vurderingen av om tilbakekall skal finne sted, beror på en konkret helhetsvurdering av hvorvidt foretaket i fremtiden vil drive virksomheten i tråd med vilkårene for sin tillatelse.

Effektivitetshensyn tilsier at Finanstilsynet bør kunne sanksjonere foretaket dersom dette er påkrevd ut fra de aktuelle hensyn som skal ivaretas. Hovedhensynet bak loven er å ivareta

²⁸² Jf. Ot.prp. nr. 27 (1990-1991) pkt. 8.3.4. Min kursivering.

²⁸³ Jf. NOU 2006:3 pkt. 3.3.3 s. 67-68

tilliten til markedet og institusjonene, herunder verdipapirforetakene. Oppstår det et tilfelle hvor foretakets drift kan få innflytelse på markedets stabilitet, bør Finanstilsynet kunne gripe inn og sørge for at slik markedsskadelig virksomhet blir innstilt og avsluttet.

Dette behovet vil imidlertid ikke være likt i tilfeller hvor foretaket selv har gjennomført de nødvendige tiltak for å bedre virksomheten etter forhåndsvarsel om tilbakekall av tillatelse. Det vil i slike tilfeller ikke være overhengende risiko for nye lovovertridelser. Foretaket kan da heller ikke sies å utgjøre en trussel mot den finansielle stabilitet.

I klagesaken til Agilis Group AS, uttalte Finanstilsynet i anledning foretakets anførsler:

«Tilbakekallet i nærværende sak var et nødvendig og formålstjenlig virkemiddel uten at vedtaket har hatt et pønalt formål. Finanstilsynet har i sin totalvurdering lagt vekt på at av hensyn til tilliten til verdipapirmarkedet og for beskyttelsen av forbrukerne, var det nødvendig å trekke tilbake tillatelsen i dette tilfellet.»²⁸⁴

Uttalelsen kan forstås i den retning at Finanstilsynet ikke legger vekt på pønale hensyn i vurderingen av om tillatelse skal kalles tilbake. Tilsynet refererer til de to første testene i forholdsmessighetsvurderingen, nemlig hvorvidt tilbakekall er en egnet og nødvendig reaksjon.

Finanstilsynet har imidlertid ved tre vedtak om tilbakekall uttalt følgende: «En unnlattelse av å tilbakekalle tillatelsen vil være egnet til å legitimere slik virksomhet i markedet.»²⁸⁵

Tilsynet benytter her klart et allmennpreventivt hensyn. Slike hensyn har undertiden fungert som begrunnelse for en strafferettslig sanksjon. Bruken av pønale hensyn med tanke på å straffe foretaket kan sies å øke den preventive effekten for andre juridiske personer. Ved

²⁸⁴ Finansdepartementets brev 1.11.2011 til Haavind AS pkt. 5.4

²⁸⁵ Kredittilsynets brev 10.4.2008 til Glitnir Privatøkonomi AS s. 10-11, Kredittilsynets brev 24.6.2008 til Caveo ASA s. 18, Kredittilsynets brev 24.6.2008 til Totalvekst ASA s. 24

at foretaket straffes i stedet for enkeltpersoner, blir foretaket ansvarliggjort ved de ansattes lovbrudd. Bruken av allmennpreventive hensyn ved foretaksstraff kan medføre økt internkontroll og fokus på å drive virksomheten i tråd med lovgivningen.²⁸⁶ Bruken av pønale hensyn kan altså ha en ønsket preventiv effekt blant markedsaktørene.

Selv om vedtak om tilbakekall er et inngripende vedtak, må det ikke av den grunn kvalifiseres som straff. Det finnes også andre vedtak, fattet av forvaltningen, som er meget inngripende i den private sfære. Utvisningsvedtak etter utlendingsloven kap. 8 er et eksempel på et inngripende vedtak som ikke regnes som straff etter Grl. § 96. Det kan dermed argumenteres for at forvaltningen kan fatte inngripende forvaltningssanksjoner som kan være av en pønalt karakter, uten at det anses som strafferettslige sanksjoner.

Rettsikkerhetshensyn taler imidlertid imot at det tas pønale hensyn i vurderingen av hvorvidt tilbakekall skal skje. Vedtak om tilbakekall av tillatelse etter verdipapirhandelloven § 9-4 er ikke en strafferettslig sanksjon. Ved tilbakekall av tillatelse, er det Finanstilsynet som opptrer som det anklagende og dømmende organ. Avgjørelsen fattes på bakgrunn av egen saksbehandling.²⁸⁷ Finanstilsynets saksbehandling blir regulert av forvaltningsloven og ikke straffeprosessloven. Saksprosessen foregår ikke etter de rettsikkerhetsgarantier som straffeprosessloven skal ivareta. Verdipapirforetakets rettsikkerhet kan derfor ikke sies å bli ivaretatt i like stor grad. Dette tilsier at det bør vises varsomhet med å benytte pønale hensyn i vedtak om tilbakekall.²⁸⁸ Et vedtak om tilbakekall som er helt eller delvis begrunnet i strafferettslige hensyn, vil rent faktisk kunne fremstå som en strafferettslig sanksjon. Slike vedtak vil være en omgåelse av de rettsikkerhetsgarantier som følger av straffeprosessloven.

²⁸⁶ Foretaksstraff (2012) s. 77

²⁸⁷ Rosén (2009) s. 17

²⁸⁸ Rosén (2009) s. 17

4.3.4 Konklusjon

Det kan legges til grunn at Finanstilsynet og Finansdepartementet i sin praksis vurderer hvorvidt vedtak om tilbakekall er en nødvendig sanksjon. I denne vurderingen er alternative sanksjoner og foretakets forbedringstiltak viktige momenter.

I begrunnelsen konkluderes det gjerne med at alternative sanksjoner er vurdert, men man at de likevel ikke anses som en adekvat sanksjon. Det gis ikke noen nærmere begrunnelse for hvorfor tilbakekallet er strengt nødvendig, for eksempel hvorfor ikke et pålegg om retting også kan ivareta tilliten til verdipapirforetaket. Det samme gjelder for vurderingen av foretakets forbedringstiltak og hvorfor ikke forbedringstiltakene er tilstrekkelige. I vurderingen blir flere hensyn og momenter nevnt. Det gis imidlertid ingen konkret begrunnelse for hvorfor et tilbakekall er strengt nødvendig.

Etter dette kan det sies at foretakets forbedringstiltak er et viktig moment i vurderingen av hvorvidt et vedtak om tilbakekall er strengt nødvendig. Foretakets forbedringstiltak kan virke reparerende på de begåtte overtredelser og tilsi at tilbakekall ikke er nødvendig. Forbedringstiltakene må imidlertid vurderes i lys av omstendighetene for øvrig og opp i mot tilliten til verdipapirforetaket. Dersom foretaket har gjennomført tilstrekkelige forbedringstiltak, kan tilbakekall bare skje i tilfeller det er strengt nødvendig for å ivareta tilliten til verdipapirforetakene som sådan og til markedet for øvrig. Tilbakekallet må altså være nødvendig av hensynet til finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Hvorvidt forbedringstiltakene er iverksatt som en direkte følge av det stedlige tilsyn, kan være avgjørende for verdipapirforetakets tillit.

4.4 Forholdsmessighet i snever forstand

Som vist ovenfor blir det i forvaltningspraksis vurdert hvorvidt inngrepet er egnet og nødvendig. Det blir imidlertid ikke foretatt noen aktiv interesseavveining mellom de motstridende hensyn. På den ene siden har man hensyn som forvaltningen søker å ivareta, og på den andre siden står hensynet til verdipapirforetaket som sådan og foretakets grunnleggende frihet til å yte tjenester.

Når det fattes vedtak på bakgrunn av alvorlige og systematiske overtredelser, er dette et hjemlet inngrep i foretakets grunnfriheter.²⁸⁹ Interesseavveiningen vil dermed ikke nødvendigvis være problematisk. Spørsmålet om hvorvidt inngrepet medfører et uforholdsmessig tiltak overfor verdipapirforetaket, bør dermed vurderes.

I forvaltningspraksis synes spørsmålet å være om tilbakekall er en «adekvat og forholdsmessig reaksjon overfor foretaket». ²⁹⁰ Denne formuleringen kan enten forstås å peke på forholdsmessighetsvurderingen som en helhet, eller forholdsmessighet i snever forstand. Formuleringen fremkommer under overskriften «Innledning» til Finanstilsynets oppsummering av vedtaket. Selv om forholdsmessigheten drøftes konkret i et senere punkt i vedtaket, blir imidlertid ikke formuleringen gjentatt. Ut i fra plassering i vedtaket, er det mest nærliggende å tro at det refereres til en helhetlig forholdsmessighetsvurdering.

I den senere forvaltningspraksis er det ikke funnet uttalelser som klart tyder på at forvaltningen har foretatt en *forholdsmessighetsvurdering i snever forstand*. Hvordan inngrepet rammer verdipapirforetaket - og hvorvidt det er et uforholdsmessig inngrep overfor verdipapirforetaket - er ikke uttrykkelig vurdert. I Atlantic Securities-saken fra 2000, finner man følgende uttalelse:

²⁸⁹ Jf. MiFID art. 8

²⁹⁰ Finanstilsynets brev 12.4.2012 til Terra Markets AS s. 15, Finanstilsynets brev til Agilis Group AS 23.3.2011 s.10

«Det er lagt vekt på de konsekvenser et tilbakekall av tillatelsen vil få for foretaket, dets ansatte og eiere, samt innvirkningen på foretakets øvrige virksomhet. Kredittilsynet er klar over at tjenesten er viktige for foretaket, og at tap av denne har stor betydning for foretakets totale inntjening. Kredittilsynet er til tross for dette av den oppfatning at tilbakekall av tillatelse [...] verken er et uforholdsmessig tyngende inngrep, eller at det av andre grunner ikke bør gjennomføres. Kredittilsynet har også vurdert andre administrative tiltak, men har kommet til at konsekvsjonsinndragning ut fra en helhetsvurdering er det riktige.»²⁹¹

Også i saken mot Handelspartner ble det vurdert om tilbakekallet var «uforholdsmessig inngripende tiltak».²⁹² Uttalelsene tyder på at det er foretatt en vurdering av forholdsmessigheten i snever forstand.

I klagesakene til Totalvekst (nå Josef K) og Caveo, ble det anført at vedtakene var uforholdsmessig inngripende overfor foretakene. I sin klagebehandling skrev Finansdepartementet:

«Ved avgjørelsen av om vedtaket er uforholdsmessig inngripende, må det etter departementets vurdering tas hensyn til hvor alvorlige overtredelsene er. Videre må det tas hensyn til i hvilken grad fortsatt drift kan bidra til å svekke de hensyn som lovens bestemmelser skal ivareta. Etter departementets vurdering er overtredelsene å anse som alvorlige og systematiske, og departementet mener at foretakets overtredelser har vært egnet til å svekke kundens tillit til verdipapirmarkedet generelt og foretaket spesielt. På bakgrunn av dette kan departementet, i likhet med Kredittilsynet, ikke se at vedtaket om å tilbakekalle tillatelsen er et uforholdsmessig inngripende vedtak. Departementet har i denne sammenheng også vurdert om et mindre inngripende tiltak, som pålegg om retting, vil være en til-

²⁹¹ Kredittilsynets brev 3.5.2000 til Atlantic Securities ASA pkt. 4

²⁹² Finansdepartementets brev 23.6.2009 til Handelspartner Securities ASA pkt. 6.3

strekkelig sanksjonsform, men har kommet til at dette ikke vil være tilstrekkelig.»²⁹³

I avhandlingens punkt 4.2 er de ulike hensynene som forvaltningen søker å ivareta gjennomgått. Hensynene blir tydelig fremstilt i forvaltningspraksis. For å unngå skjevheter, bør nok også motstridene hensyn nevnes, slik som Finanstilsynet har gjort i Atlantic Securities-saken. Forvaltningen kan anerkjenne at et vedtak om tilbakekall er inngripende overfor foretaket og dets ansatte. Nevnes slike hensyn, vil forvaltningen tydelig vise i sine vedtak at det er foretatt en interesseavveining i tråd med forholdsmessighetsprinsippet.

Slik som forvaltningspraksis fremstår, er forholdsmessighetsvurderingen ulik, og den følger ikke samme form og oppstilling som definert i teorien. Vurderingstemaet forvaltningen stiller opp, er hvorvidt tilbakekallet er en egnet og nødvendig sanksjon. Kravet til forholdsmessighet i snever forstand blir ikke uttrykkelig oppstilt. Vurderinger av hvorvidt vedtaket er uforholdsmessig inngripende overfor virksomheten fremgår bare av enkelte vedtak, men nevnes ikke i alle. Man kan derfor undre på om forholdsmessighet i snever forstand bare blir drøftet i saker hvor foretaket anfører det.

4.5 Konklusjon

Et foretak som har gjennomført tilstrekkelige forbedringstiltak og som gjennom sin opptreden ønsker å reparere sine overtredelser, bør ikke miste sine tillatelser uten at dette er tvingende nødvendig for å ivareta sentrale hensyn. Forvaltningen må i denne avgjørelsen vurdere hvilken påvirkning foretakets overtredelser har hatt for markedet. Klare tegn på at foretaket har mistet tillit blant aktører i markedet er et moment som taler for tilbakekall.

Det kan argumenteres for at Finanstilsynet bør begrunne forholdsmessigheten av vedtakene sine mer utførlig. I stedet for å uttrykke at alternative sanksjoner er vurdert, bør det fremkomme *hvorfor* alternative sanksjoner ikke vil være adekvate, og om markedets eller Fi-

²⁹³ Finansdepartementets brev 19.1.2009 til Josef K AS pkt. 6.3 og Finansdepartementets brev til Caveo ASA 5.2.2009 pkt. 6.3

nanstilsynets tillit til foretaket er begrunnelsen. Finanstilsynets og Finansdepartementets forholdsmessighetsvurdering skal være etterprøvable ved en eventuell domstolsprøvelse. For en reell prøvelse av forvaltningsvedtaket, bør det fremgå av vedtaket hvorfor vedtaket er forholdsmessig.

5 Avhandlingens konklusjoner

Forvaltningens praksis er å kalle tilbake foretakets tillatelser i tilfeller hvor overtredelsene både er alvorlige og systematiske. Verdipapirhandellovens vilkår er imidlertid alternative. MiFID må forstås å være fullharmoniserende i hjemmelen for tilbakekall av tillatelser. Dette innebærer at inngrepsbestemmelsen er feil implementert i norsk rett. Implementeringen i norsk rett oppfyller ikke kravet til en korrekt gjennomføring av EØS-retten - hvor det avgjørende er at man har presise regler i lov eller forskrift.

Finanstilsynet påpeker viktigheten av at verdipapirforetak holder seg oppdatert på forvaltningspraksis som rundskriv, merknader etter stedlige tilsyn og tidligere vedtak om tilbakekall. Analysen av forvaltningspraksis er dermed avgrenset til vedtak som ligger offentlig tilgjengelig på forvaltningens nettsider.

Det lar seg vanskelig fastlegge generelt hva som utgjør alvorlige og systematiske overtredelser av verdipapirhandellovgivningen. Overtredelsene må vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle. Det er ikke et krav om at overtredelsene må være pågående når Finanstilsynet gjennomfører stedlig tilsyn eller fatter vedtak om tilbakekall. I vurderingen av om vilkårene for tilbakekall er oppfylt, vil alle tidligere og pågående overtredelser være relevante å ta i betraktning.

Overtredelsens alvorlighet vurderes ut i fra dens art, grovhet og varighet. Hvorvidt overtredelsene er systematiske vil i første rekke bero på om de følger av et visst system eller for øvrig kan settes i sammenheng. Et viktig moment er også hvorvidt overtredelsene anses å være representative for foretakets opptreden.

Vedtak om tilbakekall innebærer en at forvaltningen håndhever en EØS-rettslig regel. På EØS-rettens område gjelder proporsjonalitetsprinsippet, og det medfører et krav til forholdsmessighet i forvaltningens vedtak om tilbakekall av tillatelse. Det innebærer at selv om Finanstilsynet og Finansdepartementet finner at verdipapirforetaket alvorlig og systematisk har overtrådt lovens bestemmelser – må det likevel foreta en vurdering av vedtakets egnethet, nødvendighet og forholdsmessighet i snever forstand.

I forholdsmessighetsvurderingen vil foretakets forbedringstiltak spille en sentral rolle. Hvor foretaket har reparert sine overtredelser og i fremtiden vil drive virksomheten i tråd med de gjeldende regler, kan dette kalles tilstrekkelige forbedringstiltak. Slike tiltak er et moment som tilsier at tilbakekall ikke er nødvendig. Verdipapirforetaket må imidlertid oppfylle tillitskravet. Det er en forutsetning at markedsaktørene og Finanstilsynet har en tillit til at verdipapirforetaket vil drive virksomheten i tråd med lovgivningen. I enkelte tilfeller har Finanstilsynet delvis begrunnet tilbakekall av tillatelse i allmennpreventive hensyn. Tilslutt kan hensynet til finansiell stabilitet og velfungerende markeder tilsa at tilbakekall er nødvendig selv om foretaket har gjennomført tilstrekkelige forbedringstiltak.

6 Avsluttende bemerkninger

Den 6. mai 2013 ble det vedtatt tilbakekall av Atlas Securities AS sine tillatelser. Foretaket handlet utover sine tillatelser ved å tilby investeringstjenesten tilrettelegging jf. vphl. § 2-1 første ledd nr. 6. I tillegg ble det konstatert betydelige brudd på lovens krav til blant annet compliance, skriftlige retningslinjer og rutiner, dokumentasjon og god forretningsskikk. Flere meglere som var involvert i Finanstilsynets stikkprøver, hadde sluttet etter det stedlige tilsyn, men før tilbakekallet var fattet.²⁹⁴

Finanstilsynet gjennomførte stedlig tilsyn hos foretaket 31. august 2010.²⁹⁵ Foretaket mottok da merknader fra dette tilsynet 21. mars 2010. Det ble avholdt nytt stedlig tilsyn mars 2012. Tilbakekallet ble fattet på bakgrunn av nytt stedlig tilsyn, avholdt mars 2012.

Finanstilsynet vurderte det som svært alvorlig at foretaket ikke kunne dokumentere sitt compliancearbeid på en tilfredsstillende måte.²⁹⁶ Videre ble det ansett som svært alvorlig at foretaket ikke i større grad hadde fulgt opp egne beskrevne tiltak og Finanstilsynets anbefalinger og forutsetninger siden forrige stedlige tilsyn i 2010. Etter Finanstilsynets vurdering tilsa foretakets opptreden at det ikke innga:

«[...]den nødvendige tillit til at Foretaket er i stand til å treffe og gjennomføre adekvate tiltak for å sikre at Foretaket fremover vil opptre i samsvar med verdipapirhandelloven og dens forskrifter.»²⁹⁷

Finanstilsynet varslet foretaket med brev 7. februar 2011 om at det vurderte å gi foretaket et pålegg om retting med hjemmel i vphl. § 15-7. Målet var å styrke styrets kompetanse på verdipapiriområdet ved å bytte ut minimum ett styremedlem. Foretaket opplyste at det ville rette seg etter Finanstilsynets varsel og innkalte til ekstraordinær generalforsamling for å

²⁹⁴ Finanstilsynets brev 06.05.2013 til Atlas Securities AS s.19

²⁹⁵ Finanstilsynets brev 06.05.2013 til Atlas Securities AS s.1

²⁹⁶ Finanstilsynets brev 06.05.2013 til Atlas Securities AS s.19

²⁹⁷ Finanstilsynets brev 06.05.2013 til Atlas Securities AS s.19

velge to nye styremedlemmer.²⁹⁸ Finanstilsynet tok dette til etterretning, og det ble dermed ikke vedtatt et formelt pålegg om retting.

Finanstilsynets vedtak var på 20 sider. Kun to setninger er knyttet til forholdsmessigheten av vedtaket. Ifølge Finanstilsynet ble det vurdert om alternative reaksjoner kunne være en tilstrekkelig reaksjon. Dette ble imidlertid ikke ansett tilstrekkelig «for å ivareta tilliten til markedet og verdipapirforetakene.»²⁹⁹ Nødvendigheten ble begrunnet med at foretaket tidligere hadde fått varsel om pålegg om å styrke styrets sammensetning uten at dette hadde gitt de nødvendige resultater.

²⁹⁸ Finanstilsynets brev 21.03.2011 til Atlas Securities AS s. 13

²⁹⁹ Finanstilsynets brev 06.05.2013 til Atlas Securities AS s.19

Litteraturliste

Lover

1902 Almindelig borgerlig straffelov (straffeloven) av 22. mai 1902 nr. 10

1981 Lov om vern mot forurensninger og om avfall (forurensningsloven) av 13. mars 1981 nr. 6

1981 Lov om rettergangsmåten i straffesaker (straffeprosessloven) av 22. mai 1981 nr. 25

1995 Lov om politiet (politiloven) av 4. august 1995 nr. 53

1997 Lov om aksjeselskaper (aksjeloven) av 13. juni 1997 nr. 44.

1997 Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) av 13. juni 1997 nr. 45

2007 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 29. juni 2007 nr. 75

2008 Lov om utlendingers adgang til riket og deres opphold her (utlendingsloven) av 15. mai 2008 nr. 35

Dommer

Rt. 2013 s. 388

Rt. 2011 s. 304

Rt. 2009 s. 1595

Rt. 2008 s. 560

Rt. 1995 s. 278

Forarbeider

NOU

NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter.

Odelstingsproposisjoner

Ot. Prp. nr. 27 (1990-1991) Om lov om endringer i straffeloven m.m. (straffansvar for foretak)

Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.)

Ot. Prp. nr. 75 (2006-2007) Om lov om utlendingers adgang til riket og deres opphold her (utlendingsloven)

Innstillinger til Odelstinget

Innst. O. nr. 159 (1956) Innstilling fra finans- og tollkomitéen om lov om offentlig tilsyn med banker, sparebanker og andre kredittinstitusjoner (Bankinspeksjonen.)

Innst. O. nr. 83 (1996-1997) Innstilling fra finanskomiteen om lov om verdipapirhandel.

Stortingsproposisjoner

St.prp. nr. 40 (2005-2006) Om samtykke til godkjenning av avgjerd i EØS-komiteen nr. 65/2005 av 29. april 2005 om innlemming i EØS-avtala av direktiv om marknader for finansielle instrument (verdipapirmarknadsdirektivet)

Proposisjoner

Prop. 11 L (2012-2013) Endringer i finanstilsynsloven, banksikringsloven og foretakspensjonsloven.

Forvaltningspraksis

Finansdepartementets brev

Finansdepartementets brev til Josef K AS datert 19.1.2009

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/andre/konsesjoner/finansdepartementet-har-avslatt-klage-fr.html?id=542927>

Finansdepartementets brev til Caveo ASA datert 5.2.2009

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/andre/konsesjoner/avslag-pa-klage-fra-caveo-asa.html?id=544860>

Finansdepartementets brev til Handelspartner Securities ASA datert 23.6.2009

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/andre/konsesjoner/handelspartner-securities-asa--tilbakek.html?id=568264>

Finansdepartementets brev til Wiersholm, Mellbye & Bech datert 01.11.2011

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/andre/brev/utvalgte-brev/2011/brev-1-november-2011-til-wiersholm-mellb.html?id=661881>

Finansdepartementets brev til Haavind AS datert 01.11.2011

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/andre/brev/utvalgte-brev/2011/brev-1-november-2011-til-advokatfirmaet-.html?id=661848>

Finanstilsynets brev

Kredittilsynets brev til Atlantic Securities ASA datert 3.5.2000

<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/1999-2002/Vedtak-om-tilbaketreking-av-konsesjon-etter-verdipapirhandelloven--12-5/>

Kredittilsynets brev til Glitnir Privatøkonomi AS datert 10.4.2008

http://www.kredittilsynet.no/archive/markedsavd_pdf/01/05/Glitn059.pdf

Kredittilsynets brev til Totalvekst ASA datert 24.6.2008

http://www.kredittilsynet.no/archive/markedsavd_pdf/01/05/Total065.pdf

Kredittilsynets brev til Caveo ASA datert 24.6.2008

http://www.kredittilsynet.no/archive/markedsavd_pdf/01/05/Caveo067.pdf

Finanstilsynets brev til RS Platou Markets AS datert 26.3.2010

<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2010/Endelig-rapport---merknader/>

Finanstilsynets brev til Atlas Securities AS datert 21.3.2011

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Brev_vedlegg/2011/Atlas_Securities_Merknader_endelig_rapport.pdf

Finanstilsynets brev til Agilis Group AS datert 23.3.2011

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Brev_vedlegg/2011/Agilis_Group_Tilbaekall_av_tillatelser.pdf

Finanstilsynets brev til Terra Markets AS datert 12.4.2012

<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2012/Tilbakekall-av-tillatelser-til-ayte-investeringstjenester1/>

Finanstilsynets brev til Acta Asset Management AS datert 12.4.2012

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Pressemeldinger_vedlegg/2012/2_kvarta/ActaAssetManagement_tilbakekall.pdf

Finanstilsynets brev til Aktiv Link Kapitalforvaltning ASA datert 17.1.2013

<http://www.finanstilsynet.no/Util/login.aspx?ReturnUrl=%2fno%2fArtikkelarkiv%2fBrev%2f2013%2fTilbakekall-av-tillatelser-til-a-yte-investeringstjenester%2f>

Finanstilsynets brev til Atlas Securities AS datert 6.5.2013

<http://www.finanstilsynet.no/Global/Verdipapiromradet/Verdipapirforetak/Atlas%20Securities%20AS%20-%20Tilbakekall%20av%20tillatelser%20mai%202013.pdf>

Bøker

1-3 forfattere

Berg, Bjørn O. *Forvaltningssanksjoner: forvaltningens vedtak om bøter, tvangsmulkt og inndragning av ulovlig vinning*. Oslo, 2005.

Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. Oslo, 2008.

Craig, Paul. *EU Administrative Law*. 2nd ed. Oxford, 2012.

Erling Eide og Endre Stavang. *Rettsøkonomi*. Oslo, 2008.

Fredriksen, Halvard Haukeland og Mathisen, Gjermund. *EØS-rett*. Bergen, 2012.

Graver, Hans Petter. *Forvaltningsrett i markedsstaten*. Bergen, 2002.

Graver, Hans Petter. *Alminnelig forvaltningsrett*. 3. utg. Oslo, 2007.

Høivik, Knut. *Foretaksstraff: en analyse av ansvarskonstruksjonen og dens historiske, rettspolitiske og moralske forutsetninger*. Oslo, 2012.

Myklebust, Trude. *Innføring i Finansmarkedsrett*. Bergen, 2011.

Sejersted, Fredrik. *Nordisk forvaltningsrett i møte med EF-retten*. IUSEF nr. 2. Oslo, 1996.

Stub, Marius. *Tilsynsforvaltningens kontrollvirksomhet: undersøkelse og beslag i feltet mellom forvaltningsprosess og straffeprosess*. Oslo, 2011.

Torstein Eckhoff og Eivind Smith. *Forvaltningsrett*. 8.utg. Oslo, 2006.

Torstein Eckhoff og Jan E. Helgesen. *Rettskildelære*. 4. utg. Oslo, 1997.

Tridimas, Takis. *The General Principles of EU Law*. 2nd ed. Oxford, 2006.

Woxholth, Geir. *Forvaltningsloven med kommentarer*. Oslo, 2011.

Flere enn 3 forfattere

Verdipapirhandellogen: kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002.

EØS-rett. Fredrik Sejersted ... [et al.]. 2. utg. Oslo, 2004.

EØS-rett. Fredrik Sejersted ... [et al.]. 3. utg. Oslo, 2011.

Hefte/ del av serie

Aulstad, Johan Greger. *Forholdet mellom domstolene og forvaltningen i norsk rett*. I: *Förvaltningsättslig tidskrift* (2005), s.381.

Aulstad, Johan Greger. *Ny Høyesterettsdom som klarlegger forholdet mellom myndighetsmisbrukslæren og kravet om forholdsmessighet (HR-2008-695-A)*. I: *Jussens Venner* (2008), Nr. 04, s. 262.

Cherednychenko, O.O. *Full Harmonisation of Retail Financial Services Contract Law in Europe: A Success or a Failure?* I: S. Grundmann & Y.M. Atamer & (Eds.), *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law: Failure and Challenges of Contracting*. (2011).

Ekeland, Lars. *Oppstiller reglene om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven minstekrav til produktene?* I: *Tidsskrift for forretningsjus*. 2009-2. s. 182-213

Fredriksen, Halvard Haukeland. *Domstolens prøving av EØS-avtalens proporsjonalitetsgrunnsetning*. I: *Jussens Venner*. (2007) s. 295-305

Graver, Hans Petter. *Forholdsmessighet og myndighetsmisbruk i forvaltningsretten*. I: *Jussens Venner*. (2008), s. 384.

Harbo, Tor-Inge. *The Function of the Proportionality Principle in EU Law*. I: *European Law Journal*. Vol. 16, No. 2. (2010) s. 158-185.

Hymmer, Knut A. *Verdipapirforetakets informasjons- og rådgivningsplikt etter verdipapirhandelloven § 10-11 om god forretningsskikk*. I: *Tidsskrift for forretningsjus*. 2008-183. s. 183-217.

Lilli, Marco. *Forholdsmessighetsprinsippet i EU-retten og dets betydning i norsk rett*. I: *Lov og Rett* (1999), s. 515.

Mathisen, Gjermund. *Om proporsjonalitet som skranke for tiltak som gjør inngrep i EØS-avtalens fire friheter*. I: *Jussens Venner*. (2007). s. 80-92.

Nisja, Ola og Reusch, Christian H. P. *Domstolsprøving av forvaltningsvedtak – nye avklaringer*. I: *Jussens Venner*. (2009). s. 254.

Rasmussen, Ørnulf. *Forholdsmessighetsprinsippet i forvaltningsretten*. I: *Lov og Rett*. (1995). s. 307-322.

Rosén, Karl. *Om betydningen av organisatoriske endringer mv. ved spørsmål om tilbake-kall av konsesjoner på finansområdet – «self cleaning» som universalforsvar?* I: Tidsskrift for forretningsjus. (2009-1). s. 1-46.

Stabell, Tolle. *Rettsliggjøring – domstolens skjønnsmessige overprøvinger.* I: Rettsteori og Rettslig; Festskrift til Carsten Smith til 70-årsdagen 13. juli 2002. (2002). s. 811-832.

Syrstad, Helge. *EØS-avtalen og norsk forvaltningsrett – en oversikt.* I: Jussens Venner. (2003). s. 345- 360.

Tyrhaug, Sverre og Mydske, Tore. *Gjennomføring av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn.* I: Tidsskrift for forretningsjus. (2008-3). s. 152-181.

EU-direktiver og -forordninger

MiFID (dansk versjon)	EP/Rdir 2004/39/EF. Europa-parlamentets og rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF.
MiFID (engelsk versjon)	EP/Rdir 2004/39/ EC. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.
ISD	Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field
Commission Directive	2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council

as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive.

Commission Regulation (EC) No 1287/2006 of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards recordkeeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive .

COM (2011) 656 final. Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council.

Internasjonale dommer

Sak E-4/04. Pedicel AS v Sosial- og helsedirektoratet. EFTA Court Report 2005.

Generaladvokat Poiares, Maduro. Innstilling i sak C-434/04. Ahokainen og Leppik, (2006)

Nettdokument

Finanstilsynet. *Årsmelding 2011*. Oslo, 2011.

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rapport/2012/Arsmelding_2011.pdf

[siteret: 17. november 2012]

Finansdepartementet. *Delegert myndighet fra Finansdepartementet til Finanstilsynet og Skattedirektoratet*. Oslo 2012.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/finansmarkedene/delegert-myndighet-fra-finansdepartement.html?id=435119>. [siteret 26.10.12.]

Finansdepartementet. Kredittilsynet skifter navn til Finanstilsynet. Pressemelding 86/2009. <http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/pressepenter/pressemeldinger/2009/kredittilsynet-skifter-navn-til-finansti.html?id=588929>. [sist kontrollert 11.05.13]

Inkommensurabilitet – filosofi. (13.05.2012) I store norske leksikon. Hentet fra: <http://snl.no/inkommensurabilitet>.

Landre, Even. *Agilis mister konsesjonen*. <http://e24.no/boers-og-finans/agilis-mister-konsesjonen/20116194>. Oslo, 01.11.2011. [sist kontrollert 09.05.13]

Bakken, Christian. *Terra og Acta fratras konsesjon*. Oslo, 13.04.12. <http://www.na24.no/article3375034.ece> [sist kontrollert 09.05.13]

Mikalsen, Bjørn Egil. *Acta legger ned selskap*. Oslo, 07.02.2012. <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2326263.ece> [sist kontrollert 22.05.13]

Haugen, Stein Ove. Alt om Terra-skandalen. Oslo, 21.11.07 <http://www.hegnar.no/okonomi/article237003.ece> [sist kontrollert 22.05.13]

Personlige meddelelser

Fredriksen, Halvard Haukeland. E-post. 3. januar 2013