

Nye prospektregler

Gjennomføring av prospektforordningen og fastsettelse
av regler for nasjonale prospekter

Norges offentlige utredninger 2018

Seriens redaksjon:
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Teknisk redaksjon

- | | |
|---|--|
| 1. Markeder for finansielle instrumenter
<i>Finansdepartementet</i> | 7. Ny lov om offisiell statistikk og Statistisk
sentralbyrå
<i>Finansdepartementet</i> |
| 2. Fremtidige kompetansebehov I
<i>Kunnskapsdepartementet</i> | 8. Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2018
<i>Arbeids- og sosialdepartementet</i> |
| 3. Krisehåndtering i forsikrings- og pensjonssektoren
<i>Finansdepartementet</i> | 9. Regnskapsførerloven
<i>Finansdepartementet</i> |
| 4. Sjøveien videre
<i>Samferdselsdepartementet</i> | 10. Nye prospektregler
<i>Finansdepartementet</i> |
| 5. Kapital i omstillingens tid
<i>Nærings- og fiskeridepartementet</i> | |
| 6. Varsling – verdier og vern
<i>Arbeids- og sosialdepartementet</i> | |

ISSN 0333-2306
ISBN 978-82-583-1365-3

07 Media AS

Til Finansdepartementet

Verdipapirlovutvalget ble oppnevnt ved kongelig resolusjon 22. mai 2015. Utvalget skal i henhold til mandatet komme med forslag til gjennomføring av EUs reviderte verdipapirregelverk i norsk rett, gjennomgå børss- og verdipapirhandellovens bestemmelser om straff og administrative sanksjoner, og utrede behovet for eventuelle lovendringer, samt utrede muligheten for ytterligere nasjonal regulering for å sikre forbrukerbeskyttelse for kunder av verdipapirforetak. Utvalget skal videre vurdere behov for revisjon av reglene om tilbudsplikt og frivillig tilbud ved oppkjøp av selskap notert på regulert marked, samt vurdere nærmere angitte prosessuelle forhold knyttet til behandling av saker for klagenemnd og domstolene, der offentligrettslig kompetanse etter børss- og verdipapirregulering er delegert til regulert marked. I et tilleggsmandat av 31. mai 2017 fikk utvalget i oppdrag å fremme forslag til nye regler om prospekter.

Utvalget legger med dette frem sin femte delutredning. Utredningen fremmer forslag til gjennomføring av prospektforordningen og fastsettelse av regler for nasjonale prospekter.

Oslo 19. juni 2018

Filip Truyen
leder

Elisabeth Bjerkestrand

Gry Evensen Skallerud

Eirik Solem

Morten Grandal

Kjell Vidjeland

Christina Stray

Halvor E. Sigurdsen

Angela Nygaard

Kristin Lund

Marianne Sahl Sveen

Innhold

1	Kapittel 1 – Innledning	9	2.3.1	Gjeldende rett	26
1.1	Utvalgets mandat og sammensetning	9	2.3.2	Forventet EØS-rett	26
1.2	Sammendrag	11	2.3.3	Utvalgets vurderinger	26
1.3	Kort om det nye regelverket om prospekter	12	2.4	Etterfølgende salg av omsettelige verdipapirer i annenhåndsmarkedet	27
1.3.1	Bakgrunn for forslagene – kort om regelverksutviklingen i EØS ...	12	2.4.1	Gjeldende rett	27
1.3.2	Ny prospektforordning	13	2.4.2	Forventet EØS-rett	27
1.3.3	Betydningen for norsk regelverk om prospekter	14	2.4.3	Utvalgets vurderinger	27
1.4	De viktigste endringene som følger av prospektforordningen	15	3	Krav til innhold i EØS-prospekt	28
1.4.1	Innledning	15	3.1	Overordnede regler om innhold i EØS-prospekt og sammendrag	28
1.4.2	Endring i beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud	15	3.1.1	Gjeldende rett	28
1.4.3	Endringer i unntakene fra prospektplikt	15	3.1.2	Forventet EØS-rett	28
1.4.4	Endring i krav til sammendrag	16	3.1.3	Utvalgets vurdering	30
1.4.5	Nye regler om universelt registreringsdokument	16	3.2	Detaljerte regler om innhold i EØS-prospekt	30
1.4.6	Innføring av regler for EØS-vekstprospekt	16	3.2.1	Gjeldende rett	30
1.4.7	Forenklede innholdskrav for noterte utstedere	16	3.2.2	Forventet EØS-rett	31
1.4.8	Tilsyn og sanksjoner	17	3.2.3	Utvalgets forslag	32
1.4.9	Utfyllende rettsakter	17	3.3	Forenklede innholdskrav i EØS-prospekt for noterte utstedere ved etterfølgende tilbud eller notering	32
1.5	Nærmere om begrepsbruk i utredningen	17	3.3.1	Gjeldende rett	32
2	Prospektplikt etter prospektforordningen	19	3.3.2	Forventet EØS-rett	32
2.1	Krav om EØS-prospekt ved tilbud om tegning eller kjøp	19	3.3.3	Utvalgets vurderinger	34
2.1.1	Innledning	19	3.4	Opplysninger om kurs eller prisfastsettelse i EØS-prospekt	34
2.1.2	Beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om tegning eller kjøp	19	3.4.1	Gjeldende rett	34
2.1.3	Finansielle instrumenter som omfattes av krav til EØS-prospekt	22	3.4.2	Forventet EØS-rett	34
2.1.4	Unntak fra krav om EØS-prospekt ved tilbud om tegning eller kjøp	23	3.4.3	Utvalgets vurderinger	34
2.2	Krav om EØS-prospekt ved opptak til notering på regulert marked	24	3.5	Utelatelse av visse opplysninger i EØS-prospekt	34
2.2.1	Gjeldende rett	24	3.5.1	Gjeldende rett	34
2.2.2	Forventet EØS-rett	25	3.5.2	Forventet EØS-rett	34
2.2.3	Utvalgets vurderinger	25	3.5.3	Utvalgets vurderinger	35
2.3	Adgang til å utarbeide EØS-prospekt på frivillig basis	26	3.6	Opplysninger som inntas i EØS-prospekt ved henvisning	35
			3.6.1	Gjeldende rett	35
			3.6.2	Forventet EØS-rett	35
			3.6.3	Utvalgets vurderinger	35
			4	Prospektformer etter prospektforordningen	36
			4.1	Grunnprospekt	36
			4.1.1	Gjeldende rett	36
			4.1.2	Forventet EØS-rett	36
			4.1.3	Utvalgets vurderinger	36

4.2	Universelt registrerings-		10	Særlige regler for	
	dokument	37		tredjestatsutstedere	53
4.2.1	Gjeldende rett	37	10.1	Gjeldende rett	53
4.2.2	Forventet EØS-rett	37	10.2	Forventet EØS-rett	53
4.2.3	Utvalgets vurderinger	38	10.3	Utvalgets vurderinger	54
4.3	EØS-vekstprospekt	38			
4.3.1	Gjeldende rett	38	11	Nasjonale prospekter	55
4.3.2	Forventet EØS-rett	38	11.1	Innledning	55
4.3.3	Utvalgets vurderinger	39	11.2	Krav om utarbeidelse av	
4.4	Prospekt bestående av flere			nasjonale prospekter og	
	deler	39		beløpsgrense for prospektplikt	55
4.4.1	Gjeldende rett	39	11.2.1	Gjeldende rett	55
4.4.2	Forventet EØS-rett	40	11.2.2	Forventet EØS-rett	55
4.4.3	Utvalgets vurderinger	40	11.2.3	Utvalgets vurderinger	56
			11.3	Finansielle instrumenter som	
5	Språk	41		omfattes av krav til nasjonale	
5.1	Gjeldende rett	41		prospekter	57
5.2	Forventet EØS-rett	41	11.3.1	Gjeldende rett	57
5.3	Utvalgets vurderinger	42	11.3.2	Utvalgets vurderinger	57
			11.4	Unntak fra krav om nasjonale	
6	Ansvar for EØS-prospekt	43		prospekter	57
6.1	Gjeldende rett	43	11.4.1	Gjeldende rett	57
6.2	Forventet EØS-rett	43	11.4.2	Utvalgets vurderinger	57
6.3	Utvalgets vurderinger	43	11.5	Innholds krav for nasjonale	
				prospekter	58
7	Prospektmyndighet, kontroll		11.5.1	Gjeldende rett	58
	og offentliggjøring		11.5.2	Utvalgets vurderinger	59
	av EØS-prospekter	45	11.6	Registrering av prospektet	61
7.1	Prospektmyndighet for		11.6.1	Gjeldende rett	61
	EØS-prospekt	45	11.6.2	Forventet EØS-rett	61
7.1.1	Gjeldende rett	45	11.6.3	Utvalgets vurderinger	61
7.1.2	Forventet EØS-rett	45	11.7	Gyldighet, tillegg, ansvar,	
7.1.3	Utvalgets vurderinger	46		offentliggjøring og språk	
7.2	Kontroll av EØS-prospekter	46		for nasjonale prospekter	62
7.2.1	Gjeldende rett	46	11.7.1	Gjeldende rett	62
7.2.2	Forventet EØS-rett	46	11.7.2	Utvalgets vurderinger	63
7.2.3	Utvalgets vurderinger	46			
7.3	Offentliggjøring av		12	Tilsyn	66
	EØS-prospekter	47	12.1	Prospektmyndigheten	66
7.3.1	Gjeldende rett	47	12.1.1	Gjeldende rett	66
7.3.2	Forventet EØS-rett	47	12.1.2	Forventet EØS-rett	66
7.3.3	Utvalgets vurderinger	48	12.1.3	Utvalgets vurderinger	66
			12.2	Tilsynsmyndighetenes virke-	
8	Gyldighet av EØS-prospekt			midler i det løpende arbeidet	66
	og tillegg til prospekt	49	12.2.1	Gjeldende rett	66
8.1	Gjeldende rett	49	12.2.2	Forventet EØS-rett	67
8.2	Forventet EØS-rett	49	12.2.3	Utvalgets vurderinger	68
8.3	Utvalgets vurderinger	50	12.3	Samarbeid med andre tilsyns-	
				myndigheter	76
9	Grensekryssende tilbud		12.3.1	Gjeldende rett	76
	og notering	51	12.3.2	Forventet EØS-rett	76
9.1	Gjeldende rett	51	12.3.3	Utvalgets vurderinger	77
9.2	Forventet EØS-rett	51			
9.3	Utvalgets vurderinger	52			

13	Tiltak og sanksjoner ved overtredelse av regelverket	78	14.2.1	Gjeldende kostnadsnivå	90
13.1	Gjeldende rett	78	14.2.2	Antall godkjente prospekter i perioden 2014–2017	91
13.2	Forventet EØS-rett	78	14.2.3	Førstegangsnotering av aksjer	91
13.2.1	Innledning	78	14.2.4	Små og mellomstore bedrifter	92
13.2.2	Nærmere om bestemmelsene om tiltak og sanksjoner i prospektforordningen	79	14.2.5	Selskaper som kan benytte EØS-vekstprospekt	92
13.3	Utvalgets vurderinger	81	14.2.6	Obligasjonsutstedere	92
13.3.1	Kort om EØS-relevans av reglene om administrative tiltak og sanksjoner i prospektforordningen	81	14.2.7	Regelmessige utstedere	92
13.3.2	Administrative sanksjoner og andre tiltak	81	14.2.8	Utstedere som er notert på regulert marked	93
13.3.3	Pålegg om retting og offentliggjøring av sanksjoner	82	14.2.9	Nasjonale prospekter	93
13.3.4	Overtredelsesgebyr og straff	82	14.3	Administrative og økonomiske konsekvenser for investorer	93
13.4	Forvaltningsklage og adgang til å reise søksmål	88	14.4	Administrative og økonomiske konsekvenser for myndighetene	94
13.4.1	Gjeldende rett	88	14.4.1	Finanstilsynet	94
13.4.2	Forventet EØS-rett	89	14.4.2	Foretaksregisteret	95
13.4.3	Utvalgets vurderinger	89	15	Merknader til de enkelte bestemmelsene	96
14	Administrative og økonomiske konsekvenser	90	15.1	Merknader til bestemmelsene i verdipapirhandelloven	96
14.1	Innledende betraktninger i henhold til utredningsinstruksen	90	15.2	Merknader til bestemmelsene i foretaksregisterloven	99
14.2	Administrative og økonomiske konsekvenser for utstedere av omsettelige verdipapirer	90	15.3	Merknader til forskriftsbestemmelsene	99
			16	Forslag til lov- og forskriftsendringer	100

Kapittel 1

Kapittel 1 – Innledning

1.1 Utvalgets mandat og sammensetning

Den 22. mai 2015 oppnevnte Regjeringen et lovutvalg for å komme med forslag til gjennomføring av EUs reviderte regelverk på verdipapirområdet i norsk rett. Oppdraget omfatter direktiver og forordninger som erstatter eller endrer tre direktiver med tilhørende forordninger, henholdsvis direktiv 2004/39/EF om markedet for finansielle instrumenter (heretter MiFID I), direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikt (heretter rapporteringsdirektivet) og direktiv 2003/6/EF om markedsmissbruk (heretter MAD I).

Følgende personer ble oppnevnt som medlemmer av Verdipapirlovutvalget:

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

Avdelingsdirektør Ingebjørg Harto gikk ut av utvalget den 1. februar 2016. Hun er nå erstattet med fagleder/advokat Halvor E. Sigurdson. I tillegg til de faste utvalgsmedlemmene har seksjons-sjef Christian Falkenberg Kjøde vært en vesentlig bidragsyter med ekspertise i utvalgets arbeid. Sekretariatet har bestått av tilsynsrådgiver Kristin Lund og advokat Marianne Sahl Sveen.

Lovutvalget fikk følgende mandat:

«I

1. Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) er erstattet av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU (MiFID II) og Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/

2014 (MiFIR). Direktiv 2003/6/EF om markedsmissbruk (MAD) er erstattet av Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 (MAR). MiFID II skal være gjennomført i nasjonal lovgivning i EU innen 3. juli 2016, og skal sammen med MiFIR ha virkning i EU fra 3. januar 2017. MAR skal i EU ha virkning fra 3. juli 2016.

2. Direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikter (rapporteringsdirektivet) endres av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU. Endringsdirektivet trådte i kraft i EU 26. november 2013 og skal være gjennomført i EU-landene innen 26. november 2015.
3. Ovennevnte EU-regelverk forventes tatt inn i EØS-avtalen i løpet av 2015/2016.
4. Utvalget skal utrede og utarbeide utkast til nødvendige endringer i lov og forskrift som kan gjennomføre kommende EØS-regler svarende til Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU (MiFID II), Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 600/2014 (MiFIR), Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 (MAR), samt Europaparlaments- og rådsdirektiv 2013/50/EU om endringer i rapporteringsdirektivet.
5. Det er forventet at Kommisjonen vil fastsette utfyllende rettsakter til MiFID II/MiFIR, MAR og/eller rapporteringsdirektivet som også vil være EØS-relevante. I den grad slike utfyllende rettsakter er vedtatt i EU innen utløpet av utvalgets mandatperiode, skal utvalget i sitt forslag også utrede og utarbeide utkast til regler som kan gjennomføre EØS-regler som svarer til slike utfyllende rettsakter, og skal uansett foreslå nødvendige forskriftshjemler for gjennomføring av slike regler.
6. Utvalget skal, blant annet på bakgrunn av kommende EØS-regler, samt Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/57/EU om straff for overtredelse av forbudet mot inn-

sidehandel og markedsmanipulasjon mv. (som ikke er EØS-relevant og derfor ikke vil bli tatt inn i EØS-avtalen), foreta en helhetlig gjennomgang av børs- og verdipapirhandelens bestemmelser om straff og administrative sanksjoner, og utrede behovet for eventuelle lovendringer.

7. EØS-regler tilsvarende endringsdirektiv 2007/44/EF er for så vidt gjelder verdipapirforetak ikke gjennomført i norsk rett. I den utstrekning reglene i direktiv 2007/44/EF knyttet til verdipapirforetak er videreført i MiFID II, skal utvalget utarbeide forslag til regler om gjennomføring av de relevante bestemmelsene i direktiv 2007/44/EF.
8. I den utstrekning de kommende EØS-reglene gir rom for det, skal utvalget utrede om det er hensiktsmessig med ytterligere nasjonal regulering for å sikre forbrukerbeskyttelse for kunder av verdipapirforetak.

II

9. Gjennomføring av EØS-regler som nevnt antas å ville kreve endringer i oppsettet av den norske verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften, blant annet fordi EØS-regler som svarer til forordninger må gjennomføres i norsk rett ved henvisningsbestemmelse (inkorporasjon). Utvalget skal derfor vurdere om strukturen i verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter er hensiktsmessig i lys av de kommende EØS-reglene. Herunder skal utvalget vurdere plasseringen av regler i henholdsvis lov og forskrift. Formålet må være å beholde en mest mulig brukervennlig lov- og forskriftsstruktur, innenfor de rammer som følger av at forordninger må inkorporeres som sådan. Samtidig må utvalget være oppmerksom på kravene til legalitet og klarhet som er nødvendige for å kunne ilegge straff, administrative sanksjoner og reaksjoner ved brudd på handlingsplikter.

III

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

IV

11. Utvalget skal vurdere følgende prosessuelle forhold knyttet til behandling av saker for

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

V

12. Utvalget skal følge retningslinjene i utredningsinstruksen, herunder utrede økonomiske og administrative konsekvenser av de forslag som fremmes. Det skal utarbeides lov- og forskriftsutkast som reflekterer utvalgets vurderinger. Utvalgets forslag til nye lovregler skal utarbeides i tråd med retningslinjene i heftet Lovteknikk. Utredningen skal trykkes i NOU-serien (Norges offentlige utredninger).
13. Dersom det anses hensiktsmessig, kan utvalget nedsette egne underutvalg til å utrede bestemte deler av mandatet. Utvalget avgjør selv om og på hvilken måte eventuelle underutvalg skal rapportere til utvalget og forankre sine vurderinger og konklusjoner der. Utvalget kan etter nærmere avtale med Finansdepartementet utnevne eksterne medlemmer og sekretærer til slike underutvalg. Utvalget kan også etter nærmere avtale med Finansdepartementet innhente eksterne betenkninger om nærmere angitte spørsmål.
14. Utvalget kan dele arbeidet i tre utredninger. Utredning av mandatets del I, punkt 2, jf. punkt 4 om rapporteringsdirektivet skal avgis til Finansdepartementet innen 11. desember 2015. Utredning av øvrige punkter i del I og II i mandatet skal avgis til Finansdepartementet innen 24. juni 2016. Utredning av mandatets del III og IV skal avgis til Finansdepartementet innen 23. juni 2017.»

Ved beslutning 31. mai 2017 ble Verdipapirlovutvalgets mandat utvidet med følgende oppgaver:

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

Denne utredningen er utredning nummer fem fra Verdipapirlovutvalget. I henhold til tilleggsmandatet fremmer utvalget forslag til nødvendige endringer i lov og forskrift som gjennomfører kommende EØS-regler svarende til Europaparlaments- og rådsforordning om prospekt (prospektforordningen). Utvalget vurderer prospektgrensen for nasjonale prospekter (tidligere kalt registreringsprospekter), og fremmer forslag til lov- og forskriftsbestemmelser om nasjonale prospekter. I tillegg vurderes behovet for endringer i tilsyns- og sanksjonsbestemmelsene på prospektområdet i lys av prospektforordningen. Utvalget vurderer forslag til endringer i straffebestemmelsene knyttet til overtredelse av prospektreglene i henhold til tilleggsmandatet sammenholdt med hovedmandatet punkt I nr. 6. Her danner utvalgets vurderinger og forslag i NOU 2017: 14 Nye regler om markedsmissbruk – sanksjoner og straff, utgangspunkt for forslagene som fremmes. Det vises til at mandatet punkt I nr. 6 fastsetter at utvalget skal foreta en helhetlig gjennomgang av verdipapirhandelens regler om administrative og strafferettslige sanksjoner.

1.2 Sammendrag

I denne utredningen foreslår Verdipapirlovutvalget regler som gjennomfører forventede EØS-

regler som svarer til Europaparlaments- og rådsforordning (EU) 2017/1129 om prospekt (prospektforordningen) og regler som gjelder nasjonale prospekter (tidligere kalt registreringsprospekter). I tillegg gjennomgår utvalget tilsyns- og sanksjonsbestemmelsene knyttet til prospektregelverket i verdipapirhandelens lov.

I utredningens første kapittel gir utvalget en kort fremstilling av regelverksutviklingen i EU og bakgrunnen for forslaget om nytt regelverk. En oversikt over de viktigste endringene ved prospektforordningen er inntatt i kapittel 1.4.

I utredningens andre kapittel behandler utvalget prospektplikt etter forordningen. Fremstillingen behandler både den prospektplikt som inntreffer ved tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer (kapittel 2.1), og prospektplikt ved opptak til notering på regulert marked (kapittel 2.2). Ved tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer er det etter forordningen adgang for nasjonale myndigheter til å fastsette beløpsgrense for når prospektplikt inntreffer innenfor et intervall på mellom 1 million euro og 8 millioner euro. Utvalgets *flertall* går inn for å fastsette beløpsgrensen til 8 millioner euro mens et *mindretall* foreslår at beløpsgrensen i gjeldende rett på 5 millioner euro opprettholdes.

I utredningens tredje kapittel behandler utvalget krav til innhold i EØS-prospekt. Kommisjonen skal fastsette forordninger med nærmere angitte innholdskrav. Arbeidet med kommisjonsforordninger for innhold i EØS-prospekt er foreløpig bare på forslagsstadiet, og utredningen gir derfor en begrenset fremstilling av de forslag som foreligger.

Utredningens fjerde kapittel omhandler de ulike prospektformer etter forordningen. Forordningen åpner for at noterte utstedere årlig kan utforme et universelt registreringsdokument, som ved bruk i et senere EØS-prospekt, gir adgang til raskere godkjenningssprosess. Forordningen omfatter også en ny prospektform med forenklede innholdskrav for ikke-noterte utstedere: EØS-vekstprospekt.

Utredningens femte og sjette kapittel omhandler krav til språk i EØS-prospekt og regler om ansvar for EØS-prospekt.

Utredningens syvende og åttende kapittel omhandler regler om prospektmyndigheten, kontroll og godkjenningssprosess for EØS-prospekt og gyldighet av godkjent EØS-prospekt. Utredningens niende kapittel omhandler regler for grensekryssende bruk av EØS-prospekt. I utredningens tiende kapittel behandler utvalget de særlige regler som forordningen gir for utste-

dere etablert utenfor EØS-området (tredjestats-utstedere).

I utredningens ellefte kapittel behandler utvalget regler for nasjonale prospekter, det vil si prospekter som ikke skal behandles etter reglene om EØS-prospekt. Utvalget går inn for at det fortsatt skal gjelde krav om nasjonalt prospekt for tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer med et samlet vederlag på mellom 1 million euro og den beløpsgrensen som i nasjonal rett fastsettes for inntreden av prospektplikt etter forordningen, dvs. etter utvalgets forslag, 8 millioner euro.

I utredningens kapittel 12 behandler utvalget regler om tilsyn med overholdelsen av prospektregelverket. Kapittel 13 behandler regler om tiltak og sanksjoner, mens kapittel 14 behandler økonomiske og administrative konsekvenser ved forslaget. I kapittel 15 gis det merknader til de enkelte bestemmelsene, mens utredningens kapittel 16 omhandler forslag til lov og forskrift.

1.3 Kort om det nye regelverket om prospekter

1.3.1 Bakgrunn for forslagene – kort om regelverksutviklingen i EØS

Siden starten av 1990-tallet har integrering av finansmarkedene vært et hovedsatsingsområde i EU. Utviklingen skjøt fart på slutten av 1990-tallet, med vedtakelsen av en ambisiøs handlingsplan («Financial Services Action Plan»). Planen identifiserte en rekke tiltak som skulle bidra til å skape et reelt indre marked for finansielle tjenester, blant annet gjennomføring av en rekke nye direktiver på verdipapirområdet, herunder direktiv 2003/6/EF om markedsmissbruk, direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter, direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikter, forordning 1606/2002 om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder, direktiv 2003/71/EF om prospekter og direktiv 2004/25/EF om overtagelsestilbud. Felles for dette regelverket var økt harmonisering og større detaljrikdom.

Den internasjonale finanskrisen i 2008 førte til at verdensøkonomien ble rammet av den største nedgangen siden 1930-tallet. Flere forhold forklarer hvorfor det oppsto en global finansiell krise og hvorfor de realøkonomiske virkningene som fulgte ble så alvorlige. Blant annet ble det avdekket betydelige mangler ved regulering av og tilsyn med finansnæringen i mange land. Det ble også avdekket svakheter i mange finansinstitusjoners risikostyring, forretningsmodeller og

virksomhetsutøvelse¹. Finanskrisen var katalysator for en ny reguleringsbølge som omfatter hele finanssektoren i EØS. I realiteten erstattes eller omarbeides alle de vesentlige direktivene i finanssektoren med mer omfattende regler, en såkalt «single rulebook», hvor en stor del av regelverket gis i form av detaljerte forordninger og fullharmoniserte direktiver med liten grad av valgmulighet for det enkelte medlemsland. Det er foretatt omfattende revisjon av alle de viktige direktivene på verdipapirområdet. Her inngår revisjon av rapporteringsdirektivet, nytt direktiv og forordning om markedsmissbruk (MAD og MAR), nytt direktiv og forordning om markedet for finansielle instrumenter (MiFID II og MiFIR) og ny prospektforordning som viktige elementer.² Kommisjonen fremmet i mars 2018 et forslag om en forordning om regulering av tjenester knyttet til folkefinansiering (crowd-funding). Forordningen regulerer yting av tjenester knyttet til folkefinansiering, herunder etableres et rettslig rammeverk for plattformene som yter tjenester knyttet til folkefinansiering. Forslaget tar sikte på å etablere adgang til å yte slike tjenester grensekryssende innenfor EØS-området, og gir regler som stiller krav til informasjon til investorer. Forslaget gjelder folkefinansiering oppad begrenset til 1 million euro. Grensen harmonerer med andre elementer i EØS-reguleringen, herunder prospektforordningen som gjelder beløp fra 1 million euro og over.

Et hovedformål med arbeidet med «single rulebook» er å skape like regler med lik praktisering slik at det blir enklere å benytte kapitalmarkedet på tvers av nasjonale grenser. I 2015 lanserte EU-kommisjonen grønnboken om kapitalmarkedsunionen.³ Målsetningen med dette arbeidet er å styrke det felles kapitalmarkedet slik at det kan bidra mer effektivt til finansiering av næringslivet på tvers av landegrensene. Samtidig erkjennes det at de nye regelverkene med flere og mer detaljerte regler innebærer tyngende kostnader, særlig for små og mellomstore bedrifter. Grønnboken drøfter ulike tiltak som kan lette kapitaltilgangen for denne typen bedrifter uten at dette svekker investorbeskyttelsen og dermed tilliten til markedet. I MiFID II legges det til rette for at multilaterale handelsfasiliteter

¹ Se nærmere NOU 2017: 1 kapittel 1.3.1.3

² En nærmere beskrivelse av regelverksutviklingen på finansmarkedsområdet i EØS er gitt i NOU 2017: 1 kapittel 1.3.

³ GREEN PAPER Building a Capital Markets Union / COM/2015/063 final/

(MHF) kan innrette seg særlig for å ivareta markedet for små og mellomstore bedrifter (SMB) og registrere seg som vekstmarked for SMB. I prospektforordningen følges dette opp med forenklede regler for EØS-vekstprospekt (EU Growth Prospectus). Prospektforordningen utgjør en av hjørnesteinene i arbeidet med kapitalmarkedsunionen. Forslaget til forordning om folkefinansiering utgjør også en del av arbeidet med kapitalmarkedsunionen, men arbeidet med gjennomføringen av denne forordningen er ikke omfattet av utvalgets mandat.

De ulike nye regelverkene er tett vevet sammen og utfyller hverandre på mange områder. MiFID II inneholder enkelte «koblingsbegreper» som det henvises til i flere regelverk på finansområdet. Blant annet er anvendelsesområdet til prospektforordningen knyttet til definisjonen av omsettelige verdipapirer i MiFID II. Med MiFID II innføres det en ny definisjon av *depotbevis* som vil ha betydning også for prospektforordningen. Også andre definisjoner i MiFID II har betydning for anvendelsen av prospektforordningen, blant annet definisjonene i MiFID II av *profesjonelle investorer*, *små og mellomstore bedrifter* (SMB) og *regulert marked*. MiFID II innebærer at det opprettes en ny type handelsplass – *organisert handelsfasilitet* (heretter OHF) – som kan tilby handel i blant annet obligasjoner og derivater. Drift av en OHF er en ny investeringstjeneste som vil kreve tillatelse og må tilfredsstille krav til organisering, på samme måte som de *multilaterale handelsfasilitetene* (heretter MHF). Disse handelsplassene er multilaterale systemer der det legges til rette for omsetning av finansielle instrumenter i samsvar med objektive regler og krav fastsatt i lovverket. Etter prospektforordningen skal nasjonale myndigheter ved overtredelse av prospektforordningens regler ha myndighet til å suspendere handel i omsettelige finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på en OHF eller MHF. Prospektforordningen legger også til rette for forenklinger i regelverket, herunder skal adgangen til å utarbeide universelt registreringsdokument også omfatte utstedere som har omsettelige verdipapirer tatt opp til handel på en MHF.

1.3.2 Ny prospektforordning

Prospektforordningen ble vedtatt i EU 14. juni 2017 og erstatter prospektdirektivet fra 2003 og endringsdirektivet fra 2010 (samlet omtalt som prospektdirektivet). Forordningen erstatter også kommisjonsforordning (EF) nr. 809/2004 med senere

endringer som er gitt i medhold av prospektdirektivet. I fortalen til prospektforordningen avsnitt fire understrekes behovet for nye, felles regler. Det påpekes at ulik tilnærming til gjennomføring av prospektreglene kan bidra til fragmentering av det felles markedet, fordi markedsdeltakerne vil kunne møte ulike regler i de forskjellige medlemstatene. I fortalen avsnitt fem begrunnes valget av forordningsformen nærmere:

«(5) It is appropriate and necessary for the rules on disclosure when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market to take the legislative form of a regulation in order to ensure that provisions directly imposing obligations on persons involved in offers of securities to the public and in admissions of securities to trading on a regulated market are applied in a uniform manner throughout the Union. Since a legal framework for the provisions on prospectuses necessarily involves measures specifying precise requirements for all different aspects inherent to prospectuses, even small divergences on the approach taken regarding one of those aspects could result in significant impediments to cross-border offers of securities, to multiple listings on regulated markets and to Union consumer protection rules. Therefore, the use of a regulation, which is directly applicable without requiring national law, should reduce the possibility of divergent measures being taken at national level, and should ensure a consistent approach, greater legal certainty and prevent such significant impediments. The use of a regulation will also strengthen confidence in the transparency of markets across the Union, and reduce regulatory complexity as well as search and compliance costs for companies.»

Prospektforordningen føyer seg således inn i arbeidet med en «single rule-book» hvor en markert del av rettsutviklingen er at en stadig større del av regelverket gis i form av forordninger. I EU-landene kreves det ingen særskilte nasjonale gjennomføringsrettsakter for forordninger. De gjelder direkte og innarbeides ikke i nasjonalt regelverk. I EØS-landene skal imidlertid forordningene innlemmes i EØS-avtalen med nødvendige tilpasninger før de innarbeides i nasjonal rett ved inkorporasjon. Deler av prospektforordningen har allerede trådt i kraft i EU, og ytterligere deler av prospektforordningen vil tre i kraft i løpet av 2018, men forordningen er foreløpig

ikke tatt inn i EØS-avtalen. Forordningen er EØS-relevant og utvalget fremmer sine forslag med en forutsetning om at forordningen innlemmes i avtalen.

Kommisjonen har fremmet forslag om endringer i en rekke rettsakter for å legge til rette for økt aktivitet på såkalt vekstmarked for SMB (SME Growth Markets).⁴ Forslaget omfatter bl.a. en endring av prospektforordningen som gjelder innholdet i prospekt for notering på regulert marked, der utstederen har vært tatt opp til handel på vekstmarked for SMB.

Når regelverket kommer som forordninger, innebærer det at tekstene hvor de materielle bestemmelsene fremkommer, ikke lenger finnes i den tradisjonelle lov- og forskriftssamlingen. Det innebærer i realiteten en helt ny måte å bygge opp lov- og forskriftsverket på. Det er derfor viktig å understreke at forordningstekster som innlemmes i lov- og forskrift ved inkorporasjon har samme rettslige status som regelverket de innlemmes i. De er med andre ord en del av det norske lovverket med samme rettslige status som andre bestemmelser. En utfordring knyttet til at forordninger skal innlemmes i lov- og forskriftsverket ved inkorporasjon, er at regelverket, i hvert fall i en overgangsperiode til det nye systemet er innarbeidet, vil kunne oppfattes som mindre tilgjengelig fordi reglene ikke fremkommer i en samlet tekst.

I likhet med øvrige nye forordninger og direktiver på finansområdet, gir prospektforordningen regler som fastsetter at nasjonale myndigheter skal ha nærmere angitte tilsynsvirkemidler og konkrete administrative sanksjoner til rådighet. Prospektforordningen gir imidlertid ikke i seg selv noen myndighet til nasjonale myndigheter. Forordningens bestemmelser om tiltak og sanksjoner må således innarbeides i lovverket ved nasjonale bestemmelser.

1.3.3 Betydningen for norsk regelverk om prospekter

Prospektforordningen trer i kraft i EU 21. juli 2019. Prospektforordningens regler om unntak fra prospektplikt ved notering av verdipapirer som utgjør inntil 20 prosent av den noterte klassen av verdipapirer, samt innføring av krav om noteringsprospekt for aksjer som utstedes ved konverte-

ring av rettigheter, trådte imidlertid i kraft i EU allerede fra 20. juli 2017. I tillegg endres beløpsgrensen for plikt til å utarbeide tilbudsprospekt etter forordningen med virkning fra 21. juli 2018. I Norge vil endringene tre i kraft etter at prospektforordningen er tatt inn i EØS-avtalen. Det er inn tatt nærmere beskrivelse av disse endringene i kapittel 2.1 og 2.2.

Ettersom det nye prospektregelverket kommer i forordning, skal det innarbeides i verdipapirhandelloven ved inkorporasjon, eller henvisning. Eksisterende norske bestemmelser på området som er dekket av forordningen, må oppheves. På noen få områder åpner prospektforordningen uttrykkelig for at det kan gis nasjonale regler. Forordningen åpner blant annet for at nasjonale myndigheter innenfor et intervall mellom 1 million euro og 8 millioner euro, kan fastsette beløpsgrensen for plikt til å utarbeide tilbudsprospekt etter forordningen, se nærmere under kapittel 2.1. Det gis adgang til å innføre nasjonale informasjonskrav for tilbud som faller utenfor forordningens virkeområde (altså for tilbud utenfor den nasjonalt fastsatte beløpsgrensen hvor prospektplikt etter forordningen inntreffer). Det er følgelig adgang, men ikke plikt til, å opprettholde de nasjonale reglene om prospektplikt.

Gjennomføring av prospektforordningen innebærer at verdipapirhandellovens kapittel 7 må erstattes med forordningens regler på området for EØS-prospekt, mens det er adgang til å utarbeide nasjonale regler for tilbud som faller under forordningens beløpsgrense. Utenfor forordningens virkeområde må det vurderes om dagens regler skal videreføres, oppheves og/eller erstattes med nye regler. Tilsvarende gjelder for de utfyllende reglene i verdipapirforskriften. Der forordningen åpner for valg, vil utvalget løpende vurdere om det er hensiktsmessig med nasjonale regler og plasseringen av disse i lov og forskrift. Utvalget foreslår at prospektforordningen inkorporeres ved henvisning i verdipapirhandellovens kapittel 7. Til forordningen vil det utarbeides flere kommisjonsforordninger. Disse er ikke vedtatt av Kommisjonen, men utvalget vil foreslå forskriftshjemler slik at de kan inkorporeres ved henvisning i verdipapirforskriften når de foreligger.

At de gjeldende reglene for EØS-prospekt oppheves og erstattes med forordningsteksten innebærer ikke nødvendigvis at det skjer materielle endringer. På mange områder viderefører prospektforordningen reglene i prospektdirektivet og endringsdirektivet uendret, slik disse er innarbeidet i verdipapirhandellovens kapittel 7 med tilhø-

⁴ Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) No 596/2014 and (EU) 2017/1129 as regards the promotion of the use of SME growth markets (COM(2018) 331 final)

rende forskrifter. Hvilke endringer prospektforordningen medfører drøftes løpende i utredningen.

Forordningens regler om tilsyn og sanksjoner krever som nevnt nasjonal gjennomføring. Forordningen fastsetter at EØS-statene skal sørge for at det utarbeides regler med et nærmere angitt innhold. Dagens verdipapirhandellov inneholder bestemmelser som gir hjemmel for både administrative og strafferettslige reaksjoner ved brudd på prospektreglene. Utvalget vil vurdere de norske reglene om tilsyn og sanksjoner i lys av forordningen og utvalgets samlede gjennomgang av sanksjonsreglene i NOU 2017: 14.

1.4 De viktigste endringene som følger av prospektforordningen

1.4.1 Innledning

De overordnede formål med endringene som følger av prospektforordningen er å harmonisere og forenkle de regler som gjelder for krav til informasjonsgivning i forbindelse med tilbud om tegning eller kjøp samt ved notering av omsettelige verdipapirer i EØS-området. Sentrale mål med de nye reglene er å redusere kostnadene og dokumentasjonsbyrden for utstedere, samtidig som hensynet til tilstrekkelig investorbeskyttelse ivaretas. Forordningen utgjør et viktig element i etableringen av kapitalmarkedsunionen.

Prospektforordningen medfører viktige endringer i dagens regelverk, herunder endringer i virkeområdet for prospektreglene og relevante unntaksregler. Det innføres også nye former for prospekt som skal gi enklere tilgang til kapital for små og mellomstore bedrifter. Videre innføres forenklete prospektkrav og mulighet for raskere godkjennelsesprosess for noterte utstedere gjennom innføring av regelverk for universelt registreringsdokument.

1.4.2 Endring i beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud

Beløpsgrensen for krav om EØS-prospekt ved tilbud ble i gjeldende rett hevet fra 2,5 millioner euro til 5 millioner euro, beregnet over en 12 måneders periode, ved lov av 22. juni 2012 nr. 35. Bakgrunnen for endringen var at det i endringsdirektivet fra 2010 ble gitt adgang til å øke grensen til 5 millioner euro. Prospektforordningen åpner for at det kan gjøres ytterligere endringer i beløpsgrensen for prospektplikt. Forordningen gir adgang til at det i nasjonal rett kan fastsettes en beløpsgrense for plikt til å utarbeide EØS-prospekt for tilbud på mel-

lom 1 million euro og 8 millioner euro. EØS-stater som benytter seg av adgangen til å fastsette en høyere nasjonal grense for å utarbeide EØS-prospekt enn 1 million euro, har plikt til å gi melding til ESMA om den grensen som er vedtatt i nasjonale regler, og eventuelt senere endringer av denne grensen. Tilbud som i medhold av nasjonale regler fremsettes uten at forordningens regler om EØS-prospekt er fulgt, kan ikke benyttes grensekryssende innenfor EØS-området. Dersom tilbud skal fremmes grensekryssende innenfor EØS-området, må det derfor på frivillig basis utarbeides et EØS-prospekt som godkjennes i medhold av prospektforordningen artikkel 4. Det er ikke adgang til å fastsette nasjonale regler som innebærer krav om EØS-prospekt for tilbud med et samlet vederlag på under 1 million euro beregnet over en 12 måneders periode. Adgangen til å fastsette nasjonale informasjonskrav for tilbud med et samlet vederlag under beløpsgrensen for krav om EØS-prospekt opprettholdes, såfremt slike informasjonskrav ikke innebærer en uforholdsmessig eller unødvendig byrde.

1.4.3 Endringer i unntakene fra prospektplikt

Etter dagens regler er det unntak fra kravet om EØS-prospekt ved notering av aksjer som representerer inntil 10 prosent av kapitalen i en allerede notert aksjeklasse, beregnet over en 12 måneders periode. Det gjelder i tillegg et generelt unntak fra kravet om å utarbeide EØS-prospekt ved notering av aksjer som utstedes ved bruk av rettigheter til aksjer, såfremt aksjer i samme klasse allerede er notert. For sistnevnte er det ingen grense på 10 prosent for å unngå krav om EØS-prospekt. Rettighetene som omfattes er omsettelige verdipapirer som gir rett til å erverve omsettelige verdipapirer. Dette omfatter blant annet konvertible obligasjoner og tradisjonelle tegningsretter som utstedes i forbindelse med vedtatte kapitalforhøyelser samt «warrants» og frittstående tegningsretter som utstedes uten tilknytning til en konkret beslutning om kapitalforhøyelse.

Forordningen utvider unntaksbestemmelsen slik at grensen for fritak for prospektplikt heves til 20 prosent og utvides til å omfatte alle typer omsettelige verdipapirer, og ikke bare aksjer. Samtidig snevres unntaket inn ved at aksjer som utstedes ved bruk av rettigheter til aksjer skal inngå i beregningen av grensen på 20 prosent. Prospektforordningen innebærer dermed at aksjer som utstedes etter bruk av rettigheter som gir rett til å erverve omsettelige verdipapirer, nå vil være omfattet av prospektplikt dersom det

totale antall verdipapirer som utstedes i løpet av en 12 måneders periode utgjør 20 prosent eller mer av den noterte klassen verdipapirer.

1.4.4 Endring i krav til sammendrag

Prospektforordningen innebærer endringer i kravene til innhold i og utforming av sammendraget i et EØS-prospekt. På overordnet basis skal sammendraget inneholde nøkkelinformasjon som investorer trenger for å forstå arten av og sentrale risiki knyttet til utstederen, garantistene og verdipapirene som tilbys eller tas opp til notering på regulert marked. Det innføres en maksimal grense på 7 A 4-sider og spesifikke krav til inndeling av og rekkefølgen på fremstillingen av informasjon. Det stilles krav om at sammendraget ikke skal være en ren sammenstilling av informasjon som ellers fremgår av prospektet. Endringene innebærer større krav både med hensyn til utforming av og innhold i sammendraget enn de reglene som gjelder i dag.

1.4.5 Nye regler om universelt registreringsdokument

For utstedere notert på regulert marked eller tatt opp til handel på multilateral handelsfasilitet (MHF), innføres det adgang til årlig å utarbeide et universelt registreringsdokument som beskriver selskapets organisasjon, virksomhet, finansielle situasjon, inntekter og framtidsutsikter, eierstyring og selskapsledelse, og aksjonærstruktur. Der en utsteder har fått godkjent og registrert et universelt registreringsdokument i to etterfølgende regnskapsperioder, kan nytt universelt registreringsdokument registreres uten forutgående godkjenning. Slike utstedere vil også anses som regelmessige utstedere (frequent issuers) og vil være berettiget til raskere godkjenningsprosess for prospekter. Utstedere vil løpende kunne publisere tillegg til et universelt registreringsdokument. Der et universelt registreringsdokument er godkjent eller registrert senest 4 måneder etter regnskapsårets utløp, vil dette tilfredsstille kravet til publisering av revidert årsrapport. Tilsvarende gjelder også for halvårsrapporten, der et universelt registreringsdokument er godkjent eller registrert innenfor den fristen som gjelder for publisering av halvårsrapport etter nasjonale regler som gjennomfører rapporteringsdirektivet. Utstedere som kvalifiserer som regelmessige utstedere, må årlig publisere universelt registreringsdokument for å opprettholde statusen som regelmessige utstedere.

1.4.6 Innføring av regler for EØS-vekstprospekt

Det innføres en ny type prospekt – EØS-vekstprospekt (EU Growth prospectus) – som gir forenklede innholdskrav for enkelte utstedere, forutsatt at de ikke har finansielle instrumenter tatt opp til notering på regulert marked. Dette gjelder SMB og utstedere tatt opp til handel på vekstmarkeder for små og mellomstore bedrifter (heretter vekstmarked for SMB) med en gjennomsnittlig markedsverdi på under 500 millioner euro. I tillegg omfattes andre utstedere dersom det er tale om tilbud med et samlet vederlag på mindre enn 20 millioner euro beregnet over en periode på 12 måneder og betinget av (i) at utstederen ikke har verdipapirer tatt opp til handel på en MHF og (ii) at antall ansatte hos utstederen ikke overstiger 499 per utløpet av siste regnskapsår.

EØS-vekstprospekt skal utarbeides på standardisert format, og det forutsettes i forordningen at innholdskravene skal innebære vesentlige forenklinger sett opp mot de innholdskravene som gjelder for EØS-prospekter på generelt grunnlag. Forslag til innholdskrav for EØS-vekstprospekt ble fremmet av ESMA den 28. mars 2018, og er nærmere omtalt i utredningens kapittel 4.3. Det forventes at kommisjonsforordning som inneholder nærmere regler vil bli fastsatt innen 21. januar 2019.

SMB er i prospektforordningen definert som selskaper som basert på siste årsregnskap eller konsernregnskap oppfyller to av tre vilkår; (i) gjennomsnittlig antall ansatte gjennom regnskapsåret på færre enn 250 personer, (ii) balansesum som ikke overstiger 43 millioner euro og (iii) en omsetning som ikke overstiger 50 millioner euro. I tillegg omfattes foretak som faller inn under definisjonen av SMB i medhold av MiFID II artikkel 4 første ledd punkt 13. Dette omfatter selskap som har en gjennomsnittlig markedsverdi på under 200 millioner euro beregnet på grunnlag av sluttkursen for de tre foregående kalenderårene. Det vises til nærmere omtale i NOU 2017: 1 kapittel 3.5.

1.4.7 Forenklede innholdskrav for noterte utstedere

Det innføres forenklede innholdskrav ved offentlige tilbud eller opptak til notering på regulert marked for allerede noterte utstedere, der det gjennomføres etterfølgende utstedelser. De forenklede innholdskravene gjelder både for tilbudsprospekt og noteringsprospekt og omfatter utste-

dere som har vært notert på regulert marked eller vekstmarked for SMB sammenhengende i en periode på minst 18 måneder. Det forventes at kommisjonsforordning som inneholder nærmere regler om innhold i og utforming av EØS-prospekt etter de forenklede innholdskravene, vil bli fastsatt innen 21. januar 2019.

1.4.8 Tilsyn og sanksjoner

Prospektforordningen innebærer enkelte endringer i kravene til tilsynsmyndighetens virkemidler og kompetanse. Bestemmelsene om tilsynsmyndighetenes plikt til å samarbeide med hverandre og med ESMA er også videreutviklet, uten at det medfører behov for endringer i verdipapirhandelloven.

Sanksjonsreglene endres imidlertid på vesentlige punkter. Det legges opp til økt grad av harmonisering, idet det stilles krav om at tilsynsmyndigheten har bestemte minimumssanksjoner til rådighet ved overtredelse av forordningen. Blant annet legges det opp til regler om overtredelsesgebyrer. Sanksjoner skal kunne ilegges både enkeltpersoner og foretak som har brutt regelverket.

1.4.9 Utfyllende rettsakter

Etter prospektforordningen skal Kommisjonen vedta kommisjonsforordninger som vil utfylle forordningens regler om EØS-prospekt på en rekke områder. Forut for avgivelsen av denne utredningen har ESMA⁵ fremmet forslag⁶ om utfyllende rettsakter for format og innhold i EØS-prospekt (forordningen artikkel 13), format og innhold i EØS-vekstprospekt (forordningen artikkel 15) og for kontroll og godkjenning av EØS-prospekt (forordningen artikkel 20).

Kommisjonen skal videre vedta kommisjonsforordninger med utfyllende regler om følgende:

- kontroll og godkjenning av universelt registreringsdokument, tillegg til slikt dokument, samt vilkår om bortfall av status som regelmessig utsteder (forordningen artikkel 9),
- innhold i universelt registreringsdokument (forordningen artikkel 13) og
- forenklet informasjon i forenklet prospekt for etterfølgende tilbud (forordningen artikkel 14).

Kommisjonen er videre gitt fullmakt til å vedta kommisjonsforordninger med utfyllende regler om følgende:

- minimum informasjon som skal inngå i dokument som skal offentliggjøres ved utstedelse eller opptak til notering av omsettelige verdipapirer i forbindelse med overtakelsestilbud og ved fusjon eller fisjon (forordningen artikkel 1),
- innhold i og krav til utforming av finansiell nøkkelinformasjon som skal inngå i sammendrag til prospekt (forordningen artikkel 7),
- utvalg og fremstilling av risikofaktorer (forordningen artikkel 16),
- adgang til å utelate informasjon i prospekt (forordningen artikkel 18),
- oppdatering av informasjon som er inntatt ved henvisning (forordningen artikkel 19),
- publisering av prospekt (forordningen artikkel 21),
- publisering av annonser og samarbeid med prospektmyndighetene i land der annonsene distribueres (forordningen artikkel 22),
- tillegg til prospekt (forordningen artikkel 23),
- portal for melding om grensekryssende EØS-prospekt (forordningen artikkel 25),
- forordning om ekvivalensvurdering for tredjestatsutstedere (forordningen artikkel 29),
- samarbeidsavtaler med tredjestatsmyndigheter (forordningen artikkel 30), og
- informasjonsutveksling mellom prospektmyndighetene (forordningen artikkel 33).

Kommisjonsforordninger i medhold av prospektforordningen forventes å bli vedtatt av Kommisjonen innen 21. januar 2019.

1.5 Nærmere om begrepsbruk i utredningen

Både i gjeldende regelverk for prospekter og i prospektforordningen benyttes mange ulike begreper om prospekter. De ulike begrepene har betydning for virkningen av regelverket og utvalget har derfor vurdert at det er hensiktsmessig å klargjøre hva som menes med enkelte begreper og hvilken betydning de har.

Med *EØS-prospekt* menes prospekt som etter gjeldende rett utarbeides etter nasjonale regler som gjennomfører prospektdirektivet. Ved gjennomføringen av prospektforordningen i norsk rett, vil begrepet EØS-prospekt knyttes til prospekter som utarbeides i medhold av prospektforordningen. Et EØS-prospekt kan enten utarbei-

⁵ European Securities and Markets Authority

⁶ ESMA 31-62-800 Technical advice under the Prospectus Regulation

des som et samlet dokument, eller som et tredelt dokument som da skal bestå av et *registreringsdokument* (informasjon om utsteder og utsteders virksomhet), et *verdipapirdokument* (informasjon om de omsettelige verdipapirene som omfattes av tilbudet eller opptaket til notering samt informasjon om tilbudet og/eller opptaket til notering) og et *sammendrag*.

Et EØS-prospekt kan være både et *tilbudsprospekt* og et *noteringsprospekt*. Begrepet tilbudsprospekt benyttes om prospekter som utarbeides i forbindelse med et tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer til allmennheten, uavhengig av om utstederen er notert på regulert marked eller ikke. Begrepet noteringsprospekt benyttes om prospekter som utarbeides i forbindelse med opptak til notering av omsettelige verdipapirer på regulert marked. Denne prospektformen benyttes derfor kun av utstedere som er eller som skal noteres på regulert marked. Når en utsteder som er notert på regulert marked, retter et tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer til allmennheten, og de verdipapirer som omfattes av tilbudet deretter skal tas opp til notering på regulert marked, vil utsteder være forpliktet til å utarbeide både tilbudsprospekt og noteringsprospekt. Dette vil normalt gjøres som et kombinert dokument der EØS-prospektet dekker både kravene til et tilbudsprospekt og til et noteringsprospekt.

Tilbudsprospekt og noteringsprospekt er underlagt ulike regler for bl.a. innholdskrav og unntak fra prospektplikt. Herunder gjelder beløpsgrensen for krav om EØS-prospekt kun i tilknytning til tilbudsprospekt, og ikke noteringsprospekt.

Et *grunnprospekt* er etter gjeldende rett et EØS-prospekt som kan utarbeides av kredittinstitusjoner som utsteder ikke-aksjerelaterte verdipapirer løpende eller gjentatte ganger. Prospektforordningen innebærer at grunnprospekter kan

utarbeides også av andre typer utstedere i forbindelse med tilbud og notering om kjøp eller tegning av ikke-aksjerelaterte verdipapirer som utstedes løpende eller gjentatte ganger.

Et *nasjonalt prospekt* (tidligere kalt registreringsprospekt) er, i motsetning til et EØS-prospekt, et prospekt som utarbeides etter nasjonale regler for tilbud som faller utenfor EØS-reglens anvendelsesområde. Et nasjonalt prospekt vil bare utarbeides i tilknytning til et tilbud til allmennheten. Ved opptak til notering av verdipapirer på regulert marked gjelder krav om noteringsprospekt etter reglene for EØS-prospekt.

Med prospektforordningen innføres nye regler om *universelle registreringsdokumenter* som kan publiseres løpende av utstedere tatt opp til notering på regulert marked, uten tilknytning til et konkret tilbud. Utstedere som har publisert et universelt registreringsdokument i to etterfølgende regnskapsår, vil kvalifisere som «regelmessige utstedere» og dermed være berettiget til raskere godkjenningssprosess for EØS-prospekter.

EØS-vekstprospekt er en ny og forenklet prospektform som kan benyttes av særskilt angitte utstedere, såfremt de ikke har finansielle instrumenter tatt opp til notering på regulert marked.

Med *aksjerelaterte verdipapirer*, slik dette begrepet benyttes i tilknytning til prospektforordningen, menes aksjer og andre omsettelige verdipapirer som kan likestilles med aksjer, samt andre typer omsettelige verdipapirer som gir rett til å erverve slike verdipapirer gjennom utøvelse eller konvertering. Sistnevnte verdipapirer omfattes såfremt de er utstedt av samme utsteder som det underliggende verdipapiret eller selskap i samme konsern. *Ikke-aksjerelaterte verdipapirer* er alle andre typer omsettelige verdipapirer. Begrepene samsvarer med definisjonen av «equity securities» og «non-equity securities» i prospektforordningen artikkel 2 bokstav b).

Kapittel 2

Prospektplikt etter prospektforordningen

2.1 Krav om EØS-prospekt ved tilbud om tegning eller kjøp

2.1.1 Innledning

Etter gjeldende rett skal det utarbeides prospekt etter verdipapirhandellovens kapittel 7 for tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer som rettes til 150 personer eller flere i det norske verdipapirmarkedet og som gjelder et tilbud med et samlet vederlag på minst 1 million euro.

Plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer er regulert i verdipapirhandelloven § 7-2 jf. § 7-13 og verdipapirforskriften § 7-13 som gjennomfører prospektdirektivet og endringsdirektivet i norsk rett. Verdipapirhandelloven § 7-2 jf. § 7-13 og verdipapirforskriften § 7-14 gjelder krav om utarbeidelse av nasjonale prospekter (i gjeldende rett kalt registreringsprospekter) for tilbud som faller under beløpsgrensen som er satt for plikt til å utarbeide EØS-prospekt (5 millioner euro).

Verdipapirlovutvalget skal ta stilling til gjennomføring av prospektforordningen i norsk rett, herunder hvilken beløpsgrense for plikt til å utarbeide tilbudsprospekt som skal gjelde etter gjennomføringen. Utvalgets vurderinger knyttet til tilbudsprospekter etter prospektforordningen fremgår av utredningens kapittel 2.1.2 til 2.2.3. Herunder behandler utvalget spørsmål knyttet til beløpsgrensen for prospektplikt, hvilke finansielle instrumenter som omfattes av prospektplikt, samt hvilke unntak som skal gjelde.

Utvalget skal videre vurdere om det fortsatt skal gjelde krav om nasjonale prospekter ved tilbud som ikke omfattes av reglene om plikt til å utarbeide EØS-prospekt, herunder beløpsgrensen for plikt til å utarbeide nasjonale prospekter. Behovet for lov- og forskriftsbestemmelser for disse prospektene må vurderes. Utvalgets utredning knyttet til nasjonale prospekter, herunder beløpsgrense for nasjonale prospekter, er gjort i sammenheng med og må sees i lys av utvalgets vurderinger knyttet til beløpsgrensen for plikt til å

utarbeide EØS-prospekt ved tilbud. Tilsvarende gjelder for utvalgets vurderinger knyttet til finansielle instrumenter som omfattes av prospektplikt etter reglene for nasjonale prospekter, samt hvilke unntak som bør gjelde. Utvalget behandler nasjonale prospekter i kapittel 11.

2.1.2 Beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om tegning eller kjøp

2.1.2.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende rett skal det utarbeides EØS-prospekt for tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer som gjelder et samlet vederlag på 5 millioner euro eller mer, beregnet over en periode på 12 måneder. EØS-prospekt skal utarbeides etter reglene i verdipapirhandelloven §§ 7-7 følgende, som gjennomfører prospektdirektivet i norsk rett.

EØS-prospekter skal etter verdipapirhandelloven §§ 7-7 og 7-8 godkjennes av prospektmyndigheten før tilbudet kan fremsettes. Finanstilsynet er prospektmyndighet. Dette fremgår av verdipapirhandelloven § 7-8 sjette ledd.

2.1.2.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen medfører endring i rammene for hvilken beløpsgrense nasjonalstatene kan sette for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om tegning eller kjøp. Etter prospektforordningen artikkel 1 nr. 3 vil tilbud med et samlet vederlag på 1 million euro eller mer i løpet av en 12 måneders periode, falle innenfor prospektforordningens virkeområde, og nasjonalstatene kan ikke sette beløpsgrensen lavere enn dette. Den øvre rammen for nasjonalstatenes beløpsgrense er 8 millioner euro, jf. artikkel 3 nr. 4. Til sammenligning var nedre ramme etter prospektdirektivet 100 000 euro, og øvre ramme var 5 millioner euro. Som etter gjeldende rett kan nasjonalstatene kun sette beløpsgrense for plikt

til å utarbeide tilbudsprospekt, og ikke noteringsprospekt.

Tilbud som fremmes uten at det foreligger EØS-prospekt, vil ikke kunne benyttes grensekryssende innenfor EØS-området. For å fremme et tilbud grensekryssende i EØS-området, kan det imidlertid utarbeides et EØS-prospekt i medhold av prospektforordningen artikkel 4 (frivillig prospekt). For tilbud med et samlet vederlag på 8 millioner euro eller mer, vil prospektforordningen gjelde fullt ut og det vil ikke være adgang til å gi nasjonale regler.

Det innføres en plikt for EØS-stater som benytter adgangen til å fastsette beløpsgrensen for prospektplikt etter prospektforordningen mellom 1 million euro til 8 millioner euro, til å gi melding til Kommisjonen og ESMA om slik beslutning samt om den grensen som skal gjelde. Det er videre fastsatt en plikt til å opplyse Kommisjonen og ESMA om eventuelle senere endringer knyttet til beløpsgrensen. For Norges del legger utvalget til grunn at EØS-tilpasninger vil innebære at plikten til å varsle Kommisjonen vil erstattes med en plikt til å varsle EFTAs overvåkingsorgan.

2.1.2.3 Utvalgets vurderinger

Etter gjeldende rett stilles det krav om EØS-prospekt for tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer med et samlet vederlag på 5 millioner euro eller mer i løpet av en 12 måneders periode. Beløpsgrensen samsvarer med øvre grense for prospektplikt etter gjennomføring av endringsdirektivet i 2010, der rammen for å gi nasjonale regler om beløpsgrense ble utvidet fra 2,5 millioner euro til 5 millioner euro. Prospektforordningen åpner på tilsvarende måte for at nasjonalstatene kan fastsette hvilken beløpsgrense som skal gjelde for krav om EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer, innenfor en ramme på 1 million euro og 8 millioner euro. Bakgrunnen for at det opprettholdes nasjonal valgfrihet på dette området er nærmere omtalt i forordningens fortale avsnitt 13:

«(13) Furthermore, in view of the varying sizes of financial markets across the Union, it is appropriate to give Member States the option of exempting offers of securities to the public not exceeding EUR 8 000 000 from the obligation to publish a prospectus as provided for in this Regulation. In particular, Member States should be free to set out in their national law a threshold between EUR 1 000 000 and EUR 8 000 000, expressed as the total consideration

of the offer in the Union over a period of 12 months, below which the exemption should apply taking into account the level of domestic investor protection they deem to be appropriate. (...)»

Her legges det til grunn den varierende størrelsen på de ulike finansmarkedene i Europa tilsier at EØS-statene innenfor visse rammer bør ha frihet til å fastsette grensen på nasjonalt nivå for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer.

Utvalget har på denne bakgrunn vurdert om adgangen til å fastsette en nasjonal beløpsgrense for EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer bør benyttes. Herunder har utvalget vurdert om det er hensiktsmessig å sette en annen beløpsgrense enn den som gjelder i dag. Utvalget har følgelig vurdert om beløpsgrensen skal senkes, slik at den settes til et beløp på mellom 1 million euro og 5 millioner euro, eller om grensen skal fastsettes på et høyere nivå, dvs. inntil 8 millioner euro. Spørsmålet om beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer har nær sammenheng med spørsmålet om og i hvilket omfang det skal utarbeides nasjonale regler om informasjonskrav for tilbud som faller under den fastsatte grensen for EØS-prospekt (nasjonale prospekter). En heving av beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt vil kunne øke behovet for nasjonale regler. Utvalgets vurdering av disse spørsmålene må således sees i sammenheng. Utvalgets vurderinger knyttet til nasjonale prospekter er nærmere omtalt i kapittel 11.

Når det gjelder spørsmålet om beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer bør senkes ned mot 1 million euro, bemerker utvalget at en slik løsning vil kunne gi økt investorbeskyttelse fordi flere tilbud enn i dag blir gjort til gjenstand for de mer omfattende informasjonskrav som følger av reglene for EØS-prospekt. På den annen side er finansiering i kapitalmarkedet kostbart, og en ikke ubetydelig del av kostnadene som oppstår i forbindelse med en kapitalinnhenting relaterer seg til utarbeidelse av EØS-prospekt. Kostnadene knyttet til utarbeidelse av EØS-prospekt vil normalt ikke påvirkes av eller endres som følge av størrelsen på kapitalen som innhentes, fordi innholdskravene i EØS-prospekt ikke påvirkes av størrelsen på kapitalen som søkes innhentet. Kostnadene for utarbeidelse av prospekt ved en mindre kapitalinnhenting vil dermed rela-

tivt sett utgjøre en større prosentvis andel av kapitaltilførselen enn ved gjennomføring av en større kapitalinnhenting.

I sum varierer kostnadene ved utarbeidelse av EØS-prospekt fra 100 000 kroner for de enkleste transaksjonene, til rundt 1 million kroner eller mer for internasjonale transaksjoner, med en hovedtyngde på rundt 300 000 kroner til 600 000 kroner for de aller fleste EØS-prospektene. Kostnadene kan imidlertid bli betydelig høyere, særlig der det er behov for omarbeiding av regnskaper, eller ved utforming av pro-forma eller sammenstilt finansiell informasjon. Tilsvarende gjelder der internasjonale tilretteleggere er involvert og stiller krav om verifikasjon av informasjon i prospektet. I tillegg vil normalt utarbeidelse av EØS-prospekt være ressurs- og tidkrevende for selskapene. Det kan dermed være utfordrende for selskapene å hente inn nødvendig kapital raskt, noe som ofte innebærer at selskapene enten velger å strukturere tilbudet i samsvar med relevante unntaksbestemmelser fra krav om EØS-prospekt, eller velger å hente et lavere beløp eller finne alternative finansieringskilder som ikke krever EØS-prospekt.

Selv om prospektforordningen gjennomfører en rekke forenklinger som har til formål å lette dokumentasjonsbyrden for små og mellomstore utstedere eller tilbydere, herunder nye regler om EØS-vekstprospekter og ytterligere forenklede krav til vekstprospekter for SMB, vil det fortsatt være både krevende og kostbart å utarbeide et EØS-prospekt. En senkning av beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer, vil dermed etter utvalgets vurdering innebære en betydelig merkostnad for selskapene. Av prospektforordningens fortale avsnitt 1 fremgår det at formålet med kapitalmarkedsunionen, som prospektforordningen er del av, er å hjelpe virksomheter med å nyttiggjøre seg mer diversifiserte kapitalkilder i EØS-området, å gjøre markedene mer effektive, og å tilby investorer og sparere flere muligheter til å plassere penger for å styrke vekst og skape arbeidsplasser. En senkning av beløpsgrensen vil ha motsatt effekt. I tillegg kommer at fortalen til prospektforordningen fremhever at spennet for de nasjonale myndigheters valgfrihet er satt for å ta høyde for behovene i både de minste og de største kapitalmarkedene i EØS-området.

Det norske markedet ligger størrelsesmessig «midt i sjiktet» i europeisk sammenheng. Å senke beløpsgrensen mot lavest mulig nivå bør dermed begrunnes i særlige hensyn, gitt at det bærende

hensyn bak forenklingen av reglene om plikt til å utarbeide EØS-prospekt er å redusere kostnadene forbundet med finansiering i kapitalmarkedet. Utvalget kan ikke se at det foreligger særlige hensyn som kan begrunne at plikten til å utarbeide EØS-prospekt skal utvides i forhold til det som gjelder i dag.

Utvalget har også vurdert om beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer bør heves. Utvalget er i dette spørsmålet delt i et flertall og et mindretall.

Et *flertall* av utvalget bestående av Truyen, Solem, Stray, Nygaard og Sigurdson foreslår at beløpsgrensen heves til det maksimalt tillatte etter prospektforordningen, dvs. 8 millioner euro. Flertallet har vurdert at hensynet til et effektivt kapitalmarked tilsier at man bør benytte det fulle handlingsrom etter prospektforordningen. Det norske kapitalmarkedet er kjennetegnet ved at det gjennomføres relativt mange kapitalinnhenting. Flere av disse vil kunne gjøres uten prospekt hvis grensen heves noe. Dette vil medføre lavere kostnader for utstederen og en raskere tilgang til kapitalen. Det siste momentet er ofte viktig i de situasjoner der man ønsker å benytte seg av et vindu i markedet hvor prisingen av verdipapirene og tilgangen på kapital er særlig god. Prospektforordningen er som nevnt en viktig brikke i kapitalmarkedsunionen, og den fleksible beløpsgrensen er en av mulighetene nasjonale myndigheter har til å gjøre lempinger i forhold til dagens regelverk. Videre er et relativt lite finansmarked avhengig av å ha konkurransekraft mot andre større kapitalmarkeder for å tiltrekke seg selskaper, investorer og kapital. Beløpsgrensen er én av mulighetene for å skape større konkurransekraft ovenfor andre markeder. Utvalgets flertall viser også til at gjeldende beløpsgrense på 5 millioner euro har stått stille siden 2012, og at denne beløpsgrensen ikke lenger kan anses representativ for størrelsen på tilbud som bør være gjenstand for den informasjonsplikt og kontroll som reglene for EØS-prospekt innebærer.

Et mindretall, bestående av Bjerkestrand, Skallerud, Vidjeland og Grandal foreslår at dagens beløpsgrense på 5 millioner euro for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer, opprettholdes. Slik mindretallet ser det, tilsier hensynet til investorbeskyttelsen at det bør utvises varsomhet med å øke beløpsgrensen ut over det som gjelder i dag. Mindretallet viser til at adgangen til å fastsette nasjonal beløpsgrense er satt av hensyn til forskjellene mellom de ulike finansmarkedene i EØS-områ-

det, hvor mindre finansmarkeder kan velge en lavere beløpsgrense enn de større markedene. EU-landene må innen sommeren 2018 ta stilling til hvilken beløpsgrense de velger for EØS-prospekter og offentliggjøre sitt valg. Opplysninger om foreløpige vurderinger fra de øvrige landene, kan tyde på at et stort antall land vil velge 5 millioner euro eller lavere grense for EØS-prospekt. Flere av disse har kapitalmarkeder som er størrelsesmessig «midt i sjiktet», og som størrelsesmessig kan sammenlignes med det norske markedet. Mindretallet ser det ikke naturlig å legge opp til at beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt i det norske kapitalmarkedet umiddelbart skal legges på aller øverste nivå, hvor hovedtyngden ventes å være de største kapitalmarkedene i Europa.

Det er verd å merke seg at Sverige, som er det største kapitalmarkedet i Norden, i mange år har hatt en grense for plikt til å utarbeide EØS-prospekt på 2.5 millioner euro. I tillegg bemerker mindretallet at selv om prospektene mellom 5 og 8 millioner euro er relativt få, gjelder de ofte selskaper av en mer begrenset størrelse og hvor behovet for den kontroll og godkjenning som følger av EØS-regelverket normalt vil være stor. Mindretallet legger således til grunn at de noe mindre selskapene med færre ressurser bør omfattes av kravene til EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer, med tilhørende kontroll og godkjenning, slik at informasjonen fra disse er lik informasjonen de store selskapene offentliggjør. Mindretallet mener at behov for investorbeskyttelse i alle fall er like stort for investorene i disse selskapene og kanskje endog større.

Et samlet utvalg foreslår at verdipapirhandelloven § 7-2 oppheves da denne vil erstattes av prospektforordningens regler. For så vidt gjelder nye regler om nasjonale prospekter vises det til kapittel 11. I tråd med flertallets standpunkt, foreslår utvalget at beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer fastsettes til 8 millioner euro. Se forslag til ny § 7-2 i verdipapirhandelloven om at et tilbud med samlet vederlag under 8 millioner euro i EØS over en 12 måneders periode jf. prospektforordningen artikkel 3, er unntatt fraplikten til å utarbeide EØS-prospekt.

2.1.3 Finansielle instrumenter som omfattes av krav til EØS-prospekt

2.1.3.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende rett omfatter prospektplikten tilbud som gjelder tegning eller kjøp av omsettelige

verdipapirer. Begrepet omsettelige verdipapirer er definert i verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd som videreføres etter gjennomføring av MiFID II med visse språklige endringer. Bestemmelsen omfatter de klasser av verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet, herunder aksjer og andre verdipapirer som kan likestilles med aksjer samt depotbevis for slike, obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter samt depotbevis for slike, og alle andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapirer, eller som gir rett til kontant oppgjør avregnet mot omsettelige verdipapirer, valutaer, rentesatser eller renteavkastning (yield), varer eller andre indekser eller andre referanser. Definisjonen av begrepet omsettelige verdipapirer svarer til MiFID II artikkel 4, nr. 1 punkt (44). Definisjonen er ikke uttømmende angitt, jf. begrepet «herunder». Det ble i forbindelse med den opprinnelige innføringen av bestemmelsen i norsk rett lagt til grunn at det ikke er avgjørende om verdipapiret rent faktisk er omsettelig. Det avgjørende er at det aktuelle instrumentet kan omsettes på kapitalmarkedet og at det således «etter sin art» er omsettelig.

2.1.3.2 Forventet EØS-rett

Det følger av prospektforordningen artikkel 3 første ledd at plikt til å utarbeide prospekt etter prospektforordningen gjelder tilbud om «verdipapirer» («Securities»). Begrepet *verdipapirer* er definert i artikkel 2 bokstav a) som «omsettelige verdipapirer» («transferable securities») som definert i MiFID II artikkel 4, nr. 1 punkt (44) med unntak av pengemarkedsinstrumenter som definert i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (17) med kortere løpetid enn 12 måneder. Begrepet «omsettelige verdipapirer» er definert som følger i MiFID II artikkel 4 nr. 1 punkt (44):

«transferable securities' means those classes of securities which are negotiable on the capital market, with the exception of instruments of payment, such as:

(a) shares in companies and other securities equivalent to shares in companies, partnerships or other entities, and depositary receipts in respect of shares;

(b) bonds or other forms of securitised debt, including depositary receipts in respect of such securities;

(c) any other securities giving the right to acquire or sell any such transferable securities or giving rise to a cash settlement determined

by reference to transferable securities, currencies, interest rates or yields, commodities or other indices or measures»

Definisjonen av «omsettelige verdipapirer» etter MiFID II videreføres uendret fra MiFID I. MiFID II artikkel 3. nr. 1 punkt (45) gir imidlertid en ny definisjon av depotbevis. Depotbevis er et av eksemplene på finansielle instrumenter som er omsettelige verdipapirer. Etter den nye bestemmelsen er depotbevis:

«Securities which are negotiable on the capital market and which represent ownership of the securities of a non-domiciled issuer while being able to be admitted to trading on a regulated market and traded independently of the securities of non-domiciled issuer»

Definisjonen er av særlig betydning for prospektregelverket fordi en stor andel av de aksjer som tilbys til kjøp eller tegning i Norge eller som søkes notert på norsk regulert marked er verdipapirer utstedt av utstedere etablert utenfor Norge. Slike utstedere vil ofte etter nasjonale regler være underlagt plikt til lokalt eierregister, hvilket innebærer at depotbevis, som representerer rettighet til underliggende aksje, må benyttes ved grensekryssende tilbud eller noteringer.

2.1.3.3 Utvalgets vurderinger

Begrepet «omsettelige verdipapirer» er et koblingsord som knytter prospektforordningens anvendelsesområde til definisjonen av omsettelige verdipapirer i MiFID II. Unntak gjelder for penge-markedsinstrumenter med kortere løpetid enn 12 måneder som er unntatt fra definisjonen av begrepet «verdipapirer» («Securities») i prospektforordningen artikkel 2 bokstav a). Prospektforordningen innebærer dermed at prospektplikt for penge-markedsinstrumenter med kortere løpetid enn 12 måneder bortfaller i sin helhet.

Definisjonen av omsettelige verdipapirer i MiFID II videreføres uendret fra MiFID I. Utvalget viser til behandlingen av definisjonen i Prop. 77 L (2017–2018) kapittel 4.2.5 og 4.2.3. Ettersom definisjonen av begrepet omsettelige verdipapirer følger definisjonen i MiFID II slik direktivet er gjennomført i norsk rett, med unntak av penge-markedsinstrumenter med kortere løpetid enn 12 måneder, er det utvalgets vurdering at det ikke er behov for å foreslå særskilte regler i verdipapirhandeloven kapittel 7 eller i verdipapirforskriftens regler om prospekt.

Innføring av en definisjon av depotbevis vil etter utvalgets syn ikke medføre store endringer i reglene om prospekt, da det allerede i dag gjelder krav om utarbeidelse av prospekt også ved tilbud om kjøp eller tegning av depotbevis. Utvalget bemerker imidlertid at den omstendighet at begrepet nå er definert, generelt vil innebære at det må gjøres en konkret vurdering av om det instrumentet som tilbys faller innenfor definisjonen av depotbevis.

Utvalget foreslår at verdipapirhandeloven § 7-2 oppheves idet den erstattes med prospektforordningens artikkel 3. For så vidt gjelder nye regler om nasjonale prospekter vises det til kapittel 11.

2.1.4 Unntak fra krav om EØS-prospekt ved tilbud om tegning eller kjøp

2.1.4.1 Gjeldende rett

For både EØS-prospekter og nasjonale prospekter er det et vilkår for at reglene skal komme til anvendelse at tilbudet rettes til 150 personer eller flere i det norske markedet, se verdipapirhandeloven § 7-2. Et tilbud som rettes til færre enn 150 personer faller således utenfor plikten til å utarbeide prospekt etter reglene i verdipapirhandeloven kapittel 7, da det ikke vil anses som «et tilbud rettet til allmennheten».

Etter verdipapirhandeloven § 7-4 gjelder det i tillegg en rekke unntak fra plikten til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer. Blant annet gjelder det unntak fra krav om EØS-prospekt ved tilbud som rettes kun til profesjonelle investorer, tilbud som gjelder verdipapirer som legges ut i enkeltstørrelser med pålydende verdi eller krav om vederlag på minst 100 000 euro, samt tilbud som rettes til nåværende eller tidligere ansatte eller styremedlemmer på visse vilkår. Det gjelder også unntak fra krav om EØS-prospekt der tilbudet fremsettes i forbindelse med fusjon, fisjon eller annen deling av selskapet samt der tilbudet gjelder verdipapirer som tilbys som vederlag ved oppkjøp. I begge disse tilfellene er unntaket betinget av at det foreligger et dokument som prospektmyndigheten anser at gir tilsvarende opplysninger som i EØS-prospekt.

Ut over de generelle unntakene som gjelder fra krav om EØS-prospekt, kan prospektmyndigheten ved dispensasjon gjennom enkeltvedtak eller forskrift gi unntak fra reglene om tilbud som gjelder:

- verdipapirer utstedt av ideelle organisasjoner med sikte på å innhente midler til allmenntilgitt formål,

- obligasjoner utstedt av fylkeskommune eller kommune eller tilsvarende myndigheter i en annen EØS-stat,
- verdipapirer garantert av fylkeskommune eller kommune, eller tilsvarende myndigheter i en annen EØS-stat,
- ikke-aksjerelaterte verdipapirer utstedt av offentlige internasjonale organer der én eller flere EØS-stater er medlem,
- obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter med løpetid på under 12 måneder.

Prospektmyndigheten kan også gjøre unntak for tilbud om ikke-aksjerelaterte verdipapirer som utstedes fortløpende eller gjentatte ganger av kredittinstitusjoner, og som gjelder et totalbeløp tilbudt i EØS-land på mindre enn 75 millioner euro beregnet over en periode på 12 måneder.

2.1.4.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen viderefører i all hovedsak de generelle unntakene fra prospektplikt ved tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer som følger av prospektdirektivet og som er gjennomført i gjeldende rett. Gjeldende unntak fra plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved fusjon, fisjon eller annen deling av selskapet samt der verdipapirene tilbys som vederlag ved oppkjøp, endres imidlertid. Ved slike tilbud skal det etter prospektforordningen utarbeides et dokument som skal tilfredsstillere nærmere angitte krav som skal fastsettes i kommisjonsforordning. Dette innebærer at kravene til dokumentet standardiseres slik at det ikke lenger er opp til prospektmyndigheten i hver EØS-stat å fastsette hva som utgjør et dokument som gir tilsvarende opplysninger som i et EØS-prospekt (såkalt tilsvarende dokument).

Prospektforordningen inneholder ikke en generell dispensasjonshjemmel for prospektmyndigheten til å gi unntak fra krav om EØS-prospekt for enkelte tilbydere og/eller tilbud som gjelder enkelte omsettelige verdipapirer. Dette innebærer praktisk sett at den adgangen som i dag følger av verdipapirhandelloven § 7-6 første ledd nr. 5 til å gi dispensasjon fra krav om EØS-prospekt for obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter med kortere løpetid enn 12 måneder, bortfaller ved gjennomføring av prospektforordningen. Disse faller nå utenfor forordningens virkeområde. Etter gjeldende rett er imidlertid denne dispensasjonssadgangen kun innført med virkning for noteringsprospekt. Se utvalgets vurderinger i kapittel 2.2.3.

2.1.4.3 Utvalgets vurderinger

Forventet EØS-rett knyttet til unntak fra reglene om prospektplikt innebærer få endringer i forhold til dagens regulering. Relevante endringer vil omfatte bruk av tilsvarende dokument ved deling av vederlagsaksjer i tilknytning til oppkjøp eller fusjon, fisjon eller annen deling av selskapet. Foreløpig er det etter Finanstilsynets praksis kun informasjonsdokument som utarbeides i medhold av reglene om løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper, som er godkjent til bruk som tilsvarende dokument. Dette innebærer at det kun er utstedere notert på regulert marked i Norge som praktisk sett kan benytte seg av unntaket. Prospektforordningen innebærer at unntakene løsrives fra børsreglene, slik at også utstedere som ikke er notert på regulert marked i Norge, kan benytte seg av unntakene fra plikt til å utarbeide EØS-prospekt.

Videre utvides unntaket knyttet til tilbud til ansatte, ved at det ikke lenger er krav om at utstederen har hovedkontor eller forretningskontor i EØS, eller at en eventuell tredjestatsutsteder er notert på regulert marked eller på ekvivalent tredjestatsmarked. Etter nye regler er ikke pengemarkedsinstrumenter med kortere løpetid enn 12 måneder gjenstand for prospektplikt etter forordningen.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-2 oppheves da denne vil erstattes av prospektforordningens regler. For så vidt gjelder nye regler om unntak fra plikt til å utarbeide nasjonale prospekter, vises det til kapittel 11.

2.2 Krav om EØS-prospekt ved opptak til notering på regulert marked

2.2.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven § 7-3 skal det ved opptak til notering av omsettelige verdipapirer på norsk regulert marked, herunder kapitalforhøyelser i selskap med noterte aksjer, utarbeides prospekt etter reglene i verdipapirhandellovens kapittel 7. Tilsvarende gjelder der en utsteder hjemmehørende i Norge søker opptak til notering på regulert marked i annen EØS-stat og prospektet skal godkjennes etter reglene om EØS-prospekter i verdipapirhandelloven § 7-7. Dette følger prospektdirektivets prinsipp om hjemstatsregulering der det er utstederens hjemstat innenfor EØS-området som er prospektmyndighet ved fremsettelse av prospektpliktige tilbud,

eller ved notering av omsettelige verdipapirer på regulert marked.

Det gjelder etter verdipapirhandeloven § 7-5 en rekke unntak fra plikten til å utarbeide prospekt ved opptak til notering, herunder blant annet et unntak for kapitalforhøyelser der antall aksjer som utstedes utgjør mindre enn 10 prosent av antall aksjer i samme klasse som allerede er notert, beregnet over en periode på 12 måneder. Andre praktiske unntak fra plikten til å utarbeide prospekt, er unntak for aksjer som utstedes ved bruk av rettigheter til aksjer der aksjer i samme klasse er notert på regulert marked, samt for verdipapirer som er notert på et annet regulert marked og som oppfyller nærmere bestemte krav i verdipapirforskriften § 7-2. I tillegg gjelder en rekke unntak som tilsvarer de unntakene som gjelder for krav om EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer. Dette gjelder blant annet unntak for verdipapirer som noteres etter utstedelse som vederlag ved oppkjøp, tilbud til nåværende eller tidligere ansatte eller styremedlemmer i utstederselskapet, samt verdipapirer som er utstedt som vederlag i fusjon, fisjon eller annen deling av selskapet.

Verdipapirforskriften § 7-2a gir videre unntak fra krav om prospekt ved opptak til notering på regulert marked av obligasjoner og pengeomsettelingsinstrumenter med løpetid på under 12 måneder og pålydende på minst 100 000 euro.

2.2.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen artikkel 3. nr. 3 viderefører plikten til å utarbeide EØS-prospekt ved opptak til notering av omsettelige verdipapirer på regulert marked.

Prospektforordningen artikkel 1 nr. 5 viderefører unntakene fra prospektplikt som følger av prospektdirektivet slik det er gjennomført i gjeldende rett, med noen viktige endringer.

Etter prospektforordningen artikkel 1 nr. 5 bokstav a) gjelder det unntak fra prospektplikt ved opptak til notering av verdipapirer som er fungible med allerede noterte verdipapirer på samme regulerte marked, forutsatt at slike verdipapirer utgjør mindre enn 20 prosent av de verdipapirer som allerede er tatt opp til notering. Grensen på 20 prosent skal beregnes løpende over en periode på 12 måneder.

Etter prospektforordningen artikkel 1 nr. 5 bokstav b) gjelder det unntak for aksjer som utstedes som følge av konvertering eller bytte av andre omsettelige verdipapirer, eller fra utøvelsen av ret-

tigheter omfattet av andre omsettelige verdipapirer, der det antallet aksjer som utstedes over en periode på 12 måneder utgjør mindre enn 20 prosent av det totale antall aksjer i samme klasse som allerede er tatt opp til notering på samme regulerte marked.

Unntakene i prospektforordningen artikkel 1 nr. 5 bokstavene a) og b) kan kombineres, men bare så fremt det samlede antall omsettelige verdipapirer som tas opp til notering ikke utgjør over 20 prosent av antall verdipapirer som er notert i samme klasse. Det innføres også overgangsregler for aksjer som utstedes ved bruk av rettigheter, dersom slike rettigheter er omfattet av prospekt som allerede er publisert, og der de aktuelle finansielle instrumentene ble utstedt før 20. juli 2017.

Videre gjelder det unntak fra plikten til å utarbeide EØS-prospekt ved opptak til notering på regulert marked av verdipapirer som tilbys i forbindelse med et overtakelsestilbud og verdipapirer som utstedes i forbindelse med en fusjon eller fisjon, forutsatt at det publiseres et dokument som inneholder informasjon vedrørende transaksjonen og betydningen for utsteder. Kommisjonen skal fastsette de nærmere innholdskravene for slikt dokument. Det vises til beskrivelsen i kapittel 2.1.4.

Forordningen viderefører ikke adgangen til å gi dispensasjon fra krav om EØS-prospekt ved opptak til notering på regulert marked av pengeomsettelingsinstrumenter med kortere løpetid enn 12 måneder. Pengemarkedsinstrumenter med kortere løpetid enn 12 måneder er imidlertid unntatt fra definisjonen av «verdipapir» (Securities) i forordningen. Dette innebærer at prospektplikt for slike instrumenter bortfaller i sin helhet.

2.2.3 Utvalgets vurderinger

Plikten til å utarbeide EØS-prospekt ved opptak til notering av omsettelige verdipapirer på regulert marked videreføres uendret i prospektforordningen. Prospektforordningen innebærer imidlertid at det gjøres endringer i enkelte av de unntakene som i dag gjelder fra krav om å utarbeide noteringsprospekt.

Etter gjeldende rett er det unntak fra krav om EØS-prospekt ved opptak til notering av aksjer i en allerede notert aksjeklasse, dersom det antallet aksjer som noteres utgjør mindre enn 10 prosent av den allerede noterte aksjeklassen beregnet over en periode på 12 måneder. Prospektforordningen innebærer at denne grensen økes til 20 prosent, og utvides til å omfatte andre verdi-

papirer enn bare aksjer. Dette representerer en utvidelse av unntaket, idet gjeldende rett kun gir unntak ved utstedelse av aksjer som utstedes i en allerede notert aksjeklasse. Unntaket fra prospektplikt for aksjer som utstedes ved konvertering, bytte av finansielle instrumenter eller bruk av rettigheter videreføres, så fremt aksjer i samme klasse er notert på regulert marked. Slike aksjer skal imidlertid regnes med når grensen på 20 prosent beregnes. Dette er en endring fra gjeldende rett, der slike aksjer er unntatt fra krav om prospekt uavhengig av hvor stor andel av notert kapital dette utgjør. Unntakene kan kombineres, men bare dersom det ikke medfører at det totale antall aksjer som tas opp til notering utgjør mer enn 20 prosent av allerede noterte verdipapirer innenfor samme klasse.

Denne endringen trådte i kraft i EU med virkning fra 20. juli 2017. Det har i arbeidet med utredningen blitt reist spørsmål om en økning av grensen til 20 prosent skal behandles separat for en raskere gjennomføring i norsk rett. Utvalget har konkludert med at det ligger utenfor mandatet å foreslå delt gjennomføring av forordningen.

Etter gjeldende rett er det unntak fra krav om EØS-prospekt ved tilbud om, eller opptak til notering av, obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter med løpetid på under 12 måneder og pålydende verdi på minst 100 000 euro. Pengemarkedsinstrumenter med løpetid på under 12 måneder anses ikke som omsettelige verdipapirer etter prospektforordningen, og prospektplikt for slike pengemarkedsinstrumenter faller dermed bort i sin helhet ved gjennomføring av prospektforordningen.

Etter gjeldende rett er det unntak fra krav om EØS-prospekt ved opptak til notering av finansielle instrumenter som tilbys som vederlag ved oppkjøp, samt som utstedes som vederlag ved fusjon, fisjon eller annen deling av selskap, såfremt det utarbeides et dokument som prospektmyndigheten anser for å gi tilsvarende opplysninger som et EØS-prospekt. Nevnte unntak endres nå ved at det vil bli innført egne informasjonskrav for denne typen dokumenter, slik at bruken av «tilsvarende dokument» faller bort. Praktisk sett vil dette innebære at utstedere med noterte finansielle instrumenter ikke lenger kan utarbeide informasjonsdokument etter børsens regelverk for å unngå krav om EØS-prospekt.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-5 og verdipapirforskriften 7-2a jf. verdipapirhandelloven § 7-6 første ledd nr. 5 oppheves, fordi disse vil erstattes av prospektforordningens regler.

2.3 Adgang til å utarbeide EØS-prospekt på frivillig basis

2.3.1 Gjeldende rett

Det er etter gjeldende rett adgang til å få godkjent EØS-prospekt også der tilbudet faller under beløpsgrensen for krav om EØS-prospekt, eller der et annet unntak fra prospektplikten foreligger. Dette følger forutsetningsvis av verdipapirhandelloven § 7-7 første ledd nr. 5 hvor det heter at EØS-prospekt også omfatter prospekt som gjelder tilbud som gjelder beløp under 5 millioner euro (dvs. gjeldende beløpsgrense for krav om EØS-prospekt), dersom det er utarbeidet et prospekt i medhold av kravene som gjelder for EØS-prospekter.

Bestemmelsen innebærer at en tilbyder eller utsteder som ikke har plikt til å utarbeide EØS-prospekt, kan velge å utarbeide et EØS-prospekt som skal kontrolleres og godkjennes av prospektmyndigheten på frivillig basis. På denne måten kan tilbyder benytte prospektet grensekryssende i andre EØS-stater. Løsningen er også aktuell der de omsettelige verdipapirene som tilbys, skal tas opp til notering på regulert marked i etterhånd.

2.3.2 Forventet EØS-rett

For tilbud med et samlet vederlag på under 1 million euro, skal det ikke pålegges prospektplikt i medhold av forordningen.

Det følger imidlertid av prospektforordningen artikkel 4 at EØS-prospekt skal kunne utarbeides på frivillig basis der et tilbud faller under beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt (både etter forordningen og nasjonal gjennomføring), eller der ett av unntakene fra krav om EØS-prospekt ved tilbud eller opptak til notering kommer til anvendelse. EØS-prospekt som er utarbeidet på frivillig basis skal godkjennes av prospektmyndigheten og skal være gjenstand for alle rettigheter og plikter i henhold til prospektforordningen.

2.3.3 Utvalgets vurderinger

Prospektforordningen artikkel 4 viderefører gjeldende regler om adgang til å utforme og få godkjent EØS-prospekt på frivillig basis. Ved gjennomføringen av prospektforordningen i norsk rett vil verdipapirhandelloven § 7-7 første ledd nr. 5 erstattes av forordningens artikkel 4. Utvalget foreslår derfor at verdipapirhandelloven § 7-7 første ledd nr. 5 oppheves.

2.4 Etterfølgende salg av omsettelige verdipapirer i annenhåndsmarkedet

2.4.1 Gjeldende rett

Etter gjeldende rett oppstår det plikt til å utarbeide EØS-prospekt for enhver som retter et tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer til 150 personer eller fler i det norske markedet, forutsatt at tilbudet gjelder et beløp som utgjør 5 millioner euro eller mer, beregnet over en 12-måneders periode. Det skilles således ikke mellom omsettelige verdipapirer som skal utstedes i forbindelse med tilbudet og omsettelige verdipapirer som allerede er utstedt, og som tilbys for salg i annenhåndsmarkedet. Dette ble lagt til grunn ved gjennomføringen av prospektdirektivet i norsk rett, og det ble derfor ikke ansett nødvendig å lovfeste særskilt at videresalg gjennom offentlig tilbud ville innebære krav om EØS-prospekt.

Etter verdipapirhandelloven § 7-4 nr. 11 gjelder det unntak fra krav om EØS-prospekt der tilbudet gjelder salg gjennom finansielle mellommenn og verdipapirforetaket har en avtale med utsteder om bruk av gyldig prospekt.

2.4.2 Forventet EØS-rett

Der det skjer et etterfølgende offentlig tilbud av omsettelige verdipapirer, hvor det opprinnelige tilbudet var unntatt fra prospektplikt, skal slikt etterfølgende tilbud anses som et separat tilbud i prospektforordningens forstand. Dette følger av prospektforordningen artikkel 5. For slikt etterfølgende tilbud må det dermed utarbeides EØS-prospekt, så fremt det ikke gjelder relevante unntak fra prospektplikt også for det etterfølgende tilbudet. Artikkel 5 fastsetter videre at prospektpiktig tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer gjennom finansielle mellommenn (annenhåndsomsetning) bare er tillatt der det er publisert et prospekt, med mindre ett eller flere av unntakene fra prospektplikt kommer til anvendelse. Dette gjelder selv om verdipapirene tidligere har vært omfattet av et EØS-prospekt.

Det fremgår av prospektforordningen artikkel 5 at det ikke skal være krav om prospekt for et etterfølgende salg gjennom finansielle mellommenn dersom det foreligger et gyldig prospekt som er tilgjengelig, og utstederen eller den som er ansvarlig for prospektet har godkjent at prospektet kan benyttes til dette formålet.

Der et prospekt gjelder notering av ikke-aksje-relaterte verdipapirer som utelukkende skal handles på et regulert marked som bare gir adgang til handel for profesjonelle investorer, skal verdipapirene ikke selges videre til ikke-profesjonelle investorer uten at det utarbeides et prospekt i samsvar med forordningen som er tilpasset ikke-profesjonelle investorer. Dette følger av prospektforordningen artikkel 5 annet ledd.

2.4.3 Utvalgets vurderinger

Prospektforordningen artikkel 5 viderefører prospektdirektivet når det gjelder offentlige tilbud gjennom finansielle mellommenn. Etterfølgende salg gjennom finansielle mellommenn vil omfattes av prospektplikten, dersom øvrige vilkår for prospektplikt er til stede. For eksempel vil et salg av eksisterende aksjer fra en eller flere aksjonærer som gjøres gjennom et nedsalg eller et spredningssalg, utløse krav til EØS-prospekt hvis kravene som utløser plikt til å utarbeide EØS-prospekt ellers er tilstede. Tilsvarende omfattes salg etter internasjonal modell der verdipapirene som tilbys i forbindelse med en børsintroduksjon (IPO), først tegnes av tilrettelegger og deretter selges direkte videre til investorene som har bestilt og blitt allokert aksjer i emisjonen (hard underwriting).

Som etter dagens regler kan etterfølgende salg skje basert på et gyldig prospekt, dersom den som er ansvarlig for prospektet har gitt samtykke til bruk i forbindelse med etterfølgende salg. Dersom slikt samtykke ikke er gitt, vil det oppstå plikt til å utarbeide prospekt, med mindre det foreligger unntak fra prospektplikten.

Reguleringen i prospektforordningen artikkel 5 annet ledd, om krav til prospekt ved videresalg til ikke-profesjonelle investorer av ikke-aksjerelaterte verdipapirer som kun handles på regulert marked for profesjonelle investorer, er ny og har ikke noe motstykke i gjeldende rett.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-4 nr. 11 om unntak fra krav om EØS-prospekt der verdipapirforetaket har en avtale med utsteder om bruk av gyldig prospekt oppheves, da denne bestemmelsen erstattes av prospektforordningen artikkel 5.

Ettersom plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud som skjer gjennom finansielle mellommenn ikke er uttrykkelig regulert i gjeldende lov eller forskriftstekst, er det ikke behov for å foreslå endringer for å gjennomføre forordningens artikkel 5 på dette punktet.

Kapittel 3

Krav til innhold i EØS-prospekt

3.1 Overordnede regler om innhold i EØS-prospekt og sammendrag

3.1.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven § 7-13 skal et prospekt inneholde de opplysninger som ut fra særlige forhold hos tilbyderer og arten av de verdipapirene som tilbys, er nødvendige for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders og eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter, og av rettighetene knyttet til verdipapirene. Opplysninger i prospekt skal fremstilles i en lett forståelig og analyserbar form. De nærmere innholdskravene til EØS-prospekt fremgår av verdipapirforskriften § 7-13, som fastslår at EØS-prospekt skal inneholde de opplysninger som kreves etter kommisjonsforordning nr. 809/2004.

Det fremgår av verdipapirhandelloven § 7-14 at et prospekt kan utformes som ett eller flere dokumenter, som i så fall skal benevnes som registreringsdokument, verdipapirdokument og sammendrag.

Krav til innhold i og utforming av sammendraget til EØS-prospekt følger av verdipapirforskriften § 7-14 og kommisjonsforordningen. Sistnevnte fastsetter detaljerte krav til hvilken informasjon som skal fremgå av sammendraget, samt til utforming av sammendraget. Etter gjeldende rett kan tilbyderer stilles til ansvar for innholdet i sammendraget, men bare dersom sammendraget er villedende, unøyaktig eller inkonsistent når det leses i sammenheng med prospektet for øvrig, og der sammendraget ikke inneholder nøkkelinformasjon som er nødvendig for at en investor skal kunne foreta en investeringsbeslutning.

3.1.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen artikkel 6 angir de overordnede kravene til innhold i et EØS-prospekt. Det fremgår av artikkel 6 at et EØS-prospekt skal inneholde den informasjon som er nødvendig for at en investor skal kunne foreta en velbegrunnet

vurdering av utstederens og eventuelle garantisters eiendeler og forpliktelser, finansielle stilling og forventede utvikling, rettighetene knyttet til verdipapirene og bakgrunnen for utstedelsen.

Av artikkel 6 fremgår det videre at informasjonen som er påkrevet vil kunne variere, blant annet med hensyn til type utsteder, form for verdipapirer og utstederes spesielle omstendigheter. For ikke-aksjerelaterte verdipapirer vil det også kunne ha betydning hvorvidt verdipapirene har en pålydende verdi på minst 100 000 euro, eller verdipapirene skal handles på regulert marked hvor bare profesjonelle investorer har adgang.

Artikkel 6 nr. 2 fastsetter at informasjonen i et EØS-prospekt skal fremstilles på en måte som gjør den lett analyserbar, presis og forståelig; sett hen til nivået på den informasjonen som er påkrevet.

Et EØS-prospekt kan utformes som ett enkeltstående dokument, eller som et dokument bestående av flere deler. Der EØS-prospekt består av flere deler, skal dokumentet deles inn i et sammendrag, et registreringsdokument og et verdipapirdokument. Registreringsdokumentet skal inneholde informasjon knyttet til utsteder og verdipapirdokumentet skal inneholde informasjon knyttet til verdipapirene som tilbys eller tas opp til notering. Dette fremgår av artikkel 6 nr. 3.

Prospektforordningen artikkel 7 gir detaljerte krav til innhold i og utformingen av sammendraget i et EØS-prospekt. Artikkel 7 utvider i betydelig grad reguleringen av innholdskrav og format av sammendrag i EØS-prospekt. På overordnet basis skal sammendraget inneholde nøkkelinformasjon som investorer trenger for å forstå arten av og risikoen knyttet til utstederen, garantistene og verdipapirene som tilbys eller tas opp til notering på regulert marked. Det fremgår at sammendraget skal deles inn i fire hoveddeler; a) introduksjon som omfatter advarsler, b) nøkkelinformasjon om utstederen, c) nøkkelinformasjon om verdipapirene og d) nøkkelinformasjon om tilbudet eller opptaket til notering på regulert marked. Det angis deretter særskilte innholdskrav for hver

hoveddel der del a) skal inneholde følgende informasjon:

- navn og ISIN på verdipapirene,
- identitet og kontaktinformasjon til utstederen, inkludert LEI (legal entity identifier),
- der dette er relevant, identitet og kontaktinformasjon til tilbyder, inkludert LEI hvis tilbyder er en juridisk person, eller tilsvarende informasjon for person som søker opptak til notering på regulert marked,
- identitet og kontaktdetaljer til prospektmyndigheten, og hvis relevant, identitet og kontaktdetaljer til prospektmyndigheten som har godkjent registreringsdokumentet eller et universelt registreringsdokument,
- dato for godkjenning av prospektet,
- følgende advarsler:
 - sammendraget skal leses som en introduksjon til prospektet,
 - enhver beslutning om å investere i verdipapirene bør baseres på en vurdering av prospektet som helhet,
 - hvis relevant, at investor kan tape hele eller deler av investert kapital, og der investors ansvar ikke er begrenset til investeringsbeløpet, en advarsel om at investor kan tape mer enn investert kapital samt informasjon om omfanget av slikt potensielt tap,
 - der et krav som relaterer seg til informasjon inntatt i prospektet fremmes for en domstol, kan investor som har reist kravet bli nødt til å bære kostnadene med å oversette prospektet før rettssaken starter,
 - det kan fremmes krav om ansvar ovenfor de personer som har utarbeidet sammendraget, inkludert eventuelle oversettelser, men bare der sammendraget er villedende, upresist eller inkonsistent, sammenholdt med andre deler av prospektet, eller der sammendraget ikke, sammenholdt med andre deler av prospektet, inneholder nøkkelinformasjon for å veilede investor i beslutningen om å investere,
 - hvis relevant, en advarsel om kompleksitet som påkrevet i artikkel 8 nr. 3 bokstav b) i forordning (EU) Nr. 1286/2014 (PRIIPS forordningen).

Innholdskravene for del b) er:

- informasjon om utsteder, herunder utstede-rens registreringsstat og juridisk form, LEI, hvilket lands rett som gjelder for utstederen, utstede-rens hovedvirksomhet, utstede-rens hovedaksjonærer samt informasjon om direkte eller

indirekte kontroll, identitet på utstede-rens nøkkelpersoner og revisor,

- finansielle nøkkeltall for utstederen for hvert år som inngår i den historisk finansielle perioden og etterfølgende delårsinformasjon med sammenlignbare tall fra foregående periode som skal omfatte (hvis relevant) pro forma finansiell informasjon, kort beskrivelse av eventuelle forbehold i revisjonsrapportene,
- en kort beskrivelse av de mest vesentlige risikofaktorene som er spesifikke for utsteder.

Innholdskravene for del c) er:

- en kort beskrivelse av de omsettelige verdipapirene som tilbys til kjøp eller tegning eller som søkes tatt opp til notering på regulert marked, herunder minst informasjon om type, klasse og ISIN, valuta, pålydende verdi, antall aksjer utstedt og varigheten på verdipapirene, rettighetene knyttet til verdipapirene, informasjon om eventuell subordnering, restriksjoner på fri omsettelighet, samt informasjon om utbyttepolitikk;
- en indikasjon på om verdipapirene er eller vil bli omfattet av en søknad om notering på et regulert marked eller tatt opp til handel på en MHF med en beskrivelse av hvilke markeder dette gjelder,
- der det er en garanti tilknyttet verdipapirene, informasjon om denne garantien samt informasjon om garantisten (herunder LEI), relevant finansiell nøkkelinformasjon og en kort beskrivelse av sentrale risikofaktorer, og
- en kort beskrivelse av spesifikke risikofaktorer tilknyttet verdipapirene

Innholdskravene for del d) er:

- informasjon om vilkårene, tidsplan mv. for tilbudet, herunder plan for spredning og forventet utvanning, detaljer knyttet til opptaket til notering på regulert marked, oversikt over kostnader, herunder eventuelle kostnader som skal dekkes av investor,
- relevant informasjon om den juridiske person som søker opptak til notering, dersom dette er en annen juridisk enhet enn utsteder, herunder domisil og juridisk form, hvilket lands rett som gjelder og hvor vedkommende person er stiftet,
- kort informasjon om bakgrunnen for tilbudet og for opptaket til notering på regulert marked, herunder beregnet netto proveny samt informasjon om hva dette skal benyttes til,
- informasjon om hvorvidt det foreligger en fulltegningsgaranti og hvilke vilkår som gjelder for denne,

- en indikasjon på de mest fremtredende interessekonfliktene som knytter seg til tilbudet eller til opptaket til notering.

Det innføres en maksimal lengde for sammendraget på syv A4 sider. Av fortalen avsnitt 30 fremgår det at bakgrunnen for dette kravet er at investorer ikke skal avskrekkes fra å lese sammendraget, samt at utstedere skal oppfordres til å velge ut informasjon som er vesentlig for investorer. Sammendraget skal følgelig være kort, enkelt og lett forståelig for investor, og skal være utformet på et ikke-teknisk språk. Det er videre presisert at sammendraget ikke bør være en ren sammenstilling av informasjon som ellers fremgår i prospektet.

Det innføres et unntak fra krav om utforming av sammendrag for prospekt som gjelder opptak til notering på regulert marked av ikke-aksjerelaterede verdipapirer, forutsatt at slike verdipapirer enten skal handles bare på et regulert marked, eller på et adskilt segment av regulert marked, hvor bare profesjonelle investorer har tilgang, eller hvor de aktuelle verdipapirene har en pålydende verdi på minst 100 000 euro.

3.1.3 Utvalgets vurdering

Prospektdirektivets og verdipapirhandellovens krav til innhold i prospekt på overordnet nivå, herunder adgang til å utforme EØS-prospekt som ett eller flere dokumenter, videreføres i stor grad gjennom prospektforordningen. De nærmere innholdskravene i EØS-prospekt følger av prospektforordningens del III som behandles nærmere i kapittel 3.2 følgende.

Prospektforordningens regler om innholdet i og utforming av sammendraget i EØS-prospekt, medfører endringer i forhold til gjeldende rett. Selv om gjeldende rett stiller spesifikke krav til sammendraget, innebærer de nye reglene at det blir langt større krav til utforming og fokus på utvalg av relevant informasjon til investor i sammendraget.

Utvalget forventer at sammendraget i et EØS-prospekt vil få økt betydning fordi lesere av EØS-prospekt i større grad vil ledes mot sammendraget som en kilde til lett analyserbar og oversiktlig sammenstilling av den informasjonen som fremgår av prospektet for øvrig. Samtidig innebærer de nye reglene om innhold i og utforming av sammendrag at det stilles skjerpede krav til at tilbyderer utarbeider et sammendrag som en investor kan benytte som kilde for informasjon om tilbudet.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-13 og verdipapirforskriften § 7-13 oppheves da

disse vil erstattes av prospektforordningens regler. Relevante regler vil etter dette finnes i prospektforordningens artikkel 6 og artikkel 7. For så vidt gjelder nye regler om innhold i nasjonale prospekter vises det til kapittel 11.

3.2 Detaljerte regler om innhold i EØS-prospekt

3.2.1 Gjeldende rett

De spesifikke innholdskravene for EØS-prospekter fremgår av kommisjonsforordning EF 809/2204 som er innarbeidet ved inkorporasjon i verdipapirforskriften § 7-13 annet ledd. Kommisjonsforordningen fastsetter detaljerte innholdskrav til prospekt gjennom sjekklister for prospekt inntatt i vedlegg I-XVII. Det er egne sjekklister for aksjer fordelt på henholdsvis registreringsdokument, verdipapirdokument og sammendrag. For obligasjoner er det sjekklister fordelt på pålydende verdi over og under 100 000 euro. Ut over dette er det egne sjekklister for blant annet garantister, depotbevis, banker, spesialistutstedere (oppstartsselskaper, eiendomsselskaper, lete- og utvinningselskaper, bioteknologiselskaper, shippingselskaper mv.)

Sjekklistene fastsetter hvilken informasjon som skal gis for hver type utsteder og de ulike formene for finansielle instrumenter. For utsteder som er SMB eller som har lav markedsverdi, samt for tegningsrettsemisjoner og for kredittinstitusjoner som utsteder ikke-aksjerelaterede verdipapirer løpende, gjelder det egne, forenklede innholdskrav som er nærmere omtalt i kapittel 3.3.

Informasjonen som kreves inntatt under hver sjekkliste er omfattende. For registreringsdokument skal det *blant annet* inngå finansiell nøkkelinformasjon for de tre foregående år, beskrivelse av sentrale risikofaktorer, informasjon om utstедers historikk, utvikling og investeringer, nærmere informasjon om utstедers virksomhet og markedet som utsteder operer i, informasjon om styre, ledelse, tilsynsorganer mv., samt informasjon om større aksjonærer.

For verdipapirdokumentet skal det *blant annet* gis nøkkelopplysninger om utstederen, herunder erklæring om arbeidskapital samt oversikt over kapitalisering og gjeldsforpliktelser, opplysninger om verdipapirene som tilbys/tas opp til notering, samt vilkår og betingelser for tilbudet mv.

EØS-prospekt må i utgangspunktet inneholde informasjon som tilfredsstiller hvert informasjonskrav, med mindre prospektmyndigheten har samtykket til at informasjon kan utelates (jf. omtale i

kapittel 3.5 under). Det er også adgang til å utelate informasjon som ikke anses relevant for utsteder eller tilbudet. Sjekklistene suppleres av en veiledning fra ESMA, samt en Q&A som løpende oppdateres av ESMA.

3.2.2 Forventet EØS-rett

Forordningen innfører nye regler knyttet til fremstillingen av risikofaktorer i EØS-prospekt. Artikkel 16 fastslår at risikofaktorene skal begrenses til å omfatte risiki som er spesifikke for utstederen og/eller verdipapirene, og som er vesentlige for at en investor skal kunne fatte en informert investeringsbeslutning. Informasjonen om risikofaktorene skal underbygges av innholdet i registreringsdokumentet og verdipapirdokumentet. Ved utarbeidelsen av prospektet skal risikofaktorenes vesentlighet vurderes ut fra sannsynligheten for at de inntreffer, og det forventede omfang av deres negative virkninger. Hver enkelt risikofaktor skal beskrives tilstrekkelig utførlig med en forklaring om hvordan den påvirker utstederen eller de verdipapirer som tilbys eller søkes tatt opp til notering. Risikofaktorenes vesentlighet kan angis ved å anvende en skala med lav, middels eller høy.

Risikofaktorene skal videre kategoriseres etter type risiko. Innen hver kategori skal de vesentligste risikofaktorer stå først (prioritert rekkefølge).

Risikobeskrivelsen skal også omfatte risiko som følger av et verdipapirs subordinering (rang) og betydningen for utbetaling eller tilbakebetaling i et konkursscenario. Dersom det er knyttet en garanti til verdipapiret, skal prospektet inneholde de spesifikke og vesentlige risikofaktorer vedrørende garantisten, i det omfang de er relevante for garantistens evne til å oppfylle sine forpliktelser etter garantien.

ESMA vil utarbeide retningslinjer til bruk for myndighetene i deres gjennomgang av risikofaktorenes særlige karakter og vesentlighet, og av beskrivelsen av risikofaktorer på tvers av kategorier, avhengig av deres art. Det er foreløpig ikke fremmet forslag til slike retningslinjer fra ESMA. Kommisjonen har videre fullmakt til å vedta kommisjonsforordning med nærmere regler for risikofaktorer, herunder med hensyn til vurdering av særpreg og vesentlighet og for presentasjon av risikofaktorer basert på deres art, uavhengig av kategorisering.

Kommisjonen skal vedta kommisjonsforordninger for å supplere forordningen med regler om format og endelige vilkår, samt kryssreferanse-listene som angir hvilke spesifikke opplysninger

som skal inngå i et prospekt. Forordningens artikkel 13 omfatter følgende overordnede krav som skal hensyntas ved utformingen av de utfyllende rettsaktene:

- hvilken informasjon som investor har behov for ved vurderingen av henholdsvis aksjerelaterte verdipapirer og ikke-aksjerelaterte verdipapirer,
- karakteristikker ved tilbud om kjøp eller tegning, samt opptakt til notering av ikke-aksjerelaterte verdipapirer,
- format for og informasjon som skal kreves i grunnprospekter knyttet til ikke-aksjerelaterte verdipapirer, inkludert tegningsretter i enhver form,
- hvis relevant, utsteders offentlige karakter,
- hvis relevant, den særlige karakter av utsteders virksomhet.

Kommisjonen skal videre vedta kommisjonsforordning vedrørende spesifikke informasjonskrav for prospekter som knytter seg til opptak til notering på regulert marked av ikke-aksjerelaterte verdipapirer som skal handles bare på en regulert markeds plass, eller segment av slik markeds plass, der bare profesjonelle investorer har tilgang, eller for slike verdipapirer som har en pålydende verdi per enhet på minst 100 000 euro. Informasjonskravene skal baseres på investors informasjonsbehov.

For et universelt registreringsdokument skal det stilles informasjonskrav som tar hensyn til at et slikt dokument skal kunne inngå som en del av et godkjent EØS-prospekt. Videre skal krav til finansiell informasjon og prinsipper for eierstyring og selskapsledelse tilpasses kravene til informasjonen i utsteders finansielle rapportering, samt redegjørelse for utsteders prinsipper for eierstyring og selskapsledelse.

ESMA fremmet 28. mars 2018 forslag til utfyllende regler om format for og innhold i prospekt. Overordnet omfatter forslaget en rekke endringer med sikte på å lette informasjonsbyrden for utstedere, samtidig som investorbeskyttelsen ivaretas. Etter forslaget skal EØS-prospekt fortsatt utarbeides ved sammenstilling av ulike annekser som angir de særskilte innholdskravene, herunder *blant annet* egne annekser for registreringsdokument og verdipapirdokument, fordelt på ulike kategorier av finansielle instrumenter og fordelt på kategori av investorer («retail» og «wholesale»). Kommisjonen er gitt en frist til 21. januar 2019 til å vedta kommisjonsforordninger i henhold til forordningens artikkel 13, jf. artikkel 44.

3.2.3 Utvalgets forslag

Prospektforordningen innebærer at systematikken etter gjeldende rett i stor grad videreføres ved at de spesifikke innholdskravene for prospekt vil fremgå av kommisjonsforordninger.

Prospektforordningens krav til beskrivelse av risikofaktorene innebærer endringer fra gjeldende rett. Det vil gjelde langt mer omfattende krav til fremstilling av sentrale risikofaktorer og i hvilken prioritert rekkefølge de skal behandles i prospektet.

Kommisjonsforordningene som skal utarbeides i medhold av artikkel 13 er foreløpig bare på forslagsstadiet. Basert på de forslag som er fremmet vil de nye reglene i hovedtrekk videreføre gjeldende fremgangsmåte for utforming av prospekt. Det legges fortsatt opp til at det skal benyttes annekser med spesifikke innholdskrav tilsvarende de krav som gjelder i dag, samt at prospekt skal utformes ved kombinasjon av slike annekser. Når det gjelder de nærmere innholdskravene, innebærer forslaget imidlertid enkelte forenklinger. Blant annet er det for verdipapirdokument foreslått å oppheve kravet om å inkludere finansiell nøkkelinformasjon og revisorbekreftelse i prospektet, der prospektet inneholder prognoser eller estimater. Kravene til OFR (operating and financial review) er videre justert for å samsvare med kravene til styrets redegjørelse i regnskapsdirektivet (2013/34/EU). For verdipapirdokumentet er det videre foreslått å innføre krav om å oppdatere oversikt over kapitalisering og gjeld med vesentlige endringer som har skjedd i løpet av den 90 dagers perioden som oversikten relaterer seg til. Det er videre foreslått forenklinger for informasjonskrav knyttet til skattemessige forhold. Forslagene til nærmere innholdskrav i EØS-prospekt er foreløpig ikke vedtatt av Kommisjonen. Kommisjonsforordningene må imidlertid ligge innenfor de føringene som er gitt i forordningens artikkel 13.

Ved gjennomføring av prospektforordningen i norsk rett, vil verdipapirhandelloven § 7-13 annet ledd jf. verdipapirforskriften § 7-13 erstattes med prospektforordningen artikkel 13 og utfyllende rettsakter fastsatt i medhold av denne bestemmelsen. Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-13 annet ledd og verdipapirforskriften § 13 oppheves, da disse vil erstattes av prospektforordningens regler. Utvalget foreslår videre en hjemmel for departementet i forskrift å fastsette utfyllende bestemmelser, herunder at kommisjonsforordninger fastsatt i medhold av forordningen artikkel 13 og 16 skal gjennomføres i

norsk rett ved forskrift. For så vidt gjelder nye regler om nasjonale prospekter vises det til kapittel 11.

3.3 Forenklede innholdskrav i EØS-prospekt for noterte utstedere ved etterfølgende tilbud eller notering

3.3.1 Gjeldende rett

Det ble innført forenklede innholdskrav for enkelte typer utstedere og enkelte typer tilbud i forbindelse med gjennomføring av endringsdirektivet i 2010. De forenklede kravene anvendes i stor grad i praksis. Bakgrunnen for forenklingen var hensynet til økt effektivitet i verdipapirmarkedet og et ønske om reduksjon av utstederens kostnader. Forenklet regelsett er innført i verdipapirforskriften §§ 7-20 til 7-23 som gjennomfører kommisjonsforordning (EF) nr. 809/2004 artikkel 26a jf. artikkel 2 nr. 13 (tegningsrettsemisjoner), kommisjonsforordning (EF) nr. 809/2004 artikkel 26b (selskaper med lav markedsverdi og små og mellomstore bedrifter) og kommisjonsforordning (EF) nr. 809/2004 artikkel 26c (kredittinstitusjoner).

For tilbud/utstedere som omfattes av forenklet regelsett kan det utformes EØS-prospekt med noe enklere krav til innhold. Det er f.eks. krav om en kortere finansiell historisk periode og forenklede krav til fremstilling av finansiell informasjon. Med unntak av forenklet regelsett for tegningsrettsemisjoner, er de forenklede regelsettene ikke forbeholdt noterte utstedere.

3.3.2 Forventet EØS-rett

Forordningen innebærer at reglene om forenklet regelsett endres helt. Prospektforordningen artikkel 14 innfører forenklede innholdskrav ved offentlige tilbud eller opptak til notering på regulert marked for allerede noterte utstedere der det gjennomføres etterfølgende utstedelser. Reglene kan benyttes av utstedere hvis verdipapirer sammenhengende har vært tatt opp til handel på regulert marked eller på et vekstmarked for SMB, i minst de siste 18 månedene, og som utsteder verdipapirer som er fungible med de allerede eksisterende verdipapirer. Tilsvarende gjelder utstedere som har utstedt egenkapitalinstrumenter som sammenhengende har vært tatt opp til handel på et regulert marked eller vekstmarked for SMB i minst de siste 18 måneder, og som utsteder ikke-aksjerelaterte instrumenter. Forenklet regelsett kan også benyttes av tilbydere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til note-

ring på regulert marked eller et vekstmarked for SMB sammenhengende i minst de siste 18 måneder.

Av fortalens punkt 48 følger det at bakgrunnen for innføringen av forenklede innholdskrav ved etterfølgende utstedelser er at investorene har mindre behov for informasjon der en utsteder har vært notert på regulert marked eller et vekstmarked for SMB i en periode, og har publisert løpende informasjon til markedet i denne perioden:

«Once a class of securities is admitted to trading on a regulated market, investors are provided with ongoing disclosures by the issuer under Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council and public or admissions to trading on a regulated market by such and issuer. A distinct simplified prospectus should therefore be available for use in cases of secondary issuances and its content should be alleviated compared to the normal regime, taking into account the information already disclosed, taking into account the information already disclosed. Still, investors need to be provided with consolidated and well-structured information, especially where such information is not required to be disclosed on an ongoing basis under Regulation (EU) No 596/2014 and Directive 2004/109/EC.»

Av fortalens punkt 49 fremgår det at bakgrunnen for kravet om at utstederen skal ha vært notert på regulert marked eller vekstmarked for SMB i en periode på minst 18 måneder, er at utstederen da vil ha utarbeidet minst en årsrapport i samsvar med rapporteringsdirektivet.

Et forenklet EØS-prospekt skal på tilsvarende måte som et ordinært EØS-prospekt, utarbeides på bakgrunn av annekser for henholdsvis sammendrag, registreringsdokument og verdipapirdokumenter, men med forenklede innholdskrav. Forenklet prospekt skal inneholde relevant forenklet informasjon som er nødvendig for at investor skal kunne forstå utsteders framtidsutsikter, vesentlige endringer i forretningsvirksomheten, samt finansiell posisjon for utsteder og eventuelle garantister siden sist avlagte årsregnskap. Forenklet prospekt skal videre inneholde informasjon om hvilke rettigheter som gjelder for de finansielle instrumentene, bakgrunnen for tilbudet og betydningen for utsteder og utsteders kapitalstruktur, samt anvendelsen av proveny.

Opplysningene i det forenklede prospektet skal være skriftlige og fremlegges i en lett analy-

serbar, konsis og forståelig form, og sette investorer i stand til å treffe en informert investeringsbeslutning.

Det vil bli vedtatt kommisjonsforordninger til de forenklede informasjonskravene som forventes å foreligge senest 21. januar 2019. ESMA fremmet den 28. mars 2018 forslag til forenklede innholdskrav for etterfølgende utstedelser. Etter forslaget skal blant annet kravet til innhold og format for sammendrag etter forordningen artikkel 7 gjelde fullt ut også for de forenklede prospektene. ESMA har foreslått en rekke forenklinger sett i forhold til de ordinære innholdskravene. I denne forbindelse har ESMA sett hen til hvilken type informasjon som utstedere er pålagt å offentliggjøre løpende i medhold av rapporteringsdirektivet og MAR. Det er blant annet foreslått å utelate krav til informasjon om organisasjonsstruktur, OFR (operational and financial review), miljømessige forhold, kapitalstruktur, vederlag og ytelser, arbeidsformene i styret, informasjon om ansatte og tilleggsopplysninger som gjelder blant annet informasjon om aksjekapitalen samt stiftelsesdokument og vedtekter (med unntak av informasjon om utvanning).

Utvalget vil også nevne at Kommisjonen i mai 2018 fremmet et forslag om at det introduseres en ny kategori forenklet prospekt. Dette ble gjort i forbindelse med at Kommisjonen fremmet forslag om endringer i flere EØS-rettsakter for å legge til rette for økt aktivitet på den særskilte kategorien handelsplass vekstmarked for SMB (SME Growth Markets).¹ Forslaget omfatter bl.a. en endring av prospektforordningen artikkel 14. Kommisjonen foreslår at forenklet prospekt kan brukes ved opptak til notering på regulert marked der utstederen har vært tatt opp til handel på vekstmarked for SMB. Etter prospektforordningen må utstedere som er tatt opp til handel på et vekstmarked for SMB, utarbeide fullt EØS-prospekt når de ønsker opptak til notering på et regulert marked. Ingen av de forenklede prospektformene under prospektforordningen, slik som EØS-Vekstprospekt (omtalt i pkt. 4.3.1) eller forenklet prospekt for noterte utstedere (omtalt ovenfor i pkt. 3.3.2), kan benyttes. Kommisjonen har derfor foreslått å introdusere et nytt anvendelsesområde for forenklet prospekt, omtalt som overføringsprospekt (Transfer Prospectus), som kan benyttes av utstedere som har vært notert på vekstmarked for

¹ Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) No 596/2014 and (EU) 2017/1129 as regards the promotion of the use of SME growth markets (COM(2018) 331 final)

SMB i minst tre år. Slike utstedere skal kunne benytte overføringsprospekt når de søker om opp- tak til notering på regulert marked. Kravene til innhold for overføringsprospekt vil være de samme som for forenklet prospekt for øvrig, med noen særregler for presentasjon av finansiell informasjon.

3.3.3 Utvalgets vurderinger

Forenklet EØS-prospekt for noterte utstedere ved etterfølgende tilbud eller notering, jf. prospektforordningen artikkel 14, utgjør – sammen med reglene for EØS-vekstprospekt (se kapittel 4.3) og adgangen for regelmessige utstedere til å benytte universelt registreringsdokument som del av prospekt (se kapittel 4.2) – prospektforordningens forenklete regelsett. Reglene er nye og erstatter gjeldende regler for forenklet regelsett for prospekter i verdipapirforskriften §§ 7-20 til 7-23.

Kommisjonsforordningene som skal utarbeides i medhold av forordningen artikkel 14 er foreløpig på forslagsstadiet. Etter forslaget fremmet fra ESMA 28. mars 2018, som nærmere beskrevet i kapittel 3.3.2, fremstår det som kravene blir betydelig forenklet, men utvalget legger til grunn at forslaget vil kunne endres materielt før vedtakelse av Kommisjonen.

Ved gjennomføring av prospektforordningen i norsk rett, vil verdipapirhandelloven § 7-13 annet ledd jf. verdipapirforskriften §§ 7-20 til 7-23 erstattes med prospektforordningen artikkel 14 og kommisjonsforordninger vedtatt i medhold av denne bestemmelsen. Utvalget foreslår dermed at disse bestemmelsene oppheves. Kommisjonsforordningen om forenklet EØS-prospekt foreslås gjennomført i verdipapirforskriften. For så vidt gjelder nye regler om nasjonale prospekter vises det til kapittel 11.

3.4 Opplysninger om kurs eller prisfastsettelse i EØS-prospekt

3.4.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 7-21 første ledd fastsetter at dersom prospektet ikke inneholder opplysninger om pris eller fremgangsmåten for prisfastsettelsen, kan aksept av tilbudet tilbakekalles innen to dager etter at endelig pris og antall verdipapirer som tilbys er registrert hos prospektmyndigheten. Bestemmelsen gjennomfører prospektdirektivet artikkel 8 første ledd bokstav b).

3.4.2 Forventet EØS-rett

Artikkel 17 i forordningen viderefører investors adgang til å trekke tilbake ordre innen to dager etter at endelig kurs og/eller endelig antall verdipapirer er registrert. Som det allerede følger av gjeldende rett, vil investor være berettiget til å trekke tilbake en ellers bindende ordre, forutsatt at prospektet ikke inneholder opplysninger om maksimum pris eller verdsettelsesmetoden, eller der kriteriene for fastsettelsen av endelig kurs samt beskrivelse av verdsettelsesmetoden ikke fremgår av prospektet. Endelig kurs og antall aksjer skal etter prospektforordningen artikkel 17 registreres hos prospektmyndigheten og offentliggjøres i medhold av prospektforordningen artikkel 21 nr. 2.

3.4.3 Utvalgets vurderinger

Prospektforordningen artikkel 17 viderefører i stor grad gjeldende rett knyttet til adgangen til å trekke en ordre der prospektet ikke inneholder opplysninger om kurs eller prisfastsettelse. Ved gjennomføring av prospektforordningen vil verdipapirhandelloven § 7-21 første ledd erstattes av forordningen artikkel 17, og utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-21 oppheves. For så vidt gjelder nye regler om nasjonale prospekter vises det til kapittel 11.

3.5 Utelatelse av visse opplysninger i EØS-prospekt

3.5.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven § 7-16 kan prospektmyndigheten i nærmere angitte situasjoner tillate at enkelte opplysninger utelates i et prospekt.

Verdipapirhandelloven § 7-16 gjennomfører prospektdirektivet artikkel 8.

3.5.2 Forventet EØS-rett

Artikkel 18 viderefører prospektdirektivet artikkel 8. Etter forordningen artikkel 18 kan prospektmyndigheten godkjenne at visse opplysninger utelates fra prospekt dersom følgende omstendigheter foreligger:

- offentliggjøring vil være i strid med allmenne hensyn,
- offentliggjøring av opplysningene vil føre til at utstederen eller garantisten blir alvorlig skadelidende, forutsatt at utelatelsen ikke vil kunne virke villedende for offentligheten med

hensyn til forhold som er av vesentlig betydning for vurderingen av utstederen, tilbyderens, eventuelle garantister eller verdipapirene,

- slike opplysninger har liten betydning og ikke er egnet til å innvirke på vurderingen av utstederens, tilbyderens og eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter,
- informasjonen anses ikke relevant på bakgrunn av utstederens virksomhet eller juridiske form, eller de aktuelle verdipapirene, og det ikke finnes tilsvarende opplysninger som kan anses relevante på bakgrunn av virksomheten mv.

Nytt i artikkel 18 er at prospektmyndighetene pålegges å rapportere til ESMA på årlig basis hvilke opplysninger som er godkjent utelatt fra EØS-prospekt. ESMA kan på sin side utarbeide utkast til kommisjonsforordninger for å presisere de typetilfeller hvor opplysninger kan utelates i samsvar med artikkel 18. Det er presisert at ESMA i så tilfelle bør ta hensyn til de rapportene som er innsendt fra nasjonale myndigheter. Kommisjonen kan pålegge ESMA å utarbeide utkast til kommisjonsforordninger.

3.5.3 Utvalgets vurderinger

Prospektforordningen artikkel 18 viderefører i stor grad de regler som gjelder for utelatelse av informasjon i prospekt etter gjeldende rett. Etter gjennomføring av prospektforordningen i norsk rett vil verdipapirhandelloven § 7-16 erstattes av prospektforordningen artikkel 18. Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-16 oppheves. For så vidt gjelder nye regler om nasjonale prospekter vises det til kapittel 11.

3.6 Opplysninger som inntas i EØS-prospekt ved henvisning

3.6.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 7-14 åpner for at opplysninger som er innsendt og offentliggjort etter verdipapirhandelloven § 5-12 første ledd, kontrollert etter verdipapirhandelloven § 7-7, eller registrert etter § 7-12, kan anses som del av prospektet ved henvisning. Dette gjøres ved at det legges ved en henvisningsliste i prospektet der det fremgår hvor den aktuelle informasjonen er tilgjengelig. Bestemmelsen gjennomfører prospektdirektivet artikkel 11.

3.6.2 Forventet EØS-rett

Adgangen til å innta opplysninger ved henvisning videreføres i stor grad gjennom prospektforordningen artikkel 19. Forutsetningen er at opplysningene skal være elektronisk offentliggjort tidligere eller samtidig med prospektet, og utarbeidet på et språk som oppfyller kravene i forordningens artikkel 27. Av praktiske eksempler nevnes at det kan henvises til årsregnskaper og revisjonsberetninger, stiftelsesdokumenter og vedtekter, samt rapporter om fastsettelsen av verdien av et aktivum eller et selskap.

Regelen om at det skal utarbeides en sammenligningstabell videreføres i artikkel 19 nr. 2. I motsetning til tidligere, blir det nå presisert at utstedere, tilbydere og andre personer som søker om opptak til notering på regulert marked, ved henvisning skal «sikre opplysningenes tilgjengelighet». I tillegg til sammenligningstabellen skal prospektet inneholde hyperlinker til alle dokumenter som inneholder opplysninger som er inntatt ved henvisning.

Artikkel 19 nr. 1 tredje ledd fastsetter at dersom det kun er deler av et dokument det henvises til, skal det nevnes i prospektet at de delene som det ikke er henvist til, enten ikke er relevant for investor eller er dekket i en annen del av prospektet. Denne presiseringen er ny sammenlignet med gjeldende rett. Forordningen inneholder videre en ny presisering i artikkel 19 nr. 3, som sier at utstederen, tilbyderens eller den juridiske person som søker om opptak til notering på regulert marked, i forbindelse med prospektkontrollen skal fremlegge alle opplysninger som er inntatt ved henvisning i prospektet, i søkbar elektronisk form. Dette gjelder med mindre opplysningene allerede er godkjent av, eller inngitt til, den myndighet som skal godkjenne prospektet.

3.6.3 Utvalgets vurderinger

Prospektforordningen artikkel 19 viderefører i stor grad gjeldende regler om adgangen til å innta opplysninger ved henvisning. Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-14 annet ledd oppheves da denne bestemmelsen vil erstattes av prospektforordningens artikkel 19. For så vidt gjelder nye regler om nasjonale prospekter vises det til kapittel 11.

Kapittel 4

Prospektformer etter prospektforordningen

4.1 Grunnprospekt

4.1.1 Gjeldende rett

EØS-prospekt som gjelder ikke-aksjerelaterte verdipapirer utstedt som del av et utstedelsesprogram eller som utstedes gjentatte ganger av kredittinstitusjoner, kan i medhold av verdipapirhandelloven § 7-14 jf. verdipapirforskriften § 7-15 utformes som et grunnprospekt dersom provenyet skal plasseres i eiendeler som gir tilstrekkelig dekning for de forpliktelser som er knyttet til verdipapirene og der kapitalen ved insolvens hos utsteder kan dekke hovedstol og forfalte renter.

Med utstedelsesprogram menes en plan som tillater utstedelse av ikke-aksjerelaterte verdipapirer, herunder kjøps- og tegningsretter som er av lignende type og/eller klasse, dersom slike utstedelser skjer løpende eller gjentatte ganger innenfor en angitt utstedelsesperiode. Med verdipapirer utstedt løpende eller gjentatte ganger menes utvidelser av verdipapirserier eller minst to separate utstedelser av verdipapirer av lignende type og/eller klasse, innenfor en periode på 12 måneder. Et grunnprospekt skal inneholde all relevant informasjon om utsteder og de verdipapirer som tilbys eller søkes notert, samt oppfylle de særskilte innholdskrav som er fastsatt for grunnprospekter etter reglene i kommisjonsforordningen. Etter verdipapirforskriften § 7-18 kan et grunnprospekt inneholde endelige vilkår som kan fremgå av grunnprospektet direkte, av et tillegg til grunnprospektet eller distribueres separat. Et grunnprospekt har en gyldighet på 12 måneder, men grunnprospekter som utarbeides i forbindelse med ikke-aksjerelaterte verdipapirer som utstedes løpende eller gjentatte ganger av kredittinstitusjoner, kan benyttes til perioden for utstedelsen av verdipapirene er utløpt.

4.1.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen artikkel 8 gir regler for grunnprospekter, herunder om innholdskravene

som skal gjelde. Bestemmelsen fastsetter at det kan utarbeides grunnprospekt ved tilbud om, eller opptak til notering på regulert marked av ikke-aksjerelaterte verdipapirer, herunder såkalte «warrants» i alle former. Grunnprospektet skal inneholde nødvendig informasjon om utstederen og verdipapirene som tilbys allmennheten eller som skal tas opp til notering på regulert marked.

Et grunnprospekt skal inneholde en mal for endelige vilkår som skal fylles ut med spesifikk informasjon for hvert enkelt tilbud. Dersom endelige vilkår ikke fremgår av grunnprospektet, skal det fremgå informasjon om nettsiden hvor de endelige vilkårene vil bli publisert.

Et grunnprospekt kan utformes som ett eller flere dokumenter. Der det før utarbeidelsen av grunnprospektet har vært utarbeidet et registreringsdokument for ikke-aksjerelaterte verdipapirer, eller et universelt registreringsdokument, skal grunnprospektet inneholde informasjonen som fremgår av det aktuelle registreringsdokumentet eller det universelle registreringsdokumentet, samt informasjon som ellers ville vært omfattet av verdipapirdokumentet for de aktuelle verdipapirene. Endelige vilkår kan imidlertid offentliggjøres separat.

Sammendraget skal utarbeides i samsvar med prospektforordningen artikkel 7, og skal utformes spesifikt for hvert tilbud. Sammendraget skal publiseres først når endelige vilkår foreligger. Det fremgår av prospektforordningen artikkel 8 nr. 11 at et tilbud om verdipapirer omfattet av et grunnprospekt, kan løpe også etter utløpet av gyldigheten av grunnprospektet, forutsatt at et nytt grunnprospekt publiseres senest siste dag i gyldighetsperioden for det foregående grunnprospektet.

4.1.3 Utvalgets vurderinger

Adgangen til å utarbeide et grunnprospekt etter gjeldende rett videreføres i stor grad gjennom prospektforordningen artikkel 8. Virkeområdet utvides imidlertid ved at det ikke lenger er et vilkår at utsteder eller tilbyder er kredittinstitusjon.

Adgangen til utforming av grunnprospekt etter prospektforordningen vil således gjelde for enhver som utsteder ikke-aksjerelaterte verdipapirer, herunder warrants i enhver form. Utvalget viser for øvrig til at det i henhold til PRIIPs vil gjelde krav om KID (key information document) ved salg av warrants til ikke-profesjonelle. Dette vil kunne innebære at det vil gjelde ytterligere informasjonskrav ved salg av warrants.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-14 og verdipapirforskriftens §§ 7-15 til 7-19 oppheves fordi disse vil erstattes av prospektforordningens regler.

4.2 Universelt registreringsdokument

4.2.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven §§ 7-2 og 7-3 skal det utarbeides prospekt ved tilbud om kjøp av finansielle instrumenter eller opptak til notering på regulert marked av finansielle instrumenter. Et EØS-prospekt kan utformes som ett dokument eller som flere dokumenter som skal bestå av et registreringsdokument, et verdipapirdokument og et sammendrag.

Et EØS-prospekt har varighet på inntil 12 måneder og kan benyttes ved gjentatte tilbud så fremt det utarbeides og publiseres et tillegg til prospektet der det har skjedd endringer som innebærer behov for oppdatering. Kredittinstitusjoner som på løpende basis utsteder ikke-aksjerelaterte verdipapirer, kan utarbeide et grunnprospekt, se kapittel 4.1.

4.2.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen artikkel 9 innfører en ny form for registreringsdokument for utstedere som har omsettelige verdipapirer tatt opp til notering på regulert marked eller tatt opp til handel på MHF. Slike utstedere kan hvert regnskapsår utarbeide et universelt registreringsdokument som beskriver selskapets organisering, virksomhet, finansielle stilling, inntekter og framtidsutsikter, eierstyring og aksjonærstruktur. Fortalen avsnitt 39 fremholder at det bør legges til rette for at utstedere som regelmessig tilbyr verdipapirer til markedet, skal kunne utarbeide prospekt som består av flere dokumenter. Formålet med innføring av universelt registreringsdokument er således å legge til rette for at utstedere som regelmessig utsteder verdipapirer sparer tid og kostnader. Ved å utarbeide og oppdatere informasjon om utstederen i form av et universelt registrerings-

dokument, vil utsteder raskt kunne benytte vinder med gunstige markedsbetingelser til å fremsette tilbud ved å legge til et verdipapirdokument og et sammendrag, og få det samlede innhold godkjent som et fullverdig EØS-prospekt.

Et universelt registreringsdokument skal godkjennes av prospektmyndigheten. Når en utsteder har utarbeidet og fått godkjent et universelt registreringsdokument i to etterfølgende regnskapsår, kan imidlertid et universelt registreringsdokument registreres uten forutgående godkjenning. Dersom en utsteder deretter unnlater å registrere et universelt registreringsdokument, bortfaller imidlertid adgangen til registrering uten forutgående godkjenning inntil vilkåret igjen er oppfylt. Utstedere som før 21. juli 2019 har fått godkjent registreringsdokument utarbeidet i medhold av anneks I til kommisjonsforordningen i to etterfølgende finansielle perioder, og deretter har registrert eller fått godkjent slikt registreringsdokument hvert år, skal ha adgang til å registrere universelt registreringsdokument uten forutgående godkjenning fra og med tidspunktet for prospektforordningens ikrafttredelse.

Et universelt registreringsdokument som er godkjent eller registrert, skal uten unødig opphold gjøres tilgjengelig for allmennheten.

Etter registrering eller godkjenning av et universelt registreringsdokument, kan utstederen når som helst oppdatere informasjonen som dokumentet inneholder ved å registrere et tillegg til dokumentet. Forutsatt at et universelt registreringsdokument kan registreres uten forutgående godkjenning, vil slik endring ikke kreve godkjenning fra prospektmyndigheten.

Prospektmyndigheten kan når som helst foreta en gjennomgang av et universelt registreringsdokument som har blitt registrert uten forutgående godkjenning. Der prospektmyndigheten finner at det universelle registreringsdokumentet ikke tilfredsstiller de krav som stilles til fullstendighet, forståelighet og konsistens, skal prospektmyndigheten informere utstederen om dette og pålegge utsteder å supplere eller endre informasjonen. Utstederen er i utgangspunktet bare forpliktet til å rette forholdet ved utforming av det neste universelle registreringsdokumentet som registreres uten forutgående godkjenning. Dersom utsteder ønsker å benytte det universelle registreringsdokumentet som del av et prospekt som skal godkjennes, må imidlertid utsteder sende inn den nødvendige endringen for godkjenning senest samtidig med at det samlede EØS-prospektet sendes inn for godkjenning.

Hvis prospektmyndigheten ved en gjennomgang finner alvorlige feil eller mangler som er egnet til å villedde allmenheten om forhold som er vesentlige for en informert vurdering av utstederen, skal utstederen uten ugrunnet opphold registrere endringen i det universelle registreringsdokumentet.

Prospektmyndigheten kan kreve at utsteder utarbeider en konsolidert versjon av et universelt registreringsdokument der dette er nødvendig for en forståelig fremstilling av informasjonen. Utstederen kan på selvstendig grunnlag velge å utarbeide en konsolidert versjon som skal inntas som et vedlegg til endringsdokumentet. Dersom et universelt registreringsdokument benyttes som del av et godkjent EØS-prospekt, vil imidlertid reglene om tillegg til prospekt komme til anvendelse.

En utsteder som har fått godkjent et universelt registreringsdokument i to etterfølgende perioder og som deretter har registrert et universelt registreringsdokument løpende uten forutgående godkjenning, skal få status som regelmessig utsteder (frequent issuer) og skal dermed kunne dra nytte av en raskere godkjenningssprosess for EØS-prospekt. Utstederen må ved registrering, eller ved innsendelse for godkjenning av universelt registreringsdokument, skriftlig bekrefte til prospektmyndigheten at all informasjon som utstederen har vært forpliktet til å offentliggjøre i medhold av rapporteringsdirektivet og MAR (markedsmissbruksforordningen) i de siste 18 månedene, eller fra noteringstidspunktet (hvis kortere), er offentliggjort.

Dersom et universelt registreringsdokument er registrert eller godkjent innen fire måneder etter utløpet av regnskapsåret, og det inneholder informasjonen som skal publiseres i medhold av rapporteringsdirektivet, skal det universelle registreringsdokumentet anses å oppfylle utstederens plikt til å offentliggjøre årsrapport i medhold av rapporteringsdirektivet. Tilsvarende gjelder for plikten til offentliggjøring av halvårsrapporten, der universelt registreringsdokument er publisert innenfor fristen for offentliggjøring av halvårsrapporten.

Et universelt registreringsdokument skal være gyldig for bruk som en del av et prospekt i en periode på 12 måneder etter godkjenning eller registrering. Utløp av 12-måneders-perioden vil ikke påvirke gyldigheten av et prospekt som universelt registreringsdokument utgjør en del av.

4.2.3 Utvalgets vurderinger

Prospektforordningens regler om universelt registreringsdokumenter er nye og har ikke noe

motstykke i gjeldende regler. Ettersom prospektforordningen gjennomføres ved inkorporasjon, er det ikke behov for ytterligere regler for å gjennomføre bestemmelsene. Av artikkel 9 nr. 12 fremgår det at Kommisjonen innen 21. januar 2019 skal utarbeide utfyllende regler om universelt registreringsdokument. Slike regler er foreløpig ikke utarbeidet, men utvalget foreslår at den forventede kommisjonsforordningen gjennomføres ved inkorporasjon i verdipapirforskriften.

4.3 EØS-vekstprospekt

4.3.1 Gjeldende rett

Gjeldende rett inneholder ikke forenklede regler som svarer til reglene om EØS-vekstprospekt. Verdipapirforskriften kapittel 7 del V inneholder imidlertid forenklede krav for tegningsrettsemi-sjoner, selskaper med lav markedsverdi, SMB og kredittinstitusjoner som følger av kommisjonsforordning (EU) 809/2004 med endringer, slik denne er gjennomført i forskriften § 7-13.

4.3.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen artikkel 15 etablerer en ny form for prospekt –EØS-vekstprospekt– som gir forenklede innholdskrav for enkelte utstedere, forutsatt at de ikke har omsettelige verdipapirer tatt opp til notering på regulert marked. Bakgrunnen for innføring av den nye typen prospekt er nærmere omtalt i fortalen avsnitt 51 til 53. Her understrekes det at et av de viktige formålene med kapitalmarkedsunionen er å bedre tilgangen til kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Ettersom slike bedrifter gjennomgående trenger å innhente mindre kapital enn større foretak blir kostnadene ved å utarbeide fullt prospekt relativt sett høyere, slik at det oppstår et misforhold som kan hindre slike utstedere i å hente kapital gjennom tilbud av verdipapirer til markedet. Samtidig er det på grunn av størrelse og ofte kortere historikk, særlige risiko knyttet til SMB. Informasjonen som tilbys investor må være tilstrekkelig til at investor kan treffe en informert investeringsbeslutning. I fortalen avsnitt 52 omtales dette nærmere:

«The reduced information required to be disclosed in EU Growth prospectuses should be calibrated in a way that focuses on information that is material and relevant when investing in the securities offered, and on the need to ensure proportionality between the size of the company and its fundraising needs, on the

one hand, and the cost of producing a prospectus, on the other hand.»

Reglene om EØS-vekstprospekt må ses i sammenheng med at MiFID II innfører regler om særskilte markedsplasser for små og mellomstore bedrifter, såkalte vekstmarkeder for SMB (SME Growth Markets), som skal legge til rette for kapitalinnhentinger for SMB. Hvorvidt dette grepet blir vellykket er imidlertid avhengig av at også prospektregelverket legger til rette for innhenting av kapital for ekspanderende små og mellomstore bedrifter. Fortalen understreker i avsnitt 53 at det ikke er adgang til å utarbeide et EØS-vekstprospekt dersom foretaket har verdipapirer tatt opp til notering på et regulert marked. På denne måten unngår man at investorene på slike markeder må forholde seg til et tosporet informasjonsregime, utelukkende avhengig av størrelsen til utsteder.

EØS-vekstprospekt kan således utarbeides ved tilbud om kjøp eller tegning av verdipapirer til allmennheten, forutsatt at utsteder ikke har verdipapirer tatt opp til notering på regulert marked. Følgende utstedere kan benytte seg av adgangen til å utarbeide EØS-vekstprospekt:

- SMB og tilbydere av verdipapirer utstedt av SMB,
- andre utstedere enn SMB som allerede har verdipapirer tatt opp til handel på et vekstmarked for SMB, eller som søker opptak til slik handel av sine verdipapirer, forutsatt at slike utstedere har en gjennomsnittlig markedsverdi på mindre enn 500 millioner euro beregnet på bakgrunn av sluttkursen for de tre foregående kalenderår,
- andre utstedere såfremt tilbudet til allmenheten i EØS-området ikke utgjør et beløp som overstiger 20 millioner euro beregnet over en periode på 12 måneder og videre forutsatt at (i) utsteder ikke har verdipapirer tatt opp til handel på en MHF og (ii) utsteder har et gjennomsnittlig antall ansatte gjennom foregående regnskapsår som ikke overstiger 499 personer,

Et EØS-vekstprospekt skal utarbeides på standardisert format og med et lettfattelig språk. EØS-vekstprospekt skal være enkelt for utstedere å utarbeide. Dokumentet skal bestå av et registreringsdokument, et sammendrag og et verdipapirdokument som er tilpasset EØS-vekstprospekt.

ESMA fremmet 28. mars 2018 forslag om nærmere innholdskrav for EØS-vekstprospekter.

Det er foreslått at registreringsdokumentet blant annet skal inneholde følgende informasjon:

Informasjon om ansvarlige personer herunder ansvarserklæring, informasjon om utstедers strategi, prestasjoner og forretningsmessige miljø, beskrivelse av risikofaktorer, informasjon om prinsipper for eierstyring og informasjon om aksjonærer og andre rettighetshavere, samt finansiell nøkkelinformasjon og KPI'er (key performance indicators).

For verdipapirdokumentet er det foreslått at det skal inntas informasjon om blant annet formålet med tilbudet og ansvarlige personer, erklæring om arbeidskapital og erklæring om kapitalisering og gjeld, sentrale risikofaktorer og emisjonsteknisk informasjon/detaljer om tilbudet, samt informasjon om vilkårene og betingelsene som gjelder for verdipapirene.

Det er også foreslått egne innholdskrav for sammendrag til EØS-vekstprospekter.

Kommisjonen forventes innen 21. januar 2019 å fastsette de nærmere innholdskravene for EØS-vekstprospekt.

4.3.3 Utvalgets vurderinger

Prospektforordningens regler om EØS-vekstprospekt er nye og har ikke noe motstykke i gjeldende regler. Ettersom prospektforordningen gjennomføres ved inkorporasjon, er det ikke behov for ytterligere regler for å gjennomføre bestemmelsene om EØS-vekstprospekt. Kommisjonen skal utarbeide utfyllende regler om innholdskrav. Sett hen til de forslag som foreligger, fremtrer innholdskravene for EØS-vekstprospekter noe begrenset i forhold til innholdskravene for EØS-prospekter generelt, se nærmere behandling i kapittel 4.3.2. De nye reglene er foreløpig ikke vedtatt, men forslås gjennomført ved inkorporasjon i verdipapirforskriften når de foreligger. Verdipapirforskriften gjennomfører i kapittel 7, del V de forenklete kravene som gjelder i kommisjonsforordning (EF) nr. 809/2004 for selskap med lav markedsverdi og små og mellomstore bedrifter. Utvalget foreslår å oppheve verdipapirforskriftens kapittel 7 del V da disse bestemmelsene vil erstattes av prospektforordningens regler. Det vises til nærmere omtale i kapittel 3.2.

4.4 Prospekt bestående av flere deler

4.4.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven § 7-14 kan et prospekt utformes som ett eller flere dokumenter. Dersom prospektet utformes som flere separate dokumenter, skal disse omtales som registre-

ringsdokument, verdipapirdokument og sammendrag. Et godkjent registreringsdokument kan benyttes i 12 måneder etter godkjenningen, forutsatt at det utarbeides tillegg der dette er påkrevet i medhold av verdipapirhandelloven § 7-15, eller at tilsvarende opplysninger fremkommer i et verdipapirdokument.

4.4.2 Forventet EØS-rett

Etter prospektforordningen artikkel 10 skal en utsteder som allerede har utarbeidet et godkjent registreringsdokument, kun utarbeide et verdipapirdokument og et sammendrag ved tilbud om tegning eller opptak til notering av finansielle instrumenter. Tilsvarende gjelder for universelt registreringsdokument som allerede er godkjent. Der et universelt registreringsdokument er registrert uten forutgående godkjenning, skal imidlertid hele prospektet være gjenstand for godkjenning. Et prospekt bestående av flere deler skal i medhold av prospektforordningen artikkel 12 være gyldig i 12 måneder fra godkjenningen, for-

utsatt at det er publisert tillegg i medhold av prospektforordningen artikkel 23. Gyldighetsperioden løper fra godkjenningen av verdipapirdokumentet. Registreringsdokumentet er gyldig i 12 måneder fra godkjenningen, likevel slik at utløp av gyldighetsperioden ikke vil påvirke adgangen til å bruke registreringsdokumentet som del av et godkjent prospekt.

4.4.3 Utvalgets vurderinger

Prospektforordningen artikkel 10 erstatter verdipapirhandelloven § 7-14 som dermed forslås opphevet. Dette medfører ingen endringer i adgangen til å benytte seg av tredelt prospekt. Adgangen til å benytte universelt registreringsdokument etter prospektforordningen artikkel 9, er ny. Muligheten til å benytte et godkjent universelt registreringsdokument som en del av prospekt, kombinert med at regelmessige utstedere skal dra nytten av en raskere godkjenningsprosess, innebærer mulighet for betydelig forenkling for utstedere notert på regulert marked og MHF.

Kapittel 5

Språk

5.1 Gjeldende rett

Det følger av verdipapirhandelloven § 7-17 at prospekt skal utarbeides på norsk, engelsk, svensk eller dansk. Prospektmyndigheten kan kreve at sammendraget oversettes til norsk. Etter Finanstilsynets praksis stilles det kun krav om oversettelse av sammendraget til norsk dersom norsk tegningsblankett vedlegges prospektet. Når det gjelder bakgrunnen for dagens regulering, vises det til Ot.prp. nr. 69 (2004–2005) punkt 5.6.3:

«Etter vphl. § 5-5 tredje ledd kan børsen eller Foretaksregisteret kreve at prospektet utarbeides på norsk. Bestemmelsen forutsetter at prospekter i utgangspunktet kan utarbeides på andre språk. Normalt kreves ikke oversettelse av prospekter utarbeidet på engelsk, svensk eller dansk, jf. også NOU 1996: 2 s 153. I praksis gis imidlertid ofte et sammendrag på norsk når prospektet er utarbeidet på engelsk, under tiden på oppfordring fra børsen.

Prospekter hvor andre fremmedspråk er benyttet vil nok normalt bli krevd oversatt til norsk eller engelsk. Børsen har gjerne godtatt engelsk for selskaper med internasjonal orientering og med engelsk som konsernspråk, typisk hvis selskapet allerede har fått dispensasjon for løpende informasjonsgivning på engelsk etter børsforskriften § 23-5 annet ledd.

Arbeidsgruppen har tatt utgangspunkt i at prospekt som gjelder tilbud eller søknader om notering i det norske markedet, skal utarbeides på norsk. I samsvar med dagens praksis foreslås det videre lovfestet at prospekt kan utarbeides på svensk og dansk.

Arbeidsgruppen legger til grunn at engelsk i økt grad blir benyttet som internt forretningspråk også i norske bedrifter. Dette skyldes både at bedriftene har utenlandske medkontra- henter og eiere, samt at styrene i norske selskaper i større grad enn tidligere har utenland- ske styremedlemmer. Arbeidsgruppen viser videre til at det er selskaper notert på Oslo

Børs, som har hovedkontor i utlandet. Også for disse vil engelsk være forretningsspråket, eventuelt i tillegg til det nasjonale språket. Sett hen til det generelle kompetansenivået når det gjelder språk i den norske befolkningen, kan arbeidsgruppen ikke se at det skulle være grunn til å avskjære tilbydere og søkere om notering fra å utarbeide prospekt på engelsk. Etter arbeidsgruppens vurdering vil dette kunne bidra til å redusere kostnadene for norske utstedere som innhenter kapital både i Norge og i utlandet. En mulighet til å benytte engelsk kan videre bidra til å gjøre det norske markedet mer tilgjengelig for utenlandske utstedere. For øvrig vises det til at sammendra- get, etter arbeidsgruppens forslag, kan kreves oversatt til norsk.»

5.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen artikkel 27 stiller krav til hvilke språk som skal benyttes i prospekt etter forordningen.

Der et tilbud eller søknad om notering på regulert marked fremsettes i utstederens hjemstat, skal EØS-prospekt etter artikkel 27 utarbeides på et språk som er akseptert av prospektmyndigheten i den staten. Der et EØS-prospekt skal publiseres i en eller flere EØS-stater, men ikke i utstederens hjemstat, skal prospektet enten utarbeides på et språk som er akseptert av prospektmyndighetene i de aktuelle statene, eller på et språk som er vanlig i den internasjonale finansverdenen. Prospektmyndighetene i hver aktuell vertsstat skal i slike tilfeller kunne kreve at sammendraget er tilgjengelig på sitt offisielle språk, eller i et annet språk akseptert av prospektmyndigheten i den staten, men skal ikke kunne kreve oversettelse av andre deler av prospektet.

Der et EØS-prospekt skal benyttes i flere EØS-stater inkludert hjemstaten, skal prospektet utarbeides på et språk som aksepteres i hjemstaten, og skal i tillegg være tilgjengelig på et språk som

aksepteres av prospektmyndigheten i hver aktuell vertsstat, eller på et språk som er alminnelig akseptert i den internasjonale finansverdenen. Prospektmyndigheten i hver aktuell vertsstat skal kunne kreve at sammendraget er tilgjengelig i sitt offisielle språk, eller i et annet språk som aksepteres av prospektmyndigheten i den aktuelle EØS-staten, men skal ikke kunne kreve oversettelse av andre deler av prospektet.

For grunnprospekter skal endelige vilkår og sammendrag utarbeides i samme språk som det godkjente grunnprospektet. Det gjelder også særlige krav til prospekt som gjelder opptak til notering på regulert marked for ikke-aksjerelaterte verdipapirer i flere EØS-stater. Her kan prospektet utarbeides enten på et språk akseptert av både hjemstaten og vertsstaten, eller på et språk som er alminnelig akseptert i internasjonal finansverden dersom verdipapirene bare skal handles på regulert marked som kun profesjonelle investorer har tilgang til, eller verdipapirene har en pålydende verdi på minst 100 000 euro.

5.3 Utvalgets vurderinger

Prospektforordningen artikkel 27 viderefører i stor grad kravene til språk etter gjeldende rett, jf. verdipapirhandelloven § 7-17. Prospektforordningen legger opp til at EØS-prospekt skal utarbeides på et språk som prospektmyndigheten aksepterer, likevel slik at et prospekt som skal benyttes grensekryssende etter utsteders valg kan utarbeides på et språk som er alminnelig akseptert i den internasjonale finansverdenen. Krav til språk ved grensekryssende bruk av EØS-prospekt, er ikke regulert i verdipapirhandelloven i dag. Ettersom det vanlige er å benytte engelsk som prospektspråk ved grensekryssende tilbud, antar utvalget at de nye reglene ikke innebærer noen vesentlig endring.

Ettersom det følger direkte av prospektforordningen at prospektmyndigheten skal beslutte hvilke språk som skal aksepteres, er det etter utvalgets vurdering ikke behov for å foreslå særskilt regulering eller ytterligere hjemmel i loven om fastsettelse av språk.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-17 oppheves fordi den vil erstattes av forordningen artikkel 27.

Kapittel 6

Ansvar for EØS-prospekt

6.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 7-18 gir regler om ansvar for prospekt. Bestemmelsen gjennomfører prospektdirektivet artikkel 6. Ved tilbud om tegning eller kjøp av aksjer som fremsettes av det selskapet som har utstedt aksjene, er selskapets styre ansvarlig for at prospektet fyller de krav som er fastsatt, se § 7-18 første ledd. Tilsvarende gjelder ved opptak til notering på regulert marked. Etter annet ledd skal det fremgå av prospektet hvem som er ansvarlig. Tredje ledd fastsetter at de som er ansvarlige for prospektet, skal avgi en erklæring om at opplysningene i prospektet så langt de kjenner til er i samsvar med de faktiske forhold, og om at prospektet ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som er av betydning ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet, eller at det i prospektet ikke forekommer utelatelser som er av en slik art at de kan endre prospektets betydningsinnhold.

6.2 Forventet EØS-rett

Prospektdirektivet artikkel 6, videreføres med enkelte språklige endringer og noen tillegg i prospektforordningen artikkel 11.

Forordningens artikkel 11 nr. 1 fastsetter at EØS-statene skal påse at ansvaret for informasjon som gis i prospekt etter omstendighetene minst skal påhvile utstederen, eller dennes administrative eller styrende organer, tilbyderer, person som søker om opptak til notering på regulert marked eller garantistene. Den som er ansvarlig for prospektet, skal tydelig identifiseres i prospektet med navn og stilling, eller eventuelt navn og hjemsted etter vedtektene dersom det er tale om en juridisk person. Nevnte personer skal avgi en erklæring om at opplysningene i prospektet etter deres beste overbevisning er i overensstemmelse med fakta, og at det i prospektet ikke er utelatt opplysninger som må forventes å kunne påvirke prospektets innhold.

Artikkel 11 nr. 2 første ledd viderefører prospektdirektivet artikkel 6 nr. 2 første ledd uten endringer og fastsetter at EØS-statene skal påse at deres lover, forskrifter og administrative bestemmelser om sivilrettslig ansvar gjelder for de personer som er ansvarlig for opplysningene i prospekt.

Artikkel 11 nr. 2 annet ledd inneholder bestemmelser om ansvar for sammendraget i prospekt. Her fremgår det at EØS-statene skal påse at ingen blir ansvarlig for opplysningene i sammendraget alene, eller oversettelser av dette, med mindre sammendraget er villedende, upresist eller inkonsistent når det leses i sammenheng med resten av prospektet. Tilsvarende gjelder der sammendraget ikke inneholder nøkkelinformasjon som skal hjelpe investorer som vurderer å investere i verdipapirene når det leses sammen med prospektets øvrige deler.

Artikkel 11 nr. 3 fastsetter at ansvar for opplysninger i et registreringsdokument kun påhviler personer som omfattes av prospektansvaret etter artikkel 11 nr. 1 der registreringsdokumentet eller universelt registreringsdokument benyttes som del av et godkjent prospekt som skal inngå som del av godkjent EØS-prospekt.

6.3 Utvalgets vurderinger

Prospektforordningen artikkel 11 viderefører med enkelte presiseringer og tillegg, prospektdirektivet artikkel 6. Blant annet innlemmes regler om ansvar for universelt registreringsdokument i bestemmelsen. Utvalget bemerker at bestemmelsen fortsatt krever gjennomføring i norsk rett ettersom forordningen ikke gir regler som gjelder direkte, men fastsetter at nasjonale myndigheter skal sørge for at det finnes regler. Artikkel 6 nr. 1 er gjennomført i verdipapirhandelloven § 7-18, men med en mindre detaljert ordlyd.

For så vidt gjelder ansvar for EØS-prospekt som gjelder tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer som fremsettes av det selskapet som har utstedt verdipapirene, følger det av

§ 7-18 første ledd at selskapets styre er ansvarlig for at EØS-prospektet fyller de krav som er fastsatt. Tilsvarende gjelder for prospekt ved opptak til notering på regulert marked. Utvalget foreslår å videreføre gjeldende regel i ny § 7-3 første ledd med enkelte språklige presiseringer.

For tilfeller der andre enn utsteder tilbyr verdipapirene, fastsetter § 7-18 annet ledd at det skal fremgå hvem som er ansvarlig for prospektet, men det er ikke nærmere angitt hvem dette ansvaret påhviler. I prospektforordningen artikkel 11 nr. 1, fremgår det imidlertid at ansvar for at EØS-prospektet fyller de krav som er fastsatt, i det minste skal påhvile tilbyderer, personen som søker opptak til notering, eller eventuelle garantister etter omstendighetene. Utvalget mener bestemmelsen bør gis en utforming som ligger nærmere forordningens ordlyd. Dette vil, slik utvalget ser det, bidra til å understreke at en eller flere av de nevnte personer skal være den som står ansvarlig for det samlede innholdet i prospektet. De ansvarlige må påta seg ansvar for den samlede informasjonen i prospektet. For så vidt gjelder garantister, vil utvalget mene at det er praktisk at kan de påta seg ansvar for deler av prospektet, for eksempel informasjon som gjelder garantisten selv. Utvalget viser til at det i forordningen kun stilles krav om at minst én av nevnte personer skal påta seg ansvaret for EØS-prospektet som helhet, og det er således adgang til å regulere delansvar for relevante personer. Utvalget har imidlertid ikke funnet det hensiktsmessig å foreslå en nærmere regulering av slikt delansvar og viser til at det i veiledninger fra ESMA (ESMA questions and answers version 27 (October 2017) no. 45) er tydeliggjort at slikt delansvar kan etableres frivillig.

Utvalget har på denne bakgrunn utarbeidet utkast til nytt § 7-3 annet ledd som ligger nærmere ordlyden i forordningen. Utvalget bemerker for øvrig at artikkel 11 nr. 3 presiserer hvilket ansvar som gjelder for opplysninger i registreringsdokumenter og universelle registreringsdokumenter. Bestemmelsen gjelder direkte slik at ytterligere lovregler ikke er nødvendig.

Prospektforordningen artikkel 11 nr. 1 fastsetter at personene som er ansvarlige for prospektet klart skal angis i prospektet. Det fremgår at nevnte personer skal avgi en ansvarserklæring om at prospektet så langt de er kjent med, inneholder alle relevante opplysninger og at opplysningene

som gis er korrekte. Bestemmelsen svarer til verdipapirhandelloven § 7-18 tredje ledd, men med en noe forenklet ordlyd. Etter ordlyden i artikkel 11 nr. 1 er det ikke krav om at erklæringen skal angi særskilt at det ikke er gitt villedende eller ufullstendige opplysninger som er av betydning ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet. Etter utvalgets syn innebærer dette imidlertid ikke en endring, da nevnte erklæringer må anses for å være dekket av erklæringen om at prospektet skal inneholde alle relevante opplysninger, og at disse skal være korrekte. Utvalget bemerker for øvrig at ordlyden i artikkel 11 svarer fullt ut med ordlyden i prospektdirektivet artikkel 6. Ettersom forordningens bestemmelse vil gjelde direkte, foreslår utvalget at nevnte bestemmelse oppheves. For så vidt gjelder nasjonale prospekter viser utvalget til omtale i kapittel 11.7.2.2.

For så vidt gjelder artikkel 11 nr. 2 gjelder denne erstatningsrettslige regler. Bestemmelsene viderefører prinsippene i prospektdirektivets artikkel 6, men bestemmelsen om ansvar for sammenheng gir mer detaljerte regler. Det er også tatt inn et tillegg om ansvar for opplysninger i registreringsdokument.

I Ot.prp. nr. 69 (2004–2005) kapittel 6 la departementet til grunn at det ikke er behov for gjennomføring av disse bestemmelsene i norsk rett. Departementet uttalte:

«Departementet er enig i arbeidsgruppens vurdering av at det ikke er nødvendig å innta en eksplisitt ansvarsbestemmelse i verdipapirhandelloven. Det vises til at andre personers og selskapers erstatningsansvar vil reguleres av de alminnelige lovfestede og ulovfestede regler. Departementet legger i likhet med arbeidsgruppen til grunn at alminnelige erstatningsregler tilsier at det ikke skal kunne knyttes sivilrettslig ansvar til en person utelukkende på basis av informasjonen i sammendraget.»

Utvalget er ikke kjent med forhold som tilsier at det bør gjøres en fornyet vurdering av behandlingen av artikkel 11 nr. 2. Utvalget viser til begrunnelsen som er gjengitt over. Utvalget kan dermed ikke se at det er behov for å utarbeide ytterligere regler.

Kapittel 7

Prospektmyndighet, kontroll og offentliggjøring av EØS-prospekter

7.1 Prospektmyndighet for EØS-prospekt

7.1.1 Gjeldende rett

Det følger av verdipapirhandelloven § 7-7 annet ledd at EØS-prospekt skal være godkjent før offentliggjøring. Bestemmelsens tredje ledd fastsetter at EØS-prospekt som gjelder tilbud rettet mot det norske markedet, eller opptak til notering på norsk regulert marked, skal godkjennes av prospektmyndigheten med mindre annet følger av bestemmelsen eller av verdipapirhandelloven § 7-9 om gjensidig anerkjennelse av prospekter. Av fjerde ledd følger det at EØS-prospekt som er utarbeidet av en utsteder med registrert forretningskontor i Norge, skal godkjennes av prospektmyndigheten i Norge selv om tilbudet bare rettes mot markeder i en annen EØS-stat, eller bare gjelder opptak til notering på regulert marked i en annen EØS-stat.

En tilbyder eller utsteder kan likevel velge at myndigheten i den EØS-staten hvor tilbudet fremsettes eller opptak til notering søkes, skal godkjenne prospektet dersom prospektet gjelder ikke-aksjerelaterte verdipapirer som har minste pålydende på 1 000 euro eller mer, eller gir rett til å kjøpe underliggende verdipapirer eller gir rett til kontantoppgjør. Femte ledd fastsetter at prospektmyndigheten kan godkjenne prospekt utarbeidet av utstedere med registrert hovedkontor i land utenfor EØS, etter de regler som gjelder i dette landet, forutsatt at prospektet er utarbeidet etter internasjonale standarder og opplysningene i prospektet tilsvarer de opplysninger som etter bestemmelsene i lovens kapittel syv skal gis i EØS-prospekt.

Det følger av verdipapirhandelloven § 7-8 sjette ledd at Finanstilsynet er prospektmyndighet.

7.1.2 Forventet EØS-rett

Forbudet mot å offentliggjøre et prospekt uten forutgående godkjenning av prospektmyndigheten, videreføres i prospektforordningen artikkel 20 nr. 1. Prospektmyndigheten skal etter prospektforordningen artikkel 20 nr. 2 så snart som mulig informere ESMA om at EØS-prospekt og eventuelle tillegg er godkjent, og senest ved utløpet av første virkedag etter at utstederen eller tilbyderen er meddelt godkjenningen. Regelen har sammenheng med at ESMA har oppgaver etter forordningen, herunder blant annet med registrering av prospektet.

Prospektforordningen artikkel 2 første ledd bokstav m) fastsetter hvilken stat i EØS-området som er utsteders hjemstat etter forordningen, og følgelig hvilken stats myndighet som vil være prospektmyndighet. For utstedere som er etablert i EØS-området, er hjemstaten den EØS-staten der utsteder har registrert forretningsadresse (registreringsstaten). For utstedere av ikke-aksjerelaterte verdipapirer med pålydende verdi på minst 1 000 euro, er hjemstaten, etter utsteders valg, enten der utstederen har sitt registrerte forretningskontor, eller den EØS-stat der verdipapirene skal tilbys til allmennheten eller søkes tatt opp til notering for første gang. Tilsvarende gjelder for utstedere av ikke-aksjerelaterte verdipapirer som gir rett til å erverve omsettelige verdipapirer eller motta et kontantoppgjør, såfremt utstederen av denne rettigheten ikke er den samme som utstederen av det underliggende verdipapiret eller enhet i samme konsern.

For utstedere som har sitt registrerte forretningskontor utenfor EØS-området, vil hjemstaten i EØS-området, etter utstederens valg, være den EØS-stat der verdipapirene skal tilbys til allmennheten for første gang eller der søknad om opptak til notering på regulert marked skjer for første gang. Slike utstedere kan på visse vilkår velge hjemstat i EØS-området.

Etter prospektforordningen artikkel 20 nr. 8 kan utstederen, tilbyderer, eller person som søker opptak til notering på regulert marked, anmode prospektmyndigheten om overføring av kontroll av EØS-prospekt til prospektmyndigheten i en annen EØS-stat. Slik overføring av kontroll krever forutgående melding til ESMA og samtykke fra den aktuelle EØS-staten som kontrollen søkes overført til. En slik overføring vil kun gjelde med virkning for det aktuelle EØS-prospektet som søkes godkjent og vil ikke ha virkning for etterfølgende kontroller av EØS-prospekt.

7.1.3 Utvalgets vurderinger

Prospektforordningen artikkel 20 viderefører i stor grad dagens regler om plikt til å få et EØS-prospekt godkjent før offentliggjøring. Reglene om hjemstatsreguleringen videreføres i hovedsak i samsvar med gjeldende rett. Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-7 annet ledd oppheves fordi den erstattes med prospektforordningen artikkel 20.

7.2 Kontroll av EØS-prospekter

7.2.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 7-8 fastsetter at prospektmyndigheten ved godkjenning av EØS-prospekt skal påse at prospektet inneholder de opplysninger som kreves etter lov eller forskrift. Kontroll av prospekt som gjelder verdipapirer som er fungible med allerede noterte verdipapirer, skal avsluttes senest fem arbeidsdager etter at fullstendig prospekt er mottatt av prospektmyndigheten. Det samme gjelder ved kontroll av prospekt som gjelder verdipapirer der det tidligere er utarbeidet prospekt etter reglene om tilbud. I andre tilfeller skal kontrollen avsluttes senest ti arbeidsdager etter at fullstendig prospekt er mottatt av prospektmyndigheten.

7.2.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen artikkel 20 gjelder godkjenning av EØS-prospekter og fastsetter hvilke tidsfrister som gjelder for prospektmyndighetens kontroll. For utstedere som søker opptak til notering på regulert marked, gjelder det en tidsfrist på ti virkedager fra fullstendig prospekt er mottatt til kontroll. For tilbud som gjelder en utsteder som ikke har finansielle instrumenter tatt opp til notering på regulert marked, eller som ikke tidligere

har tilbudt omsettelige verdipapirer til allmennheten, gjelder det en frist på 20 virkedager. Det presiseres at fristen på 20 virkedager bare gjelder den første tilbakemeldingen. Dersom det er behov for etterfølgende innsendelser, skal fristen på ti virkedager gjelde. For regelmessige utstedere som utarbeider prospekt som består av flere deler, gjelder det en tidsfrist på fem arbeidsdager, forutsatt at slike utstedere gir forhåndsvarsel på minst fem arbeidsdager til prospektmyndigheten forut for planlagt innsendelse av prospektet til kontroll.

Dersom prospektmyndigheten finner at prospektet ikke tilfredsstiller kravene til EØS-prospekt, skal det gis melding om dette til utstederen eller tilbyderer og om hvilke endringer som er påkrevet. Fristen begynner å løpe fra den dagen oppdatert informasjon er innsendt til prospektmyndigheten for kontroll. Dersom utstederen eller tilbyderer er ute av stand til – eller ikke villig til – å foreta slike nødvendige endringer, eller å gi tilleggsinformasjon, skal prospektmyndigheten nekte godkjenning av prospektet og terminere prospektkontrollen.

Kommisjonen skal fastsette utfyllende rettsakter for kontroll av EØS-prospekter, herunder hvilke krav som gjelder til fullstendighet, forståelighet og konsistens, samt fremgangsmåten for godkjenning av prospekter. ESMA fremmet 28. mars 2018 forslag til utfyllende rettsakter for kontroll av EØS-prospekter. ESMA har også foreslått et sett med retningslinjer for prospektkontrollen som skal bidra til å allokere ressurser på en hensiktsmessig måte og sikre at det så langt som mulig vil være lik tilnærming til prospektkontrollen i EØS-området. Prospektmyndighetene vil imidlertid ha adgang til å tilpasse prospektkontrollen etter behov.

7.2.3 Utvalgets vurderinger

Prospektforordningens regler om tidsfrist for prospektmyndighetens tilbakemelding på EØS-prospekt innebærer endringer i forhold til gjeldende rett. Fristen for tilbakemelding på prospekt utarbeidet i forbindelse med opptak til notering endres fra fem virkedager til ti virkedager. Samtidig fremgår det at prospekt utarbeidet av regelmessige utstedere, skal gjennomgå i løpet av fem virkedager, forutsatt at det gis minimum fem virkedager forhåndsvarsel til prospektmyndigheten. Videre innebærer prospektforordningen at fristen for kontroll av tilbudsprospekt for ikke-noterte utstedere økes fra 10 virkedager til 20 virkedager.

Kommisjonen skal fastsette utfyllende rettsakter om gjennomføring av prospektkontrollen. Forslag til slike utfyllende rettsakter ble fremsatt av ESMA 28. mars 2018, men er ennå ikke vedtatt av Kommisjonen. Utvalget bemerker at det er hensiktsmessig med retningslinjer som gir lik tilnærming til prospektkontrollen. Dette vil bidra til at de bærende hensyn bak prospektforordningen ivaretas, ved at utstedere vil kunne forvente tilnærmet lik gjennomføring av prospektkontrollen i de ulike EØS-statene.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-8 og verdipapirforskriften § 7-3 oppheves fordi de erstattes av forordningens regler. Utvalget foreslår videre at utfyllende kommisjonsrettsakter gjennomføres i verdipapirforskriften.

7.3 Offentliggjøring av EØS-prospekter

7.3.1 Gjeldende rett

Reglene om offentliggjøring av EØS-prospekt er inntatt i verdipapirhandelloven §§ 7-19 (offentliggjøring) og 7-20 (annonser). EØS-prospekt skal offentliggjøres senest når tilbudsperioden starter, eller opptak til notering skjer. Prospektet kan offentliggjøres ved at det innrykkes i minst en riksdekkende avis, at det stilles vederlagsfritt til disposisjon for allmennheten på tilbyderens forretningskontor eller på markedsplassens forretningskontor og hos verdipapirforetaket som plasserer tilbudet, at det gjøres tilgjengelig elektronisk på hjemmesiden til tilbydereren, markedsplassen eller eventuelle verdipapirforetak som plasserer tilbudet, eller gjøres tilgjengelig på prospektmyndighetens hjemmeside. Ved offentliggjøring som angitt ovenfor, utenom der prospektet stilles vederlagsfritt til allmennhetens disposisjon, skal prospektet også offentliggjøres elektronisk. Ved offentliggjøring på annen måte enn ved innrykk i en riksdekkende avis, skal det opplyses i en riksdekkende avis hvor prospektet er tilgjengelig. Prospektet i papirformat skal kunne innhentes vederlagsfritt, og akseptformular skal kun gis ut sammen med fullstendig prospekt. Dersom det orienteres om tilbudet i annonser eller på annen måte, skal det samtidig opplyses om at nærmere opplysninger fremgår av prospektet, samt hvor prospektet kan innhentes. Opplysningene skal være i overensstemmelse med opplysningene i prospektet.

Det følger av verdipapirforskriften § 7-4 at en liste over prospekter som er godkjent de siste 12 måneder, skal fremgå av Finanstilsynets nettside.

Listen skal inneholde opplysninger om hvordan prospektet er gjort tilgjengelig for offentligheten og hvor det kan innhentes.

7.3.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen artikkel 21 fastslår at et godkjent prospekt skal offentliggjøres i rimelig tid før, eller senest ved begynnelse av tilbudsperioden (for tilbud), eller tidspunktet for opptak til notering på regulert marked. For aksjer som skal tas opp til notering for første gang, skal prospektet offentliggjøres senest seks arbeidsdager før utløpet av tilbudsperioden. Offentliggjøring skal anses å ha skjedd når prospektet er offentliggjort elektronisk på hjemmesiden til utsteder, tilbydere eller den som søker opptak til notering, hjemmesiden til finansielle mellommenn som plasserer eller selger verdipapirene, inkludert oppgjørsagenter, eller på hjemmesiden til regulert marked der opptak til notering søkes, eller, dersom opptak til notering ikke søkes på regulert marked, på hjemmesiden til operatøren av MHF.

Prospektet skal være tilgjengelig for nedlasting og i et søkbart elektronisk format som ikke kan modifiseres. Dokumenter som er inntatt ved henvisning, tillegg til prospekt og/eller endelige vilkår, samt en separat kopi av sammendraget, skal være tilgjengelig på samme side, herunder ved bruk av hyperlinker der dette er nødvendig. Den separate kopien av sammendraget skal tydelig angi hvilket prospekt det relaterer seg til. Tilgang til prospektet skal ikke være betinget av registrering, aksept av «disclaimer» som begrenser juridisk ansvar eller betaling av gebyr. Det vil imidlertid fortsatt være adgang til å innta begrensninger mht. hvilke jurisdiksjoner som tilbudet fremmes i, eller opptak til notering skjer.

Prospektmyndigheten skal på sin hjemmeside publisere alle prospekter som er godkjent eller en liste med godkjente prospekter med hyperlink til nettstedet hvor prospektet er tilgjengelig. Prospektmyndigheten skal samtidig sende en elektronisk kopi av prospektet og eventuelle tillegg til ESMA, som skal publisere disse på sin hjemmeside.

Prospekter skal være offentlig tilgjengelig i elektronisk format i en periode på minst 10 år.

Et godkjent prospekt skal inneholde en tydelig advarsel om når gyldigheten av prospektet utløper. Advarselen skal også angi at plikten til å utarbeide et tillegg til prospekt ikke lenger gjelder når prospektets gyldighetsperiode er utløpt.

Kopi av prospektet på et varig medium skal til enhver tid kunne leveres til potensielle investorer

på forespørsel og uten kostnad. Dette omfatter også en plikt til å utlevere en utskrift av prospektet.

Annonser som utarbeides i forbindelse med et offentlig tilbud, eller opptak til notering på regulert marked, skal tydeliggjøre at prospekt er eller skal publiseres og hvor investorene kan få tilgang til prospektet. Informasjon i annonser skal ikke være unøyaktig eller villedende og skal være konsistent med informasjonen i prospektet. Der vesentlig informasjon offentliggjøres av en utsteder eller tilbyder, og adresseres til en eller flere investorer i muntlig eller skriftlig form, skal informasjonen offentliggjøres til alle investorer som tilbudet rettes til, eller inkluderes i prospektet eller i et tillegg til prospektet.

7.3.3 Utvalgets vurderinger

Kravene om offentliggjøring samt regler for annonser som følger av verdipapirhandelloven §§ 7-19 og 7-20, videreføres i stor grad i prospektforordningen artikkel 21. En praktisk endring knytter seg til fremgangsmåten for offentliggjøring av EØS-prospekt, der alternativene knyttet til innrykk i offentlig avis fjernes og det i stedet stilles krav om at EØS-prospekter skal offentliggjøres elektronisk.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-19 og § 7-20 oppheves idet de erstattes med prospektforordningen artikkel 21. For så vidt gjelder nye regler om nasjonale prospekter vises det til kapittel 11.

Kapittel 8

Gyldighet av EØS-prospekt og tillegg til prospekt

8.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven § 7-12 kan et godkjent prospekt benyttes i inntil 12 måneder etter godkjenningen, forutsatt at det utarbeides et tillegg til prospekt i medhold av verdipapirhandelloven § 7-15 der det er påkrevet. Et godkjent grunnprospekt kan benyttes i inntil 12 måneder, eller til perioden for utstedelse av verdipapirene er utløpt, etter nærmere regler fastsatt av departementet i forskrift. Etter verdipapirforskriften § 7-19 kan et grunnprospekt som er utarbeidet i forbindelse med utstedelsesprogrammer, benyttes i inntil 12 måneder. I tillegg vil grunnprospekter som er utarbeidet i forbindelse med ikke-aksjerelaterte verdipapirer som utstedes løpende eller gjentatte ganger av kredittinstitusjoner, benyttes inntil perioden for utstedelse av verdipapirene er utløpt. Et godkjent registreringsdokument kan benyttes i inntil 12 måneder etter godkjenningen, forutsatt at det utarbeides tillegg i samsvar med § 7-15 eller at tilsvarende opplysninger fremkommer i et verdipapirdokument.

Verdipapirhandelloven § 7-15 fastsetter at enhver ny omstendighet, vesentlig feil eller unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene, og som fremkommer mellom tidspunktet for godkjenningen av prospektet og tidspunktet for akseptperiodens utløp eller opptaket til notering, skal fremgå av et tillegg til prospektet. Tillegget skal godkjennes i samsvar med § 7-7 og offentliggjøres uten ugrunnet opphold i samsvar med § 7-19.

8.2 Forventet EØS-rett

Det følger av prospektforordningen artikkel 12 at et EØS-prospekt, enten dette er utformet som ett dokument eller som flere separate dokumenter, skal være gyldig i 12 måneder etter godkjenningen, forutsatt at det utformes et tillegg til prospekt i medhold av prospektforordningens artikkel 23. Etter denne bestemmelsen skal det ved enhver ny

hendelse, vesentlig feil eller vesentlig unøyaktighet som oppstår i tidspunktet mellom godkjenningen av prospektet og utløpet av tilbudsperioden eller opptaket til notering på regulert marked, utformes og offentliggjøres et tillegg til prospektet.

Der et EØS-prospekt består av flere separate dokumenter, skal gyldighetsperioden løpe fra godkjenningen av verdipapirdokumentet. Et registreringsdokument skal være godkjent for bruk i EØS-prospekt i en periode på 12 måneder etter godkjenningen. Utløpet av gyldigheten av registreringsdokumentet skal ikke påvirke gyldigheten av et prospekt som dette dokumentet inngår som del av. Tilsvarende gjelder for universelt registreringsdokument.

Prospektforordningen artikkel 23 viderefører prospektdirektivets regler om plikt til å utarbeide tillegg til prospekt. Med prospektforordningen innføres det imidlertid en tidsfrist på fem virkedager for godkjenning av tilleggsprospekt. Reglene om investorenes adgang til å trekke bestillinger eller tegninger gjort før publisering av tillegget til prospektet, videreføres i prospektforordningen. Det innføres en plikt til å informere om hvor investor kan henvende seg dersom investor ønsker å trekke bestilling eller tegning som er gjort før publisering av tilleggsprospektet. Videre innføres det en plikt for finansielle mellommenn til å informere investorene om muligheten for at det kan bli offentliggjort et tillegg til prospekt, hvor og når det vil bli publisert og at de vil bistå investorene med å trekke sine aksepter. Det innføres også en plikt for finansielle mellommenn til å kontakte investorene den dagen tillegget publiseres. Der verdipapirene kjøpes eller tegnes direkte gjennom utstederen, påhviler disse pliktene utsteder, men med unntak av plikten til å kontakte investorene på dagen for offentliggjøring.

Prospektmyndigheten kan kreve at tillegget omfatter en konsolidert versjon av det endrede prospektet dersom slik konsolidert versjon er nødvendig for å sikre forståelse av informasjonen. Utsteder kan også selv velge å inkludere en slik konsolidert versjon på frivillig basis.

8.3 Utvalgets vurderinger

Prospektforordningen viderefører i all hovedsak bestemmelsene i gjeldende rett om gyldighet for prospekt. Bestemmelsene i prospektforordningen om regler knyttet til gyldighet av universelt registreringsdokument har ikke noe motstykke i gjeldende rett, da adgangen til utforming av et universelt registreringsdokument innføres med prospektforordningen.

Reglene for tillegg til prospekt viderefører i hovedsak gjeldende rett, men plikten finansielle

mellommenn og utstedere får til å gjøre investorer oppmerksomme på tillegget og fremgangsmåten for å trekke en aksept eller en tegning, er ny. I tillegg innebærer forordningen en ny regel om at prospektmyndigheten kan kreve at det utarbeides en konsolidert versjon av prospektet.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven §§ 7-12 og 7-19, oppheves idet de erstattes med prospektforordningens regler. For så vidt gjelder nye regler om nasjonale prospekter vises det til kapittel 11.

Kapittel 9

Grensekryssende tilbud og notering

9.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloven § 7-9 skal et EØS-prospekt som er godkjent av kontrollmyndigheten i en annen EØS-stat, anses godkjent fra det tidspunktet det foreligger melding fra EØS-staten om at prospektet er utarbeidet i samsvar med prospektdirektivet og godkjent av hjemstatens myndighet. Tilbydere med EØS-prospekt godkjent av prospektmyndigheten som skal rette tilbud mot markeder i annen EØS-stat, kan be prospektmyndigheten om å gi melding som nevnt i første ledd til den aktuelle staten. Det samme gjelder ved opptak til notering i en annen EØS-stat. Slik melding skal gis innen tre dager etter at anmodning er mottatt. Bestemmelsene gjelder ikke for obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter med løpetid på under 12 måneder.

9.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen artikkel 24 viderefører adgangen til å offentliggjøre et allerede godkjent EØS-prospekt i annen EØS-stat, uten ytterligere krav om godkjenning i den aktuelle EØS-staten. Bestemmelsen innfører plikt for EØS-statene til å gi melding til ESMA, i tillegg til de EØS-statene der tilbudet skal fremmes, eller opptaket til notering skal skje. Meldingsprosedyren videreføres uendret i artikkel 25, men det innføres en plikt for den aktuelle EØS-staten til å oversende godkjenning dokumentasjon til ESMA. Dokumentasjon skal overføres gjennom en særskilt portal, og Kommisjonen skal utarbeide kommisjonsforordninger med utfyllende regler for denne portalen innen 21. juli 2018.

For tredjestatsutsteder og utsteder av ikke-aksjerelaterte verdipapirer som gir rett til å erverve omsettelige verdipapirer eller motta et kontantoppgjør, der utstederen av rettigheten ikke er den samme som utstederen av det underliggende verdipapiret eller enhet i samme kon-

seren, gjelder det en særskilt meldingsprosedyre i forordningens artikkel 26.

Prospektforordningen artikkel 26 gir særlige regler for grensekryssende bruk av universelt registreringsdokument. Dette gjelder i følgende situasjoner:

- utsteder etablert i et land utenfor EØS-området (tredjestatsutsteder) der hjemstaten som er valgt for prospektformål er en annen enn den EØS-staten som har godkjent registreringsdokumentet eller universelt registreringsdokument for utstederen; og
- der universelt registreringsdokument skal benyttes som del av EØS-prospekt i forbindelse med (i) utstedelse av ikke-aksjerelaterte verdipapirer med pålydende på minst 1.000 euro eller (ii) utstedelse av ikke-aksjerelaterte verdipapirer med rett til å erverve omsettelige verdipapirer eller å motta kontantvederlag, og der utsteder av slike verdipapirer ikke er utsteder av de underliggende verdipapirene (eller selskap i samme konsern som utstederen).

Prospektmyndigheten som har godkjent registreringsdokumentet eller universelt registreringsdokument, skal på utstederens anmodning gi melding til prospektmyndigheten i utstederens hjemstat for prospektformål, med bekreftelse av at universelt registreringsdokument eller registreringsdokument er utarbeidet i medhold av forordningen, samt gi en elektronisk kopi av dette. Dette innebærer at slike dokumenter må være godkjent av, og ikke bare registrert hos, prospektmyndigheten i den relevante EØS-staten, før det kan benyttes som del av et EØS-prospekt som skal godkjennes i annen EØS-stat. Samtidig innebærer dette at prospektmyndigheten i hjemstaten for prospektformål ikke skal foreta noen form for kontroll av registreringsdokument eller universelt registreringsdokument som er meldt grensekryssende, men kun skal godkjenne verdipapirdokumentet og sammendraget som inngår som del av EØS-prospektet.

9.3 Utvalgets vurderinger

Adgangen til å benytte et godkjent EØS-prospekt grensekryssende videreføres uendret i prospektforordningen, men det innføres plikt til å notifi- sere ESMA gjennom en særskilt notifikasjonspor- tal som skal benyttes til kommunikasjon mellom prospektmyndighetene og ESMA ved notifika- sjon av godkjent prospekt. I tillegg innføres det særregler for grensekryssende bruk av registre- ringsdokument og universelt registreringsdoku-

ment som er kontrollert og godkjent av en annen prospektmyndighet enn den nasjonale prospekt- myndigheten som skal godkjenne det prospektet som registreringsdokumentet eller det universelle registreringsdokument skal inngå som en del av.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-9 oppheves fordi den erstattes med forordnin- gens regler. Kommisjonsforordning med utfyl- lende regler om portal for overføring av god- kjenningsdokumentasjon til ESMA, foreslås gjennomført i verdipapirforskriften.

Kapittel 10

Særlige regler for tredjestatsutstedere

10.1 Gjeldende rett

Prospektplikten etter gjeldende verdipapirhandellov inntreer uavhengig av hvor utstederen, tilbyder eller person som søker opptak til notering er etablert, og omfatter således også slike personer som er etablert utenfor EØS-området. Det avgjørende for om prospektplikt inntreer, er hvorvidt en utsteder eller tilbyder retter et offentlig tilbud som omfattes av prospektplikten inn i Norge, eller det søkes opptak til notering av omsettelige verdipapirer på norsk regulert marked.

Det følger av gjeldende verdipapirhandellov § 7-8 sjette ledd at Finanstilsynet er prospektmyndighet. For utstedere, tilbydere eller personer som søker opptak til notering, og som er etablert utenfor EØS-området, vil prospektmyndighet være myndigheten i den stat som er hjemstat etter rapporteringsdirektivet. Det følger av verdipapirhandelloven § 5-4 tredje ledd, som gjennomfører rapporteringsdirektivet, at Norge er hjemstat for utsteder fra land utenfor EØS som har utstedt aksjer eller gjeldsinstrument med pålydende under 1.000 euro, jf. § 5-4 annet ledd nr. 1 eller 2 når Norge er den staten i EØS hvor (i) verdipapirene tilbys til offentligheten for første gang, eller (ii) det søkes om opptak til notering på et regulert marked for første gang. Utstedere kan velge Norge som hjemstat dersom en av hendelsene har funnet sted i Norge og den andre i en annen EØS-stat. I tillegg kan utstedere velge Norge som hjemstat dersom de enten har forretningskontor i Norge eller de har sine omsettelige verdipapirer tatt opp til notering på norsk regulert marked.

Etter gjeldende verdipapirhandellov § 7-7 femte ledd kan prospektmyndigheten godkjenne prospekt utarbeidet av utstedere med registrert hovedkontor i stat utenfor EØS, etter de regler som gjelder i denne staten, forutsatt at prospektet er utarbeidet etter internasjonale standarder og opplysningene i prospektet tilsvarer de opplysninger som etter bestemmelsene i verdipapirhandellovens kapittel syv skal gis i EØS-prospekt. Slik

ekvivalensvurdering er opp til hver EØS-stat og foretas etter anmodning.

10.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen artikkel 28 viderefører plikten til å utarbeide EØS-prospekt for tredjestatsutstedere som fremmer et tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer i en EØS-stat, eller søker opptak til notering av slike finansielle instrumenter på regulert marked i en EØS-stat. Det fremgår videre at tredjestatsutstedere skal søke slik godkjenning hos prospektmyndigheten i sin hjemstat i EØS. Når godkjent prospekt foreligger, skal det ha samme rettigheter som andre prospekter under forordningen, og utstederen skal være gjenstand for alle bestemmelser i forordningen om kontroll fra prospektmyndigheten i sin hjemstat i EØS.

Prospektforordningen artikkel 29 viderefører adgangen for prospektmyndigheten til å godkjenne et tilbuds- eller noteringsprospekt som er utarbeidet i medhold av, og gjenstand for, reglene i den tredjestat der utstederen er hjemmehørende. Det vil fortsatt gjelde et krav om ekvivalensvurdering, men etter prospektforordningen er det Kommisjonen som skal foreta denne vurderingen og ikke den enkelte prospektmyndighet. Kommisjonens beslutning om ekvivalensvurdering innlemmes i EØS-avtalen på vanlig måte. Prospektmyndigheten i hjemstaten må imidlertid inngå en samarbeidsavtale med den relevante kontrollmyndigheten i den aktuelle tredjestaten. Slik samarbeidsavtale skal etter artikkel 30 gjelde utveksling av informasjon og håndhevelse i den aktuelle tredjestaten med hensyn til plikter som følger av prospektforordningen. Slik avtale skal ikke inngås dersom den aktuelle tredjestaten står på Kommisjonens liste over stater som har svakheter i nasjonale regler som gjelder hvitvasking og tiltak mot terrorfinansiering. Dersom prospektmyndigheten har til hensikt å inngå slik samarbeidsavtale, skal Kommisjonen og eventuelt

andre aktuelle prospektmyndigheter varsles. I hovedsak stilles det krav om at slik samarbeidsavtale må inngås der en tredjestatsutsteder får tilgang til å benytte prospektet grensekryssende i EØS gjennom godkjenning av et prospekt utarbeidet etter den aktuelle tredjestatens regler. Der det anses nødvendig, skal imidlertid hver prospektmyndighet vurdere å inngå slik samarbeidsavtale, også der en tredjestatsutsteder utarbeider et EØS-prospekt etter prospektforordningen.

10.3 Utvalgets vurderinger

Prospektforordningen viderefører regler som innebærer at adgangen tredjestatsutsteder i dag har til å utarbeide EØS-prospekt, og benytte prospektet grensekryssende, opprettholdes. Prospektforordningen innebærer således ingen endring av gjeldende rett på dette området. Prospektmyndigheten i EØS-hjemstaten kan imidlertid beslutte at det er nødvendig å inngå en samarbeidsavtale med tredjestatens prospektmyndighet i forbindelse med kontroll og godkjenning av EØS-prospekt, og dette vil kunne medføre at det tar lengre tid før et prospekt fra relevante tredjestatsutsteder kan godkjennes. I tillegg vil utste-

dere etablert i land som står på Kommisjonens liste over land som ikke oppfyller krav til tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering, i praksis kunne være avskåret fra å fremme et prospektpliktig tilbud eller søke opptak til notering på norsk regulert marked. Dette gjelder i dag utstederne fra Afghanistan, Bosnia og Herzegovina, Guyana, Irak, Laos PDR, Syria, Uganda, Vanuatu, Yemen, Iran, og Nord-Korea¹.

Når det gjelder prospekt utarbeidet etter den aktuelle tredjestatens regler, følger det av prospektforordningen at ekvivalensvurderinger av tredjestatens regelverk foretas av Kommisjonen. Kommisjonens beslutning om ekvivalensvurdering innlemmes i EØS-avtalen på vanlig måte. Finanstilsynet vil imidlertid måtte inngå en samarbeidsavtale med den aktuelle tredjestaten før slikt prospekt kan godkjennes av prospektmyndigheten og benyttes til å fremme tilbud om eller notere omsettelige finansielle instrumenter på regulert marked i Norge.

Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 7-7 femte ledd oppheves idet den erstattes med prospektforordningen artikler 28 og 29.

¹ http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv%3AOJ.L_.2016.254.01.0001.01.ENG

Kapittel 11

Nasjonale prospekter

11.1 Innledning

For tilbud med et samlet vederlag som utgjør mellom 1 million euro og 5 millioner euro beregnet over en periode på 12 måneder, skal det utarbeides prospekt etter nasjonale regler i medhold av verdipapirhandelloven § 7-2 jf. § 7-13 og verdipapirforskriften § 7-14. Etter gjeldende rett omtales dette som «registreringsprospekter». Utvalget foreslår imidlertid at prospekter som utarbeides i medhold av de nasjonale reglene, skal omtales som «nasjonale prospekter» og ikke som «registreringsprospekter». Utvalget mener at «nasjonale prospekter» gir mer dekkende uttrykk for innholdet og regelsettet for denne typen dokumenter.

Et prospekt utarbeidet etter nasjonale regler, kan ikke benyttes som noteringsprospekt. Ved opptak til notering av omsettelige verdipapirer på regulert marked, er det krav om EØS-prospekt. Nasjonale prospekter kan kun benyttes for tilbud som fremsettes i Norge, og kan således ikke benyttes grensekryssende.

Prospekt utarbeidet etter nasjonale regler, skal i medhold av gjeldende verdipapirhandelloven § 7-10 oversendes Foretaksregisteret for registrering før offentliggjøring kan skje.

En rekke av de materielle reglene i gjeldende verdipapirhandelloven kapittel 7 gjelder både for EØS-prospekter og for nasjonale prospekter. For EØS-prospekter vil disse reglene nå erstattes av prospektforordningens regler. For de nasjonale prospektene må det vurderes om tilsvarende regler skal videreføres eller erstattes med andre regler. Nedenfor vil utvalget drøfte om og i hvilken utstrekning det bør opprettholdes nasjonale informasjonsregler der et tilbud faller utenfor reglene for EØS-prospekt. Herunder drøfter utvalget beløpsgrense for plikt til å utarbeide nasjonale prospekter, unntak fra plikt til å utarbeide slikt prospekt og forslag til regler som skal gjelde for disse prospektene.

11.2 Krav om utarbeidelse av nasjonale prospekter og beløpsgrense for prospektplikt

11.2.1 Gjeldende rett

For tilbud med et samlet vederlag som utgjør mellom 1 million euro og 5 millioner euro beregnet over en periode på 12 måneder, skal det utarbeides prospekt etter nasjonale regler. Dette følger av verdipapirhandelloven § 7-2 jfr. § 7-13 og verdipapirforskriften § 7-14.

11.2.2 Forventet EØS-rett

Det følger av prospektforordningen artikkel 1 nr. 3 at EØS-statene ikke har adgang til å gi regler som pålegger plikt til å utarbeide EØS-prospekt for tilbud med et samlet vederlag på mindre enn 1 million euro. Etter artikkel 3 nr. 3 annet ledd gis det imidlertid adgang til å pålegge andre informasjonsplikter på nasjonalt nivå, forutsatt at informasjonspliktene som pålegges ikke utgjør en uforholdsmessig eller unødvendig byrde.

Dersom nasjonalstatene har benyttet adgangen til å fastsette en høyere grense for plikt til å utarbeide EØS-prospekt enn 1 million euro, kan det utarbeides nasjonale regler om informasjonskrav også for tilbud i intervallet fra 1 million euro til den nasjonalt fastsatte grensen. Dette presiseres i fortalens avsnitt 13, hvor det uttrykkelig fastslås at adgangen til å fastsette nasjonale regler om informasjonskrav gjelder tilsvarende for tilbud som faller under den beløpsgrensen for krav til å utarbeide EØS-prospekt som er fastsatt etter nasjonale regler i medhold av forordningens artikkel 3 annet ledd. Prospektforordningen gir ikke anledning til å fastsette nasjonale informasjonskrav for opptak til notering på regulert marked av omsettelige verdipapirer. For opptak til notering av omsettelige verdipapirer på regulert marked gjelder det krav om utarbeidelse av EØS-prospekt. Prospekt ved tilbud som utarbeides på bakgrunn av nasjonale regler, kan

ikke benyttes grensekryssende. Dette fremgår av forordningen artikkel 4 nr. 1.

11.2.3 Utvalgets vurderinger

Det følger av prospektforordningen at det kan innføres nasjonale informasjonskrav for tilbud som utgjør et beløp på mindre enn 1 million euro, samt for tilbud som gjelder et lavere beløp enn beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt, slik denne er fastsatt i nasjonale regler i medhold av forordningen.

Utvalget bemerker at det allerede i dag gjelder nasjonale informasjonskrav for tilbud med et samlet vederlag mellom 1 million euro og 5 millioner euro. Dette følger av reglene i verdipapirhandelloven §§ 7-2 jf. 7-13 og verdipapirforskriften § 7-14.

En viktig del av utvalgets arbeid har vært å vurdere hvorvidt det fortsatt skal gjelde nasjonale prospektregler, samt hvilken beløpsgrense som skal gjelde for slike prospekter.

De gjeldende regler for utarbeidelse av nasjonale prospekter er lite benyttet, sett opp mot reglene for EØS-prospekter. I perioden 2014 til 2017 ble det registrert 66 nasjonale prospekter (registreringsprospekter) i Foretaksregisteret. Motsetningsvis godkjente Finanstilsynet i samme periode 775 EØS-prospekter. Per 1 kvartal 2018 har Finanstilsynet godkjent 39 EØS-prospekter, mens det i samme periode ble registrert fire nasjonale prospekter i Foretaksregisteret.

Samtidig er reglene om nasjonale prospekter for tilbud som utgjør et beløp mellom 1 million euro og beløpsgrensen for EØS-prospekt (5 millioner euro etter gjeldende rett), etter utvalgets syn av betydning for investorbeskyttelsen. Hovedformålet med prospektreglene er å sikre at investor gis tilstrekkelig informasjon i forbindelse med investering i kapitalmarkedet, herunder informasjon om de sentrale risikofaktorene som knytter seg til investering i et aktuelt finansielt instrument. Hensynet til beskyttelse av investorene tilsier etter utvalgets syn at det bør opprettholdes krav om at det utarbeides en viss minimumsinformasjon i form av et nasjonalt prospekt, før tilbud fremsettes til allmenheten.

Dersom beløpsgrensen for krav om EØS-prospekt økes til 8 millioner euro, vil færre tilbud enn i dag omfattes av krav om EØS-prospekt. Dette tilsier at flere tilbud vil være omfattet av nasjonale regler for prospekt. Utvalget går inn for at det fortsatt skal gjelde krav om prospekt etter nasjonale regler for tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer som rettes til allmennheten og som gjelder beløp mellom

1 million euro og 8 millioner euro, altså i det intervallet hvor det kunne vært stilt krav om utarbeidelse av EØS-prospekt.

Utvalget har i tillegg vurdert om den nedre grensen for plikt til å utarbeide nasjonalt prospekt bør settes lavere enn etter dagens regler (1 million euro), men har kommet til at dagens regler bør opprettholdes. Forordningen åpner riktignok for at det kan fastsettes nasjonale informasjonskrav for tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer med et samlet vederlag som er lavere enn 1 million euro, men det understrekes samtidig at behovet må vurderes nøye. I forordningen artikkel 1 nr. 3 annet ledd heter det således:

«Member States shall not extend the obligation to draw up a prospectus in accordance with this Regulation to offers of securities to the public referred to in the first subparagraph of this paragraph. However, in those cases, Member States may require other disclosure requirements at national level to the extent that such requirements do not constitute a disproportionate or unnecessary burden.»

Som det fremgår av sitatet, er forutsetningen for å innføre ytterligere informasjonskrav at de nasjonale kravene ikke utgjør en uforholdsmessig eller unødvendig byrde ved tilbud som faller utenfor kravet om EØS-prospekt. Et krav om prospekt etter nasjonale regler for tilbud under 1 million euro vil innebære en skjerpelse i forhold til dagens regler. Utvalget har ikke identifisert at det er noe fremtredende behov for å øke investorbeskyttelsen ved å innføre krav om nasjonale prospekter også for lavere tilbud enn det som følger av gjeldende rett.

Krav om nasjonale prospekter for tilbud med et samlet vederlag under 1 million euro vil i lys av dette kunne fremstå som en uforholdsmessig og unødvendig byrde for utstedere og tilbydere av omsettelige finansielle instrumenter. En reduksjon av grensen ville forøvrig innebære at regelverket beveges i motsatt regning av de endringer forordningen legger opp til, hvor et uttalt mål er å lette næringslivets tilgang på kapital. Utvalget går derfor inn for at det skal videreføres krav om nasjonale prospekter for tilbud med et samlet vederlag på mellom 1 million euro og den til enhver tid fastsatte grensen for EØS-prospekt i medhold av nasjonale regler.

Utvalget nevner også at Kommisjonen har foreslått regler om informasjonskrav knyttet til grensekryssende tjenesteytelser innfor folkefinansiering, se omtale i kapittel 1.3.1, og bemerker for

ordens skyld at ovennevnte drøftelse gjelder krav til nasjonale prospekter, og ikke andre former for informasjonskrav.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at verdipapirhandelloven § 7-2 oppheves med virkning for nasjonale prospekter og erstattes med en bestemmelse som sier at det for tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer med et samlet vederlag på mellom 1 million euro og 8 millioner euro skal utarbeides nasjonale prospekter.

11.3 Finansielle instrumenter som omfattes av krav til nasjonale prospekter

11.3.1 Gjeldende rett

Det gjelder prospektplikt for tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer i medhold av verdipapirhandelloven § 7-2. Utvalget viser til den nærmere fremstillingen av begrepet «omsettelige verdipapirer» i kapittel 2.1.3 foran. I visse sammenhenger benyttes begrepet «ikke-aksjerelaterte verdipapirer» i tilknytning til prospektplikt. Begrepet «ikke-aksjerelaterte verdipapirer» er definert i § 7-1 som andre omsettelige verdipapirer enn aksjer og andre verdipapirer som kan likestilles med aksjer og omsettelige verdipapirer som gir rett til å erverve slike verdipapirer dersom rettighetene er utstedt av utstederen av det underliggende verdipapiret eller av et selskap i samme konsern.

11.3.2 Utvalgets vurderinger

Etter gjeldende rett gjelder prospektplikten ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer. Dette utgangspunktet gjelder både for nasjonale prospekter og for EØS-prospekter.

Ettersom reglene om nasjonale prospekter faller utenfor prospektforordningens område, har utvalget vurdert om det er hensiktsmessig å gjøre reglene for nasjonale prospekter gjeldende for andre finansielle instrumenter enn omsettelige verdipapirer. Det kunne for eksempel vært aktuelt å vurdere å innføre prospektplikt etter nasjonale regler kun for tilbud om kjøp eller tegning av aksjer og/eller obligasjoner. Utvalget antar at dette er de mest relevante finansielle instrumenter i det norske markedet for tilbud i den aktuelle størrelsesorden. Utvalget mener imidlertid at det vil bidra til å komplisere regelverket å lage et skille mellom hvilke omsettelige verdipapirer som omfattes av plikt til å utarbeide EØS-prospekt, og nasjonale prospekter.

Utvalget foreslår derfor at plikten til å utarbeide nasjonale prospekter, på samme måte som for EØS-prospekter, skal gjelde ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer som definert i verdipapirhandelloven § 2-4 første ledd, med unntak av pengemarkedsinstrumenter med kortere løpetid enn 12 måneder.

11.4 Unntak fra krav om nasjonale prospekter

11.4.1 Gjeldende rett

For både EØS-prospekter og nasjonale prospekter er det et vilkår for at reglene skal komme til anvendelse at tilbudet rettes til 150 personer eller flere i det norske markedet, se verdipapirhandelloven § 7-2. Etter verdipapirhandelloven § 7-4 gjelder i tillegg en rekke unntak fra plikten til å utarbeide prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige verdipapirer. Ettersom unntakene er gjort gjeldende for både EØS-prospekter og nasjonale prospekter viser utvalget til fremstillingen av disse unntakene i kapittel 2.1.4.1.

11.4.2 Utvalgets vurderinger

Ettersom prospektplikt etter nasjonale regler faller utenfor prospektforordningens område, står nasjonale myndigheter relativt fritt med hensyn til fastsettelse av reglene, herunder hvilke vilkår og unntak som skal gjelde for plikt til å utarbeide nasjonale prospekter. Etter gjeldende rett er vilkårene og unntakene fra prospektplikt etter de nasjonale reglene sammenfallene med reglene for EØS-prospekter. Ved gjennomføring av prospektforordningen har utvalget vurdert systematikken ved utarbeiding av regler for de nasjonale prospektene. Utvalget mener systematikken der unntakene som gjelder for EØS-prospekter også gjelder tilsvarende for de nasjonale prospektene, bør videreføres.

Etter gjeldende rett vil krav om prospekt, herunder nasjonalt prospekt, oppstå der tilbud om kjøp eller tegning av omsettelige finansielle instrumenter rettes til 150 personer eller flere i det norske markedet. Utvalget har i kapittel 2.1 foreslått å oppheve verdipapirhandelloven § 7-2, som blant annet gir reglene om grensen på 150 personer for at prospektplikt skal inntre. Ved gjennomføring av prospektforordningen i norsk rett vil imidlertid grensen på 150 personer for prospektplikt følge av prospektforordningen artikkel 1 nr. 4 bokstav b) for EØS-prospekter. Prospektforordningen innebærer få endringer av betyd-

ning for unntakene, og de endringene som foreslås, herunder adgangen til å benytte standardisert informasjonsdokument ved tilbud som fremmes i forbindelse med oppkjøp, og der omsettelige finansielle instrumenter utstedes i forbindelse med fusjon, fisjon mv., er praktiske også for nasjonale prospekter.

Utvalget bemerker at å beholde samme persongrense og samme generelle unntak fra prospektplikten også i de nasjonale reglene, vil gi bedre sammenheng i regelverket og bidra til å gjøre prospektreglene lettere tilgjengelig for markedsaktørene. Utvalget har heller ikke identifisert særlige forhold som tilsier at det skal gjelde en annen persongrense enn 150 personer, eller andre unntak for nasjonale prospekter enn for EØS-prospekter. Samtidig har utvalget ikke identifisert særskilte behov for å innføre ytterligere unntak fra krav om nasjonale prospekter enn det som gjelder for EØS-prospekter. I denne vurderingen har utvalget særlig lagt vekt på at de informasjonsplikter som pålegges utstedere og tilbydere er av begrenset omfang, og må anses som forholdsvis lite tyngende. Utvalget mener den mest oversiktlige løsningen er å gjøre unntaksbestemmelsene i forordningen gjeldende også for nasjonale prospekter, se drøftelsen av unntakene under punkt 2.1.4. Når det gjelder persongrensen på 150 personer, bemerker utvalget at det ikke bør lages ulike tersker for hva som er et tilbud til allmenheten for EØS-prospekter og nasjonale prospekter. Av praktiske grunner bør derfor grensen på 150 personer videreføres.

Utvalget har vurdert om de aktuelle unntakene bør inntas direkte i loven eller om det skal henvises til de aktuelle unntakene i forordningen. Utvalget ser at det vil kunne være ønskelig å finne de konkrete unntakene gjentatt direkte i loven, men mener likevel dette vil være uheldig fordi forordningsteksten også er en del av lovteksten. En løsning der unntaksbestemmelsen gjentas i kapitlet om nasjonale prospekter, vil dermed innebære at loven inneholder to materielt like bestemmelser. For å ivareta behovet for å reflektere eventuelle senere endringer i forordningen, og å unngå at det utvikler seg en ulik tolkningspraksis med hensyn til de aktuelle unntakene, er utvalget av den oppfatning at det vil være mest hensiktsmessig å henvise til den aktuelle unntaksbestemmelsen i forordningen.

Utvalget har også vurdert hvorvidt det er behov for å videreføre dispensasjonsadgangen i verdipapirhandelloven § 7-6 med virkning for nasjonale prospekter. Denne dispensasjonsbestemmelsen som blant annet omfatter adgang til å

gi dispensasjon ved tilbud om kjøp eller tegning av obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter med kortere løpetid enn 12 måneder, bortfaller med virkning for EØS-prospekter ved gjennomføring av forordningen i norsk rett. Pengemarkedsinstrumenter med kortere løpetid enn 12 måneder er unntatt fra definisjonen av omsettelige verdipapirer ved gjennomføringen av prospektforordningen, og vil således ikke omfattes av prospektplikt, verken for EØS-prospekter eller, i tråd med utvalgets forslag, for nasjonale prospekter.

Utvalget har samtidig lagt avgjørende vekt på at det vil gi best sammenheng i regelverket om det gjelder samme unntak fra krav om nasjonale prospekter som for EØS-prospekter. Det er videre utvalgets syn at det er lite hensiktsmessig å legge opp til en ordning der Finanstilsynet kan innvilge dispensasjon fra krav om utarbeiding av nasjonale prospekter, så lenge Finanstilsynet ikke har befattning med de nasjonale prospektene gjennom kontroll og godkjenning eller offentliggjøring av nasjonale prospekter.

På bakgrunn av ovenstående foreslår utvalget at verdipapirhandelloven §§ 7-4 og 7-6 oppheves med virkning for nasjonale prospekter og erstattes av en bestemmelse som gir prospektforordningen artikkel 1 nr. 4 og nr. 6 første punktum om unntak fra plikt til å utarbeide prospekt ved tilbud, tilsvarende anvendelse for nasjonale prospekter.

11.5 Innholdskrav for nasjonale prospekter

11.5.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 7-13 fastsetter at prospekter, herunder nasjonale prospekter, skal inneholde de opplysninger som, blant annet med hensyn til særlige forhold hos tilbyderer og arten av de verdipapirene som tilbys, er nødvendige for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders og eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter, og av rettigheter knyttet til verdipapirene. Det fremgår videre at opplysningene skal fremstilles i en lett forståelig og analyserbar form. De spesifikke innholdskravene for de nasjonale prospektene fremgår av verdipapirhandellovens § 7-13, jf. verdipapirforskriften § 7-14. I hovedtrekk er det krav om at nasjonale prospekter skal inneholde opplysninger om hvem som har utarbeidet prospektet, opplysninger om tilbyder, opplysninger om tilbudet og de aktuelle verdipapirene som omfattes av tilbudet. Det skal også fremgå på prospektets forside at prospektet av notoritetshensyn er registrert i

Foretaksregisteret, og at prospektmyndigheten eller andre offentlige myndigheter ikke har foretatt noen form for kontroll av dokumentet.

11.5.2 Utvalgets vurderinger

Ved vurderingen av hvilke innholdskrav som skal gjelde for nasjonale prospekter, herunder hvorvidt de innholdskrav som følger av gjeldende rett skal videreføres eller endres, er utvalget bundet av prospektforordningens begrensninger som sier at nasjonale krav ikke kan være uforholdsmessige eller byrdefulle for utstederen.

Innholdskravene som stilles etter gjeldende rett er etter utvalgets syn av begrenset art, sammenlignet med de innholdskravene som gjelder for EØS-prospekter. Det er utvalgets vurdering at innholdskravene etter gjeldende rett ikke kan anses som verken byrdefulle eller unødvendige, slik at de ville kunne opprettholdes i medhold av prospektforordningen. Det er imidlertid et spørsmål om den regulering som gjelder i dag er tidsmessig og hensiktsmessig, herunder om den informasjonen som skal inntas i nasjonale prospekter er dekkende for det informasjonsbehovet som investorer har etter dagens forhold.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn en revisjon av de gjeldende informasjonskravene for nasjonale prospekter. Siktemålet er at informasjonen som kreves skal være nødvendig for at investorer etter dagens forhold skal kunne foreta en velbegrunnet vurdering av utstederen, eventuelle garantister og de aktuelle verdipapirene som omfattes av tilbudet. Utvalget foreslår at det generelle informasjonskravet som i dag fremgår av verdipapirhandelloven § 7-13, videreføres som et nytt generelt og overordnet informasjonskrav for nasjonale prospekter. De spesifikke innholdskravene er inntatt i utkast til lov- og forskriftstekst i kapittel 16, og omfatter på overordnet nivå informasjon om hvem som er ansvarlig for prospektet, nærmere informasjon om utstederen, tilbyderer og eventuelle garantister, beskrivelse av tilbudet og de aktuelle verdipapirene som tilbys, samt hvilke vedlegg som skal følge med.

Utvalget foreslår at et nasjonalt prospekt skal inneholde følgende informasjon om utstederen, tilbyderer og eventuelle garantister:

- Navn, foretaksnavn, organisasjonsnummer og LEI-nummer,
- Forretningsadresse og kontaktinformasjon,
- Medlemmer av styret og daglig leder, informasjon om eventuelle domfellelser for økonomiske forhold, konkurser, bobehandlinger eller avviklinger, forvaltningsrettslige anklager

eller sanksjoner som slike personer har vært involvert i de siste fem år. For utstederen skal i tillegg slike opplysninger gis for finansdirektøren.

De foreslåtte informasjonskravene er utformet for å sikre at nasjonale prospekter inneholder informasjon som på en entydig måte identifiserer utstederen av de finansielle instrumentene, eventuelle tilbydere (dersom dette ikke er utstederen) og eventuelle garantister, herunder hvem som er daglig leder og medlemmer av styret. Herunder foreslår utvalget å videreføre krav om informasjon om eventuelle domfellelser for økonomiske forhold, konkurser mv. for slike personer.

Utvalget foreslår videre at følgende opplysninger i tillegg skal gis om utstederen av de omsettelige verdipapirene:

- Jurisdiksjon og organisasjonsform,
- Dato for stiftelsen og informasjon om tidspunkt for oppløsning hvis utsteder i henhold til vedtektene skal ha begrenset levetid,
- Formål i henhold til vedtektene,
- Antall aksjer utstedt, pålydende verdi og utstedte rettigheter til aksjer,
- Informasjon om virksomheten til utsteder,
- Beskrivelse av sentrale hendelser i virksomheten siste to år og planlagte investeringer for de neste 12 måneder,
- Beskrivelse av nærstående transaksjoner siste to år,
- Beskrivelse av virksomhetskritiske avtaler,
- Beskrivelse av sentrale risikofaktorer knyttet til utstederen og bransjen som utsteder opererer i.

De foreslåtte innholdskravene knytter seg utelukkende til utstederen av de finansielle instrumentene og omfatter i første omgang selskapsspesifikk informasjon som etter utvalgets syn er viktig for en investor ved vurderingen av et tilbud, herunder hvilken organisasjonsform utstederen har, samt hvor utstederen er hjemmehørende. Stiftelsesdato og eventuell begrenset levetid er viktig for at investorer skal kunne vurdere utsteders historikk og varighet på en eventuell investering. Antall aksjer utstedt, pålydende verdi og informasjon om eventuelle rettigheter til aksjer som er utstedt (men ikke utøvet), er viktig for beregning av stemmeinnflytelse og eventuell risiko for utvanning. Utvalget har videre foreslått at det skal stilles krav om beskrivelse av utsteders virksomhet, vedtektsbestemt formål, sentrale hendelser siste to år, og planlagte investeringer for de neste 12 måneder. Ettersom en investor normalt vil vur-

dere investeringens verdi opp mot utstederens framtidsutsikter er dette etter utvalgets syn informasjon som vil være av sentral betydning i forbindelse med en investeringsbeslutning. På tilsvarende vis mener utvalget det er av betydning for investor at det redegjøres for nærståendeavtaler som er foretatt siste to år, samt beskrivelse av virksomhetskritiske avtaler. Bakgrunnen for dette er at slike virksomhetskritiske avtaler normalt vil ha stor betydning for utsteders framtidsutsikter, og sentrale vilkår for slike avtaler samt varighet på avtalene vil derfor ha relevans. Med hensyn til utvalgets forslag om krav om informasjon knyttet til avtaler med nærstående, mener utvalget det er av betydning for investor å vurdere betydningen av avtaler som eventuelt innebærer at nærstående parter oppnår en fordel gjennom avtaleinngåelse med utstederen.

Når det gjelder tilbudet og verdipapirene som tilbys, foreslår utvalget at nasjonale prospekter skal inneholde følgende informasjon:

- Formålet med og bakgrunnen for tilbudet, herunder bruk av netto proveny,
- Antall og arten av verdipapirer som tilbys,
- Verdipapirenes rettigheter og plikter, herunder eventuelle omsetningsbegrensninger,
- ISIN på verdipapirene som tilbys,
- Tilbudspris, eventuelt prisintervall og fremgangsmåte for fastsettelse av pris,
- Brutto og netto proveny,
- Forventede kostnader ved tilbudet for tilbyder og eventuelle kostnader for investorene,
- Hvem som kan delta i tilbudet og eventuelt minste/høyeste allokering,
- Dato for beslutning om utstedelse av verdipapirene der tilbudet omfatter nye verdipapirer,
- Akseptperiode og fremgangsmåte for aksept av tilbudet, samt adgang til å endre akseptperioden med angivelse av siste frist ved eventuell endring,
- Eventuelle tilretteleggere/oppgjørsgenter for tilbudet, med kontaktinformasjon,
- Eventuelle vilkår for gjennomføring av tilbudet,
- Dato for innbetaling og utstedelse av verdipapirene,
- Sentrale risikofaktorer knyttet til verdipapirene og eventuelt utstedelsen av disse,
- Beskrivelse av eventuell garanti,
- Lovvalg og verneting.

De foreslåtte innholdskravene knytter seg til de aktuelle verdipapirene som utstedes og nøkkelinformasjon knyttet til selve tilbudet. Utvalget mener det er viktig at en investor får informasjon om formålet med og bakgrunnen for tilbudet og

hva emisjonsprovenyet skal benyttes til. Dette for å sikre at de midlene som tilføres gjennom emisjonen anvendes i tråd med formålet. Investor vil også ha behov for informasjon om arten av og antall verdipapirer som utstedes, herunder hvilke rettigheter og eventuelt plikter som følger med de aktuelle verdipapirene. Utvalget har videre foreslått at nasjonale prospekter skal inneholde nødvendig emisjonsteknisk informasjon, herunder, men ikke begrenset til, tilbudspris eller metode for fastsettelse av tilbudspris, kostnader ved emisjonen, i særlig grad der slike kostnader pålegges investorene, vilkår for deltakelse i emisjonen og sentral informasjon om gjennomføring av emisjonen. Dersom det er inngått avtale om garanti i tilknytning til emisjonen, bør sentrale vilkår knyttet til slik garanti fremgå av nasjonale prospekter.

Utvalget foreslår at følgende dokumenter skal vedlegges nasjonale prospekter:

- Vedtekter per dato for prospektet,
- Reviderte regnskaper for siste to år, eller slik kortere periode som utstederen og eventuelle garantister har eksistert, og eventuelle delårsregnskaper som er publisert etter dato for siste balansedag for utstederen og eventuelle garantister,
- Tegningsformular.

Utvalget foreslår at vedleggene kan inntas ved henvisning, forutsatt at disse er elektronisk tilgjengelige i prospektets levetid.

Utvalget foreslår at informasjonen som skal inngå i nasjonale prospekter, skal inntas i en viss sammenheng. Etter utvalgets syn vil dette lette arbeidet med utarbeidelsen av nasjonalt prospekt for tilbydere og vil gjøre informasjonen lettere tilgjengelig for investorene og leserne av nasjonale prospekter.

Utvalget foreslår at de spesifikke innholdskravene inntas i forskrift, slik at det er anledning til å gjøre senere endringer uten å gå veien om lovendring. Utvalget antar at dette er hensiktsmessig fordi investorenes og markedets informasjonsbehov vil kunne endres over tid, slik at det er nødvendig å ha fleksibilitet til å justere de kravene som stilles til tilbydere og utstedere i tråd med utviklingen i kapitalmarkedet. Utvalget bemerker at dette også er i tråd med den løsningen som benyttes i prospektforordningen, hvor forordningen fastsetter de generelle og overordnede kravene som skal gjelde, mens de spesifikke innholdskravene fastsettes i tilhørende kommisjonsforordninger.

Utvalget foreslår at verdipapirhandellovens § 7-13 første ledd videreføres med virkning for

nasjonale prospekter i ny § 7-6. Utvalget foreslår videre at verdipapirforskriften § 7-14 oppheves og at det fastsettes ny forskriftsbestemmelse med spesifikke innholdskrav i nasjonale prospekter, og det vises til utvalgets forslag til ny § 7-3 i verdipapirforskriften.

11.6 Registrering av prospektet

11.6.1 Gjeldende rett

Nasjonale prospekter er ikke gjenstand for kontroll hos prospektmyndigheten, men skal sendes Foretaksregisteret før de offentliggjøres. Foretaksregisterloven § 4-4 bokstav g) fasetter at i aksjeselskap og allmennaksjeselskap skal de meldepliktige opplyse om aksjetegning er skjedd uten prospekt som nevnt i verdipapirhandelloven § 7-2. De meldepliktige skal i tilfelle vedlegge en underskrevet erklæring om hvorfor prospekt ikke var nødvendig. Er prospekt nødvendig, skal prospektet og alt annet tegningsmateriale vedlegges, og de meldepliktige skal bekrefte at alt tegningsmateriale er innsendt til Foretaksregisteret i samsvar med verdipapirhandelloven § 7-10. Plikten til å vedlegge prospekt gjelder ikke dersom prospektet allerede er innsendt til Foretaksregisteret i samsvar med verdipapirhandelloven § 7-10.

Etter foretaksregisterloven § 5-1 første ledd skal registerføreren prøve om det, som innkommer til registrering og grunnlaget for det er i samsvar med lov og om det er blitt til i samsvar med lov. Når grunnlaget for det som innkommer til registrering er tegning av aksje eller grunnfondsbevis, skal registerføreren prøve om prospekt var nødvendig, og i tilfelle om prospekt er innsendt til Foretaksregisteret for registrering som nevnt i verdipapirhandelloven § 7-10. Er det nedlagt forbud som nevnt i verdipapirhandelloven § 7-8 fjerde ledd, kan registrering ikke skje før forbudet eventuelt er omgjort.

Etter verdipapirforskriften § 7-14 femte ledd skal det på prospektets forside angis at prospektet av notoritetshensyn er registrert hos Foretaksregisteret, men at prospektmyndigheten, eller andre offentlige myndigheter, ikke har foretatt noen form for kontroll av prospektet.

Registreringsbestemmelsene for prospekter som gjelder verdipapirer som ikke er børsnotert, ble innført i forbindelse med privatiseringen av Oslo Børs og ikrafttredelse av børsloven av 2000¹. Den nærmere begrunnelsen for at registrerings-

ordningen ble lagt til Foretaksregisteret fremgår imidlertid av Ot.prp. nr. 73 (1999–2000) s. 214:

«Siden staten har direktivforpliktelser til å etablere og forvalte en registreringsordning, samtidig som dette kan anses å ligge utenfor private børsers naturlige oppgaver, bør det i følge utvalget vurderes å legge registreringsordningen til et forvaltningsorgan. Utvalget peker i denne forbindelse på at Kredittilsynet har tilsyn med verdipapirmarkedet. En annen mulighet kan i følge utvalget være å legge registreringsordningen til Brønnøysundregistrene. Utvalget viser til at Foretaksregisteret har elektroniske systemer og kompetanse til å håndtere lovbestemte registreringsordninger med kontroll av blant annet aksjeselskaps vedtak med mer.»

I forbindelse med gjennomføringen av prospekt-direktivet i norsk rett fant lovgiver ikke grunn til å endre på denne reguleringen.²

11.6.2 Forventet EØS-rett

Mens prospektforordningen gir regler om nasjonale tilsynsmyndigheters oppgaver knyttet til kontroll- og godkjenning av EØS-prospekt samt overholdelse av forordningens regler, er det ingen EØS-regler knyttet til oppfølging og kontroll av nasjonale informasjonsregler. Fordi prospektmyndigheten skal følge opp at forordningens regler overholdes på nasjonalt nivå, vil myndigheten imidlertid på visse tilgrensede områder ha et ansvar, særlig der tilbud urettmessig fremsettes uten at regelverket for EØS-prospekt følges.

11.6.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at gjennomføring av prospektforordningen ikke innebærer behov for endringer i reglene om kontroll og registrering av nasjonale prospekter, ettersom disse faller utenfor området for EØS-reglene. Utvalget er heller ikke kjent med andre forhold som tilsier at vurderingene som ble gjort ved gjennomføring av prospektdirektivet, bør tas opp til fornyet behandling.

I Ot.prp. nr. 2004–2005 kapittel 7.3.4 ble spørsmålet drøftet. Her ble det lagt til grunn at Foretaksregisteret allerede hadde opparbeidet seg tilstrekkelig ekspertise til å foreta registrering av de nasjonale prospektene. Det ble videre vist til at det for disse prospektene ikke er behov for den nær-

¹ Ot.prp. nr. 69 (2004–2005)

² Se Innst. O nr. 90 (2004–2005) kapittel 6

heten til verdipapirmarkedet som Finanstilsynet (og Oslo Børs den gangen) representerer. Utvalget er enig i dette, og bemerker at Finanstilsynets prospektkontroll er innrettet for å håndtere omfattende EØS-prospekter.

Kontrollen gjøres til selvkost, og gebyret for et aksjeprospekt utgjør fra 88 000 kroner til 119 000 kroner, avhengig av type EØS-prospekt og hvilket finansielt instrument tilbudet eller opptaket til notering gjelder. Selv om en legger til grunn at nasjonale prospekter vil kunne kontrolleres med en noe lavere kostnad, må det legges til grunn at innføring av krav om kontroll og eventuell godkjenning hos Finanstilsynet også for nasjonale prospekter vil utgjøre en betydelig merkostnad for foretakene som skal innhente kapital, som relativt sett vil innebære en større belastning ved små kapitalinnhentinger enn ved store. I tillegg kommer at prospektkontroll hos Finanstilsynet også for nasjonale prospekter vil innebære at kapitalinnhentingen tar lenger tid. Utvalget nevner for ordens skyld at ved kapitalinnhentinger mellom 1 million euro og 8 millioner euro vil utsteder alltid på frivillig basis kunne velge å få prospektet utarbeidet og kontrollert etter reglene som gjelder for EØS-prospekter. Det vises til nærmere omtale av dette i kapittel 2.3.

En ordning der nasjonale prospekter skal godkjennes før publisering vil etter utvalgets syn kunne gi økt investorbeskyttelse, da det vil innebære en forutgående kontroll av at nasjonale prospekter inneholder den informasjonen som er påkrevet. Utvalget kan imidlertid ikke se at den eventuelle økningen i investorbeskyttelsen som en full prospektkontroll av nasjonale prospekter vil innebære, kan forsvare den kostnaden og økte saksbehandlingstiden som en godkjenningsordning vil medføre.

Utvalget viser til at den som utarbeider prospektet uansett er ansvarlig for at opplysningene som fremkommer er korrekte og tilstrekkelige, slik at investorene vil kunne holde disse ansvarlig for opplysningene i prospektet.

Hensynet til investorbeskyttelse vil etter utvalgets syn i tilstrekkelig grad kunne ivaretas ved at prospektmyndigheten som i dag gis hjemmel til å foreta stikkprøvekontroller og nedlegge forbud mot tilbud som myndigheten anser for å være ulovlig eller i strid med kravene til nasjonale prospekter. Utvalget nevner også at lovverket for øvrig inneholder en rekke bestemmelser om investorbeskyttelse, for eksempel vil verdipapirhandellovens regler om investorbeskyttelse komme til anvendelse når verdipapirer omsettes gjennom verdipapirforetak.

Så lenge utvalget ikke foreslår endringer som innebærer kontroll og godkjenning av nasjonale prospekter, mener utvalget at den beste løsningen er å videreføre ordningen med registrering av slike prospekter i Foretaksregisteret. Utvalget viser til at Foretaksregisteret er innrettet for å kunne håndtere registrering av dokumenter i forbindelse med kapitalinnhentinger. Samtidig vil registrering sikre notoritet og etterprøvbarehet for prospektet.

Utvalget fremholder at en løsning der kontrollerte og godkjente EØS-prospekter registreres og offentliggjøres hos Finanstilsynet, mens nasjonale prospekter registreres og offentliggjøres i Foretaksregisteret, bidrar til å synliggjøre forskjellen mellom EØS-prospekter som er kontrollert og godkjent av Finanstilsynet og de nasjonale prospektene som ikke er underlagt krav om kontroll og godkjenning, sammen med videreføring av regler som stiller krav om tydelig angivelse av at prospektet ikke er kontrollert eller godkjent.

Det vil være langt vanskeligere å fremheve denne forskjellen dersom opplysninger om prospektene skal innhentes på samme sted. Det vises her til at registrering av opplysninger som sådan ligger utenfor oppgavefeltet for Finanstilsynet, mens det er Foretaksregisterets primære oppgavefelt.

Utvalget har derfor foreslått at verdipapirhandelloven § 7-10 videreføres uendret som ny § 7-7 i lovforslaget. Utvalget har videre foreslått at foretaksregisterloven §§ 4-4 første ledd bokstav g) og 5-1 fjerde ledd videreføres med nødvendige tilpasninger som følge av gjennomføring av nye regler om nasjonale prospekter og gjennomføring av prospektforordningen i norsk rett.

11.7 Gyldighet, tillegg, ansvar, offentliggjøring og språk for nasjonale prospekter

11.7.1 Gjeldende rett

En rekke av reglene som gjelder for EØS-prospekter er gitt tilsvarende anvendelse for nasjonale prospekter. Dette gjelder blant annet regler om gyldighet, regler om offentliggjøring, regler for tillegg til nasjonale prospekter, språk og ansvar for prospekt.

Etter verdipapirhandelloven § 7-12 vil et godkjent prospekt være gyldig i 12 måneder etter godkjenningen, forutsatt at det utformes et tillegg til prospekt i samsvar med verdipapirhandelloven § 7-15. Etter § 7-15 er det krav om at enhver ny omstendighet, vesentlig feil eller unøyaktighet

som fremkommer i perioden mellom tidspunktet for godkjenningen av prospektet og akseptperiodens utløp, skal fremgå av et tillegg til prospektet som skal offentliggjøres uten ugrunnet opphold.

Dersom prospektet ikke inneholder opplysninger om pris eller fremgangsmåten for prisfastsettelsen, kan aksept av tilbudet tilbakekalles i medhold av verdipapirhandelloven § 7-21 innen to dager etter at endelig pris og antall verdipapirer som tilbys er registrert i Foretaksregisteret. Tilsvarende gjelder dersom det offentliggjøres et tillegg til prospektet som følge av nye opplysninger, vesentlige feil, eller uoverensstemmelser som inntreffer etter registreringen av prospektet i Foretaksregisteret og før levering av de finansielle instrumentene. I et slikt tilfelle kan aksepten tilbakekalles innen to dager etter offentliggjøring av tillegget, dersom den nye omstendigheten, feilen eller unøyaktigheten som utløser krav om tillegg fremkom før akseptfristens utløp og før levering av verdipapirene. Siste dato for tilbakekall av aksepten skal angis i tillegget.

Verdipapirhandelloven § 7-17 fastsetter at ved tilbud om kjøp eller tegning av aksjer som er frem satt av det selskapet som har utstedt aksjene, er selskapets styre ansvarlig for at prospektet oppfyller de kravene som er fastsatt. Det er også krav om at det skal fremgå av prospektet hvem som er ansvarlig for prospektet. De ansvarlige personene skal avgi en erklæring om at opplysningene i prospektet så langt de kjenner til, er i samsvar med de faktiske forhold, og om at prospektet ikke inneholder villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som er av betydning ved bedømmelsen av spørsmålet om å akseptere tilbudet, eller at det i prospektet ikke forekommer utelatelser som er av en slik art at de kan endre prospektets betydningsinnhold.

Etter verdipapirhandelloven § 7-19 skal nasjonale prospekter offentliggjøres senest når tilbudsperioden starter. Krav til og fremgangsmåte for offentliggjøring av nasjonale prospekter følger samme regler som EØS-prospekter, og det vises til omtale i kapittel 7.3.1.

Et prospekt skal etter verdipapirhandelloven § 7-18 utarbeides på norsk, engelsk, svensk eller dansk. Det vises til nærmere beskrivelse av bakgrunnen for dette i kapittel 5.

11.7.2 Utvalgets vurderinger

11.7.2.1 Gyldighetsperiode for nasjonale prospekter

Utvalget foreslår at et nasjonalt prospekt fortsatt skal ha en gyldighet på 12 måneder fra tidspunktet for registreringen i Foretaksregisteret, såfremt det utarbeides et tillegg til det nasjonale prospektet der dette er påkrevet, jf. nærmere omtale i kapittel 11.7.2.2. Utvalget viser til at det etter prospektforordningen fortsatt vil gjelde en gyldighetsperiode på 12 måneder for EØS-prospekt. Etter utvalgets syn gir det best sammenheng i regelverket å legge samme gyldighetsperiode til grunn for nasjonale prospekter som for EØS-prospekter. Utvalget har vurdert at det ikke vil være hensiktsmessig å legge til grunn en lengre gyldighetsperiode for nasjonale prospekter enn for EØS-prospekter, og viser til at en stor del av informasjonen knyttet til utstederen normalt vil være foreldet etter 12 måneder, i særlig grad gjelder dette finansiell informasjon. Utvalget har heller ikke identifisert hensyn som tilsier at et nasjonalt prospekt skal gis en kortere gyldighetsperiode enn det som gjelder etter dagens regulering.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at verdipapirhandelloven § 7-12 første ledd videreføres med virkning for nasjonale prospekter, i ny § 7-8.

11.7.2.2 Tillegg til nasjonale prospekter

Utvalget foreslår at reglene om tillegg til prospekt videreføres med virkning for de nasjonale prospektene. Utvalget viser til at det er en hensiktsmessig regulering at tilbydere av finansielle instrumenter skal være pliktige til å utarbeide et tillegg til prospekt dersom det oppstår ny informasjon, eller det fremkommer feil eller unøyaktigheter, som har betydning for investors investeringsbeslutning i tidsrommet fra registrering av det nasjonale prospektet i Foretaksregisteret til levering av verdipapirene har skjedd. På denne måten sikrer man at investor har tilgang til oppdatert og relevant informasjon ikke bare på det tidspunktet investeringsbeslutningen fattes, men også frem til aksjene leveres og risikoen har gått over på investor. Det er videre etter utvalgets syn nødvendig å videreføre adgangen til publisering av tillegg til prospekt fordi utvalget har foreslått å videreføre gyldighetsperioden på 12 måneder med virkning for nasjonale prospekter. I motsatt fall vil det nasjonale prospektet raskt kunne være utdatert som følge av foreldelse av informasjonen som er inntatt i det nasjonale prospektet.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at verdipapirhandelloven § 7-15 første ledd videreføres med virkning for nasjonale prospekter i ny § 7-9.

11.7.2.3 Tilbakekall av aksept for nasjonale prospekter

Utvalget foreslår å videreføre investors adgang til å tilbakekalle aksept av tilbudet innen to dager etter at endelig pris og antall verdipapirer som tilbys, er registrert i Foretaksregisteret. Tilsvarende foreslår utvalget å videreføre adgangen til å tilbakekalle aksept dersom det offentliggjøres et tillegg til prospektet som følge av nye opplysninger, vesentlige feil, eller uoverensstemmelser som inntreffer etter registreringen av prospektet i Foretaksregisteret og før levering av de finansielle instrumentene. Utvalget viser til at en regel om adgang for investor til å trekke ordren har gode grunner for seg, blant annet er det behov for å avklare hvem som skal ha risikoen for endrede forutsetninger for tilbudet før levering av verdipapirene har skjedd, og risikoen må anses å ha gått over på investorene. Utvalget viser videre til at tilsvarende adgang for investorer til å kalle tilbake aksepter gjelder for EØS-prospekter i medhold av prospektforordningen.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at verdipapirhandelloven § 7-21 første og annet ledd videreføres med virkning for nasjonale prospekter i ny § 7-10.

11.7.2.4 Ansvar for prospekt

Etter gjeldende rett er det styret i utstederen som er ansvarlig for prospektet når tilbudet fremmes av utstederforetaket. Dersom tilbudet ikke fremmes av utsteder, følger det av verdipapirhandelloven § 7-18 annet ledd at det skal fremgå av prospektet hvem som er ansvarlig for dette. Som det fremgår av utvalgets drøftelse i kapittel 6.3, har utvalget foreslått visse endringer i gjeldende bestemmelse, for å legge ordlyden nærmere opp til prospektforordningens ordlyd. Dette innebærer at den nye bestemmelsen klart identifiserer gruppen av personer som kan være ansvarlige for prospektet. Utvalget mener det gir best sammenheng i regelverket om det gjelder samme krav til ansvar for nasjonale prospekter som EØS-prospekter, og foreslår derfor at ny § 7-3 gis tilsvarende anvendelse for nasjonale prospekter så langt den passer.

Verdipapirhandelloven § 7-18 tredje ledd gir regler om at prospektet skal inneholde en ansvarserklæring fra de som er ansvarlig for pro-

spektet. For EØS-prospekt videreføres reglene om ansvarserklæring i prospektforordningen artikkel 11 nr. 1. Utvalget foreslår å videreføre bestemmelsene også for nasjonale prospekter, og viser til at en slik erklæring bidrar til å skape klare ansvarsforhold. Utvalget foreslår at bestemmelsen videreføres sammen med reglene om hvem som har ansvar for prospekt.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at verdipapirhandelloven § 7-18 oppheves med virkning for nasjonale prospekter og erstattes med nye bestemmelser i § 7-6.

11.7.2.5 Språk

Utvalget bemerker at det i all hovedsak er norsk og engelsk som benyttes som prospektspråk for norske og utenlandske utstedere eller tilbydere. Utvalget mener det er hensiktsmessig å videreføre gjeldende regler knyttet til språk for nasjonale prospekter, slik at nasjonale prospekter fortsatt kan utarbeides på norsk, svensk, dansk eller engelsk.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn å videreføre verdipapirhandelloven § 7-17 i verdipapirforskriften § 7-2.

11.7.2.6 Offentliggjøring av nasjonale prospekter

Når det gjelder krav til publisering av nasjonale prospekter, har utvalget vurdert hvorvidt gjeldende regulering fortsatt er hensiktsmessig. Utvalget har foreslått å forenkle reglene for publisering av nasjonale prospekter, ved å fjerne enkelte av fremgangsmåtene som anses lite hensiktsmessig i dag. Utvalget har vurdert at alternativet knyttet til å rykke inn prospektet i en riksdekkende avis verken er praktisk eller hensiktsmessig, da investorene normalt vil søke informasjon direkte fra tilbyderen eller tilretteleggeren. Videre tilsier omfanget av informasjon i nasjonale prospekter at alternativet knyttet til innrykk i en riksdekkende avis ikke er særlig aktuelt eller regningssvarende, og viser til at dette alternativet til offentliggjøring heller ikke videreføres i prospektforordningen med virkning for EØS-prospekter. Videre har utvalget vurdert at alternativet knyttet til publisering på prospektmyndighetens hjemmeside ikke er hensiktsmessig eller ønskelig for nasjonale prospekter. Gjeldende krav om at prospektet skal stilles vederlagsfritt til disposisjon på tilbyderens eller tilretteleggers kontor, antas å ha liten praktisk betydning da investorer i begrenset grad oppsøker utstederen eller tilretteleggeren på forretningskontoret for innhenting av prospekt.

Utvalget har derfor foreslått å oppheve verdipapirhandelloven § 7-19 med virkning for nasjonale prospekter og erstatte den med en bestemmelse som sier at nasjonalt prospekt skal offent-

liggjøres senest når tilbudsperioden starter. Offentliggjøring skjer ved at prospektet gjøres elektronisk tilgjengelig på hjemmesiden til tilbydereren eller tilretteleggeren.

Kapittel 12

Tilsyn

12.1 Prospektmyndigheten

12.1.1 Gjeldende rett

Etter verdipapirhandelloyen § 7-8 sjette ledd er Finanstilsynet prospektmyndighet. Bestemmelsens første ledd fastsetter at Finanstilsynet skal godkjenne EØS-prospekter og påse at slike prospekter inneholder de opplysninger som kreves etter lov eller forskrift. Nasjonale prospekter skal etter verdipapirhandelloyen § 7-10 sendes til Foretaksregisteret for registrering før de offentliggjøres. Departementet kan imidlertid fastsette forskrifter om at også disse prospektene skal sendes til prospektmyndigheten for kontroll før de offentliggjøres. Dette følger av verdipapirhandelloyen § 7-8 annet ledd. Slike forskrifter er ikke gitt.

Etter verdipapirhandelloyen § 15-1 annet ledd fører Finanstilsynet tilsyn med overholdelsen av verdipapirhandelloyens bestemmelser, og vil i medhold av denne bestemmelsen generelt kunne følge opp at prospektregelverket overholdes.

12.1.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen artikkel 31 flg. gir en rekke regler om nasjonal tilsynsmyndighet og dennes oppgaver, virkemidler og hvilke tiltak og sanksjoner myndigheten skal kunne benytte ved utøvelsen av oppgavene. Forordningens regler omfatter EØS-prospekter. For nasjonale prospekter kan det fastsettes nasjonale regler.

Prospektforordningen artikkel 31 gir regler om nasjonal tilsynsmyndighet. Bestemmelsens første ledd fastsetter at alle EØS-statene skal utpeke én nasjonal administrativ tilsynsmyndighet som har ansvar for å ivareta alle oppgaver som følger av forordningen, og for å sikre at forordningens bestemmelser etterleves. EØS-statene skal underrette Kommisjonen, ESMA og andre EØS-stater om hvilken myndighet som er utpekt. Den utpekte myndigheten skal være uavhengig av markedsdeltakerne. Artikkel 31 nr. 2 åpner for at EØS-statene kan tillate at den nasjonale tilsyns-

myndigheten utkontrakterer oppgavene knyttet til elektronisk offentliggjøring av godkjente prospekter. Bestemmelsen gir nærmere regler for hvordan en slik delegasjon skal foregå, og på hvilke vilkår. Det endelige ansvaret for de delegerte oppgavene skal være hos tilsynsmyndigheten. EØS-statene skal underrette Kommisjonen, ESMA og de nasjonale tilsynsmyndighetene i andre EØS-stater om slike avtaler om utkontraktering, og om de nøyaktige vilkårene for utkontrakteringen.

12.1.3 Utvalgets vurderinger

Finanstilsynet er etter gjeldende rett prospektmyndighet, og fører generelt tilsyn med at verdipapirhandelloyens regler, herunder reglene om prospekt, overholdes. Finanstilsynet utfører følgende allerede i dag alle de oppgaver prospektforordningen legger opp til at den utpekte nasjonale myndigheten skal ha ansvar for. Utvalget bemerker at oppgavene knyttet til prospektkontroll ble overført fra Oslo Børs til Finanstilsynet i 2010, blant annet for å oppfylle EØS-kravene om at prospektmyndigheten skal være uavhengig av markedsdeltakerne. Utvalget kan ikke se at prospektforordningen gir behov for endringer i det norske regelverket og foreslår at verdipapirhandelloyen § 7-8 sjette ledd om prospektmyndigheten videreføres i ny § 7-12 første ledd.

Utvalget foreslår videre at forskriftshjemmelen i § 7-8 annet ledd videreføres i ny § 7-12 syvende ledd, slik at det i forskrift kan fastsettes at Finanstilsynet kan kontrollere nasjonale prospekter, dersom rettsutviklingen skulle medføre behov for dette, se drøftelsen i kapittel 11.6.

12.2 Tilsynsmyndighetenes virkemidler i det løpende arbeidet

12.2.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloyen inneholder en rekke bestemmelser om virkemidler som kan brukes i tilsynsarbeidet. Etter verdipapirhandelloyen

§ 15-1 annet ledd fører Finanstilsynet *tilsyn med overholdelsen av verdipapirhandelens bestemmelser*. Etter verdipapirhandelens § 15-2 femte ledd plikter et foretak å gi Finanstilsynet de opplysninger som Finanstilsynet anser nødvendige for å avgjøre om det har skjedd overtredelse av bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelens vedrørende finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket. § 15-7 sjette ledd fastsetter at dersom Finanstilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelens, kan Finanstilsynet pålegge vedkommende å bringe handlingen til opphør. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør.

Verdipapirforskriften § 7-3 bokstav a) og b) gir regler om opplysningsplikt for utsteder og tilbydere, samt ledelse og revisor hos disse. Samme bestemmelse bokstav c) og d) fastsetter at Finanstilsynet som et ledd i prospektkontrollen kan pålegge midlertidig forbud mot gjennomføring av tilbud og forby annonsering i inntil 10 arbeidsdager, dersom det er rimelig grunn til å anta at prospektreglene er overtrådt. Nevnte bestemmelser er – sammen med øvrige regler i verdipapirhandelens – ment å gjennomføre artikkel 21 i prospektdirektivet. I tillegg fastsetter verdipapirhandelens § 7-8 fjerde ledd at prospektmyndigheten kan nedlegge forbud mot at et tilbud gjennomføres, dersom den anser det ulovlig å gjennomføre tilbudet etter annen lov eller forskrift. Dette er en nasjonal bestemmelse uten noe motstykke i prospektdirektivet. Endelig følger det av verdipapirhandelens § 17-1 fjerde ledd at prospektmyndigheten kan pålegge daglig mulkt etter nærmere regler fastsatt av departementet, ved overtredelse av plikter etter reglene om prospekt i lovens kapittel 7, eller forskrifter fastsatt i medhold av kapittel 7. Slike forskrifter er ikke gitt.

12.2.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen artikkel 32 angir de minimumsbeføyelser nasjonale myndigheter skal sørge for at tilsynsmyndigheten har til rådighet for å gjennomføre sine oppgaver etter prospektforordningen. Nødvendigheten av et felles sett av virkemidler er nærmere omtalt i fortalen avsnitt 72:

«A set of effective tools and powers and resources for the competent authorities of Member States guarantees supervisory effectiveness. This Regulation should therefore in particular provide for a minimum set of supervisory and

investigative powers with which competent authorities of Member States should be entrusted in accordance with national law. Those powers should be exercised, where the national law so requires, by application to the competent judicial authorities. When exercising their powers under this Regulation, competent authorities and ESMA should act objectively and impartially and remain autonomous in their decision-making.»

Det forutsettes at de nasjonale reglene som utarbeides, ivaretar fundamentale rettssikkerhetsgarantier.

Flere av bestemmelsene i artikkel 32 videreføres uendret fra prospektdirektivet artikkel 21. Artikkel 32 stiller imidlertid også enkelte nye krav til tilsynsmyndighetens kompetanse. Disse krever gjennomføring i norsk rett. Etter artikkel 32 nr. 1 bokstav a) til n) skal tilsynsmyndigheten kunne treffe følgende tiltak:

- a) pålegge utstedere, tilbydere eller personer som søker om opptak til notering på et regulert marked å gi supplerende opplysninger i prospektet, når dette er nødvendig av hensyn til investorbeskyttelsen,
- b) pålegge utstedere, tilbydere eller personer som søker om opptak til notering på et regulert marked, og personer som kontrollerer dem eller kontrolleres av dem, å gi opplysninger og utlevere dokumenter,
- c) pålegge revisorer og medlemmer av ledelsen hos utstedere, tilbydere eller personer som søker om opptak til notering på et regulert marked, samt finansielle mellommenn som forestår plassering av offentlig tilbud eller søker om opptak til notering på et regulert marked, å gi opplysninger,
- d) suspendere et offentlig tilbud av verdipapirer, eller opptak til notering på regulert marked, i inntil ti sammenhengende arbeidsdager, hver gang det er rimelig grunn til å tro at forordningens bestemmelser er overtrådt,
- e) forby eller suspendere annonsering, eller kreve at utsteder, tilbyder eller personer som søker om opptak til notering på et regulert marked, eller relevante finansielle mellommenn, suspenderer annonsering i inntil ti sammenhengende arbeidsdager, hver gang det er rimelig grunn til å tro at forordningens regler er overtrådt,
- f) forby et offentlig tilbud av verdipapirer, eller opptak til notering på et regulert marked, dersom forordningen er overtrådt, eller det er grunn til å tro at den er overtrådt,

- g) suspendere, eller pålegge det relevante regulerte marked, MHF, eller OHF å suspendere handelen på et regulert marked, MHF eller en OHF i inntil ti sammenhengende arbeidsdager, hver gang det er rimelig grunn til å tro at forordningens regler er overtrådt,
- h) forby handel på et regulert marked, en MHF eller OHF dersom forordningens regler er overtrådt,
- i) offentliggjøre at en utsteder, en tilbyder eller en person som har søkt opptak til notering på regulert marked, ikke overholder sine forpliktelser,
- j) stanse kontrollen av et prospekt som er sendt inn for godkjenning, eller suspendere et tilbud av verdipapirer eller opptak til notering på et regulert marked, eller begrense tilbudet eller opptaket til notering, hvis Finanstilsynet har truffet tiltak eller nedlagt forbud i henhold til artikkel 42 i Europaparlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014, inntil tiltaket eller forbudet er opphørt,
- k) nekte å godkjenne et prospekt som er utarbeidet av en bestemt utsteder, tilbyder eller person som søker om opptak til notering på et regulert marked, i inntil fem år, hvis utstederen eller personen som anmoder om opptak til notering på et regulert marked, har foretatt gjentatte og alvorlige brudd på forordningens regler,
- l) offentliggjøre, eller kreve at utstederen offentliggjør, alle vesentlige opplysninger som kan påvirke vurderingen av de verdipapirer som tilbys til offentligheten eller tas opp til notering på et regulert marked, for å sikre investorbesskyttelsen eller et velfungerende marked,
- m) suspendere handelen med verdipapirer, eller kreve at det relevante regulerte marked eller den relevante MHF eller OHF suspenderer handelen, hvis tilsynsmyndigheten finner at utstederens situasjon er slik at handel vil skade investorenes interesser,
- n) foreta stedlig tilsyn og undersøkelser andre steder enn i fysiske personers private boliger, for å få tilgang til dokumenter og andre opplysninger, når det er begrunnet mistanke om at undersøkelsen kan gi tilgang til dokumenter og andre opplysninger som kan tjene som bevis for en overtredelse av forordningen.

Myndigheten skal kunne utøves direkte, ved delegasjon, i samarbeid med andre myndigheter, eller etter begjæring til domstolene. Dette følger av artikkel 32 nr. 2 og i tillegg artikkel 32 nr. 1 annet ledd.

Dersom godkjenning av et prospekt nektes i medhold av nr. 1 bokstav k), skal tilsynsmyndigheten underrette ESMA om dette. ESMA underretter tilsynsmyndighetene i de øvrige medlemsstatene. Dette følger av artikkel 32 nr. 1 tredje ledd.

Dersom stedlige undersøkelser utføres av flere nasjonale myndigheter i fellesskap, skal ESMA ha rett til å være med på undersøkelsen. Dette følger av artikkel 32 nr. 1 fjerde ledd.

Artikkel 32 nr. 5 fastsetter at personer som stiller opplysninger til rådighet for myndighetene etter forordningens regler, ikke skal anses å ha overtrådt noen regler om taushetsplikt i lover, forskrifter eller kontrakter og ikke på noen måte kan komme i ansvar for at opplysningene er stilt til myndighetenes disposisjon. Artikkel 41 gir en ny bestemmelse om vern av varslere. Bestemmelsen er innholdsmessig identisk med artikkel 32 i MAR og MiFID II artikkel 73.

12.2.3 Utvalgets vurderinger

12.2.3.1 Innledning

For å kunne løse sine oppgaver på en tilfredsstillende måte, er Finanstilsynet avhengig av effektive håndhevelsesmidler som gir god saksopplysning i tilstrekkelig tempo. Det er imidlertid viktig at håndhevelsesmidlene ikke går lenger enn behovet tilsier, og at reglene ivaretar hensynet til rettssikkerhet.

Prospektforordningen artikkel 32 angir de minimumsbeføyelser EØS-statene er forpliktet til å sørge for at tilsynsmyndigheten skal ha til rådighet. Bestemmelsen fastsetter at tilsynsmyndigheten skal utøve sin kompetanse innenfor nasjonale rettslige rammer. Etter artikkel 32 nr. 2 kan tilsynsmyndigheten utøve sin kompetanse alene, i samarbeid med andre myndigheter eller ved søknad til «judicial authorities». Utvalget legger således til grunn at forordningen fortsatt gir betydelig frihet med hensyn til hvordan kompetansen skal utøves og på hvilke vilkår.

Flere av bestemmelsene i artikkel 32 nr. 1 videreføres uendret fra prospektdirektivets artikkel 21 med mindre språklige justeringer og tillegg. De fleste av disse bestemmelsene er allerede gjennomført i norsk rett. Utvalget legger i utgangspunktet til grunn at reglene som er innført, kan videreføres uendret. Utvalget foreslår imidlertid en del endringer av språklig og redaksjonell karakter.

Utvalget foreslår i tillegg enkelte nye regler. Disse gjennomfører nye bestemmelser i forordningen, og dessuten enkelte bestemmelser som

ikke ble gjennomført ved innføring av prospekt-direktivet. Dette er etter utvalgets syn nødvendig, ettersom forordningen tydelig angir at de virkemidlene forordningen omtaler, utgjør et minimum som EØS-statene er forpliktet til å gjennomføre.

Utvalget bemerker innledningsvis at en rekke av bestemmelsene om tilsynsvirkemidler i prospektforordningen artikkel 32 er generelle i sin form; tilsynsmyndigheten skal ha rett til «dokumenter» og be om «opplysninger». Anvendelsesområdet for prospektforordningen setter imidlertid saklige rammer for bruk av tilsynshjemlene. Generelt utformede tilsynshjemler må dermed leses i denne konteksten.

Utvalget foreslår at de reglene om tilsynsvirkemidler som i dag står i verdipapirforskriften, overføres til verdipapirhandelloven. Slik utvalget ser det, er dette en type regler som systematisk og materielt hører hjemme i loven. En slik løsning harmonerer også bedre med lovens system. Når det gjelder den nærmere plasseringen i loven, har utvalget kommet frem til at bestemmelsene som skal utarbeides etter artikkel 32 i forordningen, i hovedsak bør plasseres der de tematisk hører hjemme i lovens kapittel om tilsyn. På denne måten følges systematikken som er valgt for de øvrige direktivområdene. Enkelte av bestemmelsene er imidlertid så nær knyttet opp mot selve prospektkontrollen at utvalget har foreslått å plassere dem i kapittelet som gjelder prospektkontroll. Dette gjelder bestemmelsene som gir Finanstilsynet adgang til å treffe tiltak som i tid begrenser seg til inntil 10 dager, eller som griper rett inn i kontrollhandlingene ved å suspendere kontrollen av prospektet.

Utvalget har gjennom flere utredninger foreslått endringer i verdipapirhandellovens kapittel om tilsynsvirkemidler. I NOU 2017: 1 foretok utvalget en samlet gjennomgang av lovens regler om tilsyn, og foreslo å plassere disse i et nytt kapittel 19 i loven. I NOU 2017: 14 foreslo utvalget enkelte endringer i utkastet til nytt kapittel 19 for å gjennomføre markedsmisbruksforordningen i norsk rett. I tillegg foretok utvalget en samlet gjennomgang av sanksjonsbestemmelsene i loven, og foreslo regler i nytt kapittel 21. Utvalgets forslag til lovregler utformes av praktiske hensyn som endringsforslag til disse forslagene.

Utvalget foreslår at reglene om tilsyn og sanksjoner formuleres slik at de omfatter både EØS-prospekter og nasjonale prospekter. Dette innebærer en videreføring av gjeldende rett. Utvalget bemerker at Finanstilsynet har et generelt ansvar

for å påse at verdipapirhandellovens regler overholdes. Etter forslaget her, presiseres det også at Finanstilsynet kan utføre stikkprøvekontroller av nasjonale prospekter. Finanstilsynet har således behov for de samme virkemidlene, uavhengig av type prospekt.

Nedenfor gjennomgår utvalget de ulike virkemidlene som tilsynsmyndigheten ifølge prospektforordningen som minimum skal ha til sin rådighet, og fremmer forslag til nødvendige lovendringer.

12.2.3.2 Pålegg om å gi supplerende opplysninger i prospektet

Prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav a) fastsetter at prospektmyndigheten skal kunne pålegge utstedere, tilbydere eller personer som søker om opptak til notering på et regulert marked, å gi supplerende opplysninger i prospektet, når dette er nødvendig av hensyn til investorbeskyttelsen. Bestemmelsen viderefører prospektdirektivet artikkel 21 nr. 3 bokstav a) uten endringer. Bestemmelsen er ikke uttrykkelig gjennomført i norsk rett. Begrunnelsen for dette fremgår av et høringsnotat utarbeidet av Kredittilsynet¹ i 2005, hvor prospektforordningen artikkel 21 om tilsynsvirkemidler ble gjennomgått og gjennomføringsbestemmelser ble foreslått² (heretter høringsbrevet fra 2005). Her ble det lagt til grunn at reglene om at prospektmyndigheten skal påse at prospektet inneholder alle opplysninger som kreves etter lov eller forskrift, innebærer at prospektet ikke vil bli godkjent dersom utsteder ikke gir supplerende opplysninger av betydning for investorbeskyttelsen i prospektet når dette kreves, slik at manglende godkjenning i praksis vil fungere som et pålegg. Utvalget er enig i at dette i de aller fleste praktiske tilfeller vil være riktig, slik at det praktiske anvendelsesområdet for regelen vil være forholdsvis snevert. Utvalget bemerker imidlertid at det uten gjennomføring av bestemmelsen, ikke vil være tilstrekkelig hjemmel for å kreve at tilleggsopplysninger tas inn i prospekt når dette er nødvendig av hensyn til investorbeskyttelsen, slik forordningen legger opp til. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å ta inn en bestemmelse som svarer til forordningens artikkel 32 nr. 1 bokstav a) i (utkastet til) § 19-7 åttende ledd om pålegg mv.

¹ Nå Finanstilsynet

² Høringsbrev av 9. september 2005 fra Finansdepartementet, Nye prospektregler – forslag til forskrifter

12.2.3.3 Opplysningsplikt og plikt til å utlevere dokumenter

Etter verdipapirforskriften § 7-3 bokstav a) kan Finanstilsynet pålegge opplysningsplikt for utsteder, tilbyder eller person som søker opptak til notering, og personer som har bestemmende innflytelse hos disse eller er under bestemmende innflytelse hos disse. Bestemmelsen er ment å gjennomføre prospektdirektivet artikkel 21 nr. 3 bokstav b), som videreføres uendret i prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav b). Forskriftsbestemmelsen omhandler imidlertid kun opplysningsplikt, mens forordningens bestemmelse omhandler plikt til å «provide information and documents». Forskjellen i ordlyd er ikke nærmere kommentert i høringsbrevet fra 2005.

Utvalget bemerker at forordningens artikkel 32 angir det minimum av virkemidler nasjonale myndigheter skal sørge for at Finanstilsynet har til rådighet for å føre en effektiv prospektkontroll. Det er således ikke anledning til å velge bort deler av beføyelsene som omfattes av bestemmelsene. Utvalget bemerker videre at tilsynsmyndighetens kompetanse bør komme tydelig frem av bestemmelsene, slik at det ikke oppstår tvil om hvilke pålegg eller tiltak myndighetene kan treffe. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at bestemmelsen endres slik at det fremgår at bestemmelsen både omfatter en plikt til å gi opplysninger og til å utlevere dokumenter.

Prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav c) om opplysningsplikt for revisorer og medlemmer av ledelsen hos utstedere, tilbydere eller personer som søker om opptak til notering på et regulert marked, samt finansielle mellommenn som har påtatt seg å plassere tilbudet offentlig eller søke om opptak til notering på et regulert marked, videreføres også uendret. I motsetning til bokstav b) omhandler denne kun opplysningsplikt og ikke plikt til å utlevere dokumenter. Forskjellen er ikke kommentert hverken i prospektdirektivet eller i forordningen. Utvalget foreslår å videreføre dagens bestemmelse og bemerker at det ikke er identifisert noe behov for å utvide bestemmelsen. Det bemerkes for ordens skyld at plikt til å utlevere dokumenter etter omstendighetene kan følge av andre bestemmelser i verdipapirhandelloven eller Finanstilsynsloven.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at verdipapirforskriften § 7-3 bokstav a) og b) videreføres som nye tiende og ellefte ledd i utkastet til § 19-2 om opplysningsplikt hvor de systematisk hører hjemme, med de endringer som fremkommer over. I tillegg foreslår utvalget enkelte språklige

justeringer som innebærer at teksten legges nærmere ordlyden i forordningen.

12.2.3.4 Midlertidig suspensjon av et offentlig tilbud eller opptak til notering på regulert marked

Verdipapirforskriften § 7-3 bokstav c) fastsetter at Finanstilsynet kan pålegge utsteder midlertidig forbud mot gjennomføring av et tilbud i inntil 10 arbeidsdager, dersom det er rimelig grunn til å tro at prospektreglene er overtrådt. Bestemmelsen gjennomfører prospektdirektivet artikkel 21 nr. 3 bokstav d). Bestemmelsen videreføres i forordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav d), med kun språklige endringer. Utvalget foreslår at regelen videreføres, men at ordlyden legges nærmere opp til forordningens ordlyd. Utvalget bemerker for øvrig at det i høringsbrevet fra 2005 ble lagt til grunn at bestemmelsen vil ha et begrenset nedslagsfelt, fordi et prospekt ikke vil godkjennes dersom det er tvil om forordningens regler er fulgt. Manglende godkjenning vil i praksis innebære en «suspensjon». I tilfeller der prospektet er godkjent, men før tilbudet er avsluttet eller noteringen er fullført fremkommer opplysninger som gjør at det må antas at det foreligger brudd på prospektreglene, vil imidlertid bestemmelsen kunne anvendes inntil forholdet rettes eller avklares. Utvalget foreslår at bestemmelsen innarbeides i utkastet til verdipapirhandellov §7-12 annet ledd om prospektmyndigheten, sammen med enkelte andre bestemmelser som er nært knyttet opp til den daglige utøvelsen av prospektkontrollen.

12.2.3.5 Midlertidig forbud mot å markedsføre et tilbud

Verdipapirforskriften § 7-3 bokstav d) fastsetter at Finanstilsynet kan forby annonsering i inntil 10 arbeidsdager, dersom det er rimelig grunn til å anta at prospektreglene er overtrådt. Bestemmelsen gjennomfører prospektdirektivet artikkel 21 nr. 3 bokstav e). Bestemmelsen videreføres i forordningens artikkel 32 nr. 1 bokstav e), men med en del språklige endringer. Utvalget kan ikke se at presiseringene som er foretatt, innebærer noen materielle endringer som genererer behov for lovendring. I hovedsak er «forby» lagt til «suspendere» og det legges til at tilsynsmyndigheten skal kunne pålegge de relevante aktørene å suspendere markedsføringen. Utvalget foreslår at verdipapirforskriftens bestemmelse videreføres med enkelte språklige endringer i ny § 7-12 tredje ledd,

sammen med enkelte andre bestemmelser som er nært knyttet opp til den daglige utøvelsen av prospektkontrollen.

12.2.3.6 Forbud mot et offentlig tilbud av verdipapirer eller opptak til notering på et regulert marked

Prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav f) fastsetter at prospektmyndigheten skal kunne forby et offentlig tilbud av verdipapirer eller opptak til notering på et regulert marked dersom forordningen er overtrådt, eller det er grunn til å tro at den er overtrådt. Verdipapirhandelloven § 15-7 sjette ledd (utkastet § 19-7 sjette ledd) fastsetter at dersom Finanstilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven, kan Finanstilsynet pålegge vedkommende å bringe handlingen til opphør. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør. Utvalget bemerker at verdipapirhandelloven dermed allerede dekker de forhold forordningen omfatter, og kan derfor ikke se at det er behov for ytterligere regler på dette punktet.

12.2.3.7 Suspensjon av handelen på regulert marked, MHF eller OHF i inntil 10 sammenhengende arbeidsdager

Prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav g) fastsetter at prospektmyndigheten skal kunne suspendere, eller pålegge det relevante regulerte marked, MHF, eller OHF å suspendere, noteringen på et regulert marked, MHF eller en OHF i inntil ti sammenhengende arbeidsdager, dersom det er rimelig grunn til å anta at forordningens regler er overtrådt. Bestemmelsen viderefører prospektdirektivet artikkel 21 nr. 3 bokstav g), men slik at bestemmelsen utvides til å gjelde MHF og OHF. Bestemmelsen er ikke uttrykkelig gjennomført i norsk rett. I høringsbrevet fra 2005 ble det lagt til grunn at børsloven § 5-7 ga tilstrekkelig hjemmel for suspensjon. Utvalget antar at anvendelsesområdet for forordningens regel vil være relativt snevert, og bemerker at prospekter ikke vil godkjennes dersom det er tvil om forordningens regler er fulgt. Der det først i tilbudsperioden blir klart at forordningen er overtrådt, kan imidlertid suspensjon være en mulighet. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å ta inn en bestemmelse som svarer til forordningens artikkel 32 nr. 1 bokstav g) i § 7-12 fjerde ledd sammen med de andre reglene om midlertidige tiltak ved mistanke om overtredelse av forordningen.

12.2.3.8 Forbud mot notering på et regulert marked, en MHF eller OHF dersom forordningens regler er overtrådt

Prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav h) fastsetter at prospektmyndigheten skal kunne forby handel på et regulert marked, en MHF eller en OHF dersom forordningens regler er overtrådt. Bestemmelsen viderefører prospektdirektivet artikkel 21 nr. 3 bokstav h), men slik at den utvides til å gjelde MHF og OHF. Ved gjennomføring av prospektdirektivet ble det lagt til grunn at børslovens regler om strykning og suspensjon ga tilstrekkelig hjemmel til å oppfylle direktivets krav, slik at ytterligere regler ikke var nødvendig. Utvalget kan heller ikke nå se at det er behov for å utarbeide ytterligere regler for å oppfylle forordningens krav på dette punktet. Det vises til at utvalget i NOU 2017: 14 har foreslått å videreføre regelen i verdipapirhandelloven § 15-7 syvende ledd (utkastet § 19-7 niende ledd). Denne fastsetter at Finanstilsynet kan gi pålegg om at handel i bestemte finansielle instrumenter skal stoppes midlertidig eller permanent dersom særlige grunner tilsier det. Brudd på prospektforordningens regler vil kunne utgjøre en slik særlig grunn.

12.2.3.9 Offentliggjøring av at utsteder, tilbyder eller person som har søkt opptak til notering på regulert marked, ikke overholder sine forpliktelser

Forordningens artikkel 32 nr. 1 bokstav i) fastsetter at prospektmyndigheten skal kunne offentliggjøre at en utsteder, tilbyder eller person som har søkt opptak til notering på regulert marked, ikke overholder sine forpliktelser. Etter forvaltningsloven § 13 har enhver som utfører tjeneste eller arbeid for et forvaltningsorgan, plikt til å hindre at andre får adgang eller kjennskap til det han i forbindelse med tjenesten eller arbeidet får vite om noens personlige forhold, eller drifts- eller forretningsforhold som det vil være av konkurransemessig betydning å hemmeligholde, av hensyn til den som opplysningen angår. Etter Finanstilsynsloven § 7 har Finanstilsynets styremedlemmer og tjenestemenn taushetsplikt overfor uvedkommende om det som de får kjennskap til i sitt arbeid om en kundes forhold. Brudd på prospektreglene vil ikke være et personlig eller forretningsmessig forhold som omfattes av nevnte regler om taushetsplikt. Finanstilsynet vil derfor kunne offentliggjøre opplysninger om slike brudd, uten at det utarbeides ytterligere regler om dette. Finanstilsynet offentliggjør rutinemessig opplysninger om

brudd på regelverket de forvalter. Dette er et viktig ledd i Finanstilsynets forebyggende arbeid, og bidrar til å formidle kunnskap om regelverket og hvorledes det er å forstå.

12.2.3.10 Stans av prospektkontrollen ved produktinngrep etter MiFIR

Prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav j) fastsetter at prospektmyndigheten skal kunne stanse kontrollen av et prospekt som er sendt inn for godkjenning, eller suspendere et tilbud av verdipapirer eller opptak til notering på et regulert marked, eller begrense tilbudet eller opptaket til notering, hvis Finanstilsynet har truffet tiltak eller nedlagt forbud i henhold til artikkel 42 i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014), inntil tiltaket eller forbudet er opphørt.

Bestemmelsen er ny, og må ses i sammenheng med de nye reglene om myndighet til å foreta produktinngrep i MiFIR kapittel VII. MiFIR artikkel 42 fastsetter at nasjonale tilsynsmyndigheter skal kunne forby eller begrense markedsføring, distribusjon eller salg av finansielle instrumenter og strukturerte innskudd eller en finansiell praksis, dersom det oppstår alvorlige betenkeligheter knyttet til spørsmål om investorbeskyttelse, finansmarkedenes eller råvaremarkedenes integritet og funksjon, eller stabiliteten i hele eller deler av markedene. Dersom slikt vedtak er truffet, skal prospektmyndigheten kunne treffe et korresponderende vedtak på sitt område (i mange land er dette samme myndighet, herunder i Norge). Bestemmelsen er ikke nærmere omtalt i forordningens fortale. Det er verdt å merke seg at reglene om produktinngrep kommer til anvendelse under gitte alvorlige omstendigheter. Adgangen til å treffe vedtak etter prospektforordningen oppstår først når det er truffet vedtak etter MiFIR som innebærer at det er konstatert alvorlig bekymring for investorbeskyttelsen, markedene eller finansiell stabilitet.

Så langt utvalget kan se, inneholder ikke verdipapirhandelloven bestemmelser som fullt ut dekker de forhold artikkel 32 nr. 1 bokstav j) omhandler. Det er således behov for å utarbeide en bestemmelse for å tilfredsstille forordningens krav. Utvalget foreslår at en slik bestemmelse innarbeides i verdipapirhandelloven § 7-12 femte ledd, sammen med de øvrige reglene knyttet til det daglige arbeidet med prospektkontroll.

12.2.3.11 Nekting av godkjenning av prospekt på grunnlag av gjentatte brudd på forordningen

Etter prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav k) skal det fastsettes regler om at tilsynsmyndigheten skal kunne nekte å godkjenne et prospekt som er utarbeidet av en bestemt utsteder, tilbyder eller person som søker om opptak til notering på et regulert marked, i inntil fem år, hvis vedkommende har foretatt gjentatte og alvorlige brudd på forordningen. Bestemmelsen er ikke nærmere omtalt i fortalen til forordningen og utvalget finner det praktiske anvendelsesområdet noe uklart. Det legges imidlertid til grunn at anvendelsesområdet vil være snevert, idet bestemmelsen kun omfatter grove eller gjentatte brudd. Uten annen anvisning hverken i bestemmelsen selv eller i fortalen, legger utvalget til grunn at de nærmere vilkår for anvendelse av bestemmelsen må formuleres i nasjonal rett. Herunder må det tas stilling til om bestemmelsen skal utformes som et administrativt tiltak eller som en sanksjonsbestemmelse, fordi administrative sanksjoner, i motsetning til andre forvaltningstiltak, vil kunne være straff etter EMK og utløse rettigheter etter konvensjonen. I forordningen er bestemmelsen plassert i artikkelen som omhandler de ulike tilsynsvirkemidlene. Dette tilsier at det i forordningen er lagt til grunn at tiltaket ikke er å betrakte som en sanksjon etter EMK, men som et administrativt tiltak.

I Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 3.2 er sanksjonsbegrepet i forvaltningssammenheng omtalt nærmere. Her slutter Justis- og beredskapsdepartementet seg i hovedsak til Sanksjonslovutvalgets innstilling, hvor det ble fremhevet at det karakteristiske for en sanksjon er at den er tilbakeskudende og har et vesentlig pønalt element. Tiltak som er «fremadrettet», vil derimot ikke omfattes av sanksjonsdefinisjonen. På verdipapiriområdet er en rekke forvaltningstiltak innrettet med tanke på at lovbrudd skal opphøre og forhindres frem i tid, blant annet reglene om pålegg om retting og tilbakekall av tillatelser til foretak som har vist seg uskikket til å operere i markedet.

Utvalget mener at å nekte og godkjenne et prospekt fremstår som en lite adekvat pønalt reaksjon, hvilket heller ikke er det forordningen legger opp til. Utvalget viser til at prospektreglene skal bidra til å trygge viktige samfunnsmessige hensyn. Prospektforordningen skal således legge til rette for et trygt, sikkert og effektivt kapitalmarked med høy grad av transparens, som bidrar til at investorene har tillit til markedet og til at næringslivet til-

trekker seg kapital. At prospektreglene overholdes av virksomheter og personer som opererer i markedet, er av stor betydning for tilliten til markedet. Tilvarende vil det være skadelig for tilliten til både markedet og virksomhetene som er avhengig av dette, om den som utarbeider prospekt, begår alvorlige og gjentatte brudd på reglene som er satt til å beskytte markedene og aktørene der. Det avgjørende bør etter dette være om tilsynsmyndigheten vurderer at den aktuelle utsteders, tilbyders eller persons lovbrudd utgjør en fremtidig hindring for å utarbeide prospekt. Vurderingen vil være fremoverskuende, og det sentrale i vurderingen vil være om overtreder på grunn av overtredelsene er uskikket til å utarbeide prospekt. Slik utvalget ser det, er det dermed ikke grunnlag for å betrakte et vedtak om ikke å godkjenne et prospekt etter en slik bestemmelse, som en sanksjon. Utvalget foreslår at det utarbeides en bestemmelse som svarer til prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav k), men hvor det uttrykkelig fremgår at overtreder må anses uskikket. Ved siden av dette kravet, anser utvalget at det ikke er behov for å presisere at overtredelsene må være «grove og gjentatte». Utvalget viser til vurderingene som ble gjort i NOU 2017: 14 kapittel 11.4.6 om forbud mot å inneha ledelsesfunksjon. Selv om dette er en annen type tiltak, reises de samme problemstillingene knyttet til kvalifisering av bestemmelsen. Utvalget ser det som en fordel at tilsynsbestemmelsene så langt det er mulig og hensiktsmessig, utformes enhetlig. Forordningen fastsetter en grense på fem år for å treffe slikt vedtak. Utvalget bemerker at forordningen gir minimumsregler. I det utvalget foreslår å formulere bestemmelsen slik at vedkommende som utarbeider prospektet må være uskikket, kan ikke utvalget se at det er behov for eller ønskelig å sette noen absolutt grense på fem år. Det avgjørende må være om vedkommende er skikket eller uskikket til å utarbeide prospektet. Utvalget foreslår at bestemmelsen plasseres som ny § 19-9.

12.2.3.12 Offentliggjøring av opplysninger

Prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav l) fastsetter at prospektmyndigheten skal kunne offentliggjøre, eller kreve at utstederen offentliggjør, alle vesentlige opplysninger som kan påvirke vurderingen av de verdipapirer som tilbys til offentligheten eller tas opp til notering på et regulert marked, for å sikre investorbeskyttelsen eller et velfungerende marked. Bestemmelsen viderefører prospektdirektivet artikkel 21 nr. 4 bokstav

a), med den endring at det uttrykkelig fastsettes at prospektmyndigheten kan offentliggjøre opplysninger selv, og at bestemmelsen omfatter verdipapirer som tilbys til offentligheten. Ved gjennomføring av prospektdirektivet, ble det lagt til grunn at dagjeldende børslov § 5-7 første ledd om opplysningsplikt for utstedere og børsforskriften ga hjemler som dekket regelen i prospektdirektivet.

Utvalget bemerker at verdipapirhandelloyen ikke har noen bestemmelse som korresponderer med prospektforordningen på dette punktet. Verdipapirhandelloyen § 5-2 om løpende informasjonsplikt og kapittel 5 del II om periodisk rapportering gir regler om offentliggjøring av opplysninger, men de dekker så langt utvalget kan se ikke fullt ut virkeområdet for artikkel 32 nr. 1 bokstav l). Utvalget foreslår at det tas inn en bestemmelse som dekker forordningens regel i lovens § 7-12 sjette ledd, sammen med de øvrige bestemmelsene om den operative prospektforordningen.

12.2.3.13 Suspensjon av handelen for å beskytte investorenes interesser

Forordningens artikkel 32 nr. 1 bokstav m) fastsetter at prospektmyndigheten skal kunne suspendere handelen med verdipapirer, eller kreve at det relevante regulerte marked eller den relevante MHF eller OHF suspenderer handelen, hvis tilsynsmyndigheten finner at utstederens situasjon er slik at handel vil skade investorenes interesser. Som nevnt under kapittel 12.2. 3. 8 har utvalget foreslått å videreføre regelen i verdipapirhandelloyen § 15-7 syvende ledd (utkastet § 19-7 niende ledd). Denne fastsetter at Finanstilsynet kan gi pålegg om at handel i bestemte finansielle instrumenter skal stoppes midlertidig eller permanent dersom særlige grunner tilsier det. At utsteders situasjon er slik at handelen kan skade investorenes interesser, vil være en slik omstendighet. Utvalget kan dermed ikke se at det er behov for å utarbeide ytterligere regler for å oppfylle forordningens krav på dette punktet.

12.2.3.14 Stedlig tilsyn og undersøkelser

Forordningens artikkel 32 nr. 1 bokstav n) fastsetter at prospektmyndigheten skal kunne foreta stedlig tilsyn og undersøkelser andre steder enn i fysiske personers private boliger, for å få tilgang til dokumenter og andre opplysninger, når det er begrunnet mistanke om at undersøkelsen kan gi tilgang til dokumenter og andre opplysninger som kan tjene som bevis for en overtredelse av forordningen. Bestemmelsen viderefører prospektdirek-

tivet artikkel 21 nr. 4 bokstav d), men med vesentlige endringer, blant annet at det nå stilles krav om at det skal foreligge mistanke om overtredelse av forordningen, mens den tidligere bestemmelsen omfattet «to verify compliance».

Direktivets bestemmelser ble på dette punktet ikke gjennomført i norsk rett, fordi det ikke ble ansett å være behov for så vidtgående tilsynshjemler for prospektkontrollen.

Utvalget bemerker at forordningens artikkel 32 angir de minimumsbeføyelsene nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha til rådighet. Det er ikke anledning til å velge mindre omfattende virkemidler, men nasjonale tilsynsmyndigheter kan gis mer omfattende virkemidler til rådighet. Dette er felles for all ny sektorregulering på finansområdet.

Utvalget legger dermed til grunn at det må utarbeides en regel som svarer til forordningens regel. De nærmere vilkår for anvendelse skal settes nasjonalt, og myndigheten skal kunne utøves direkte, ved delegasjon, i samarbeid med andre myndigheter, eller etter begjæring til domstolene. Dette følger av artikkel 32 nr. 1 annet ledd og artikkel 32 nr. 2.

Bestemmelsen om stedlige tilsyn og undersøkelser i prospektforordningen tilsvarende bestemmelserne i MAR artikkel 23 nr. 1 bokstav d) og e) (som til sammen utgjør prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav n)).

Utvalget bemerker at verdipapirhandelloven allerede har en bestemmelse om bevissikring i verdipapirhandelloven § 15-5. Bestemmelsen er foreslått videreført i utkastet § 19-5 og omfatter situasjoner der det er mistanke om overtredelse av MAR, men er også foreslått utvidet til å omfatte mistanke om overtredelse av enkelte av bestemmelsene som gjennomfører MiFID II.

Etter utkastet til bestemmelse kan Finanstilsynet for å søke etter bevis når det er rimelig grunn til å anta at bestemmelsene i lovens kapittel 3, markedsmissbruksforordningen som gjennomført i § 3-1, eller § 9-35 og kapittel 15 i loven, samt forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, er overtrådt, eller det er nødvendig for å oppfylle Norges avtaleforpliktelser overfor en annen stat, kreve å få adgang til lokaler, eiendommer og andre oppbevaringssteder hvor det kan finnes bevis for overtredelse. Finanstilsynet kan få adgang til bolig dersom det er særlig grunn til å anta at bevis oppbevares der. Finanstilsynet kan ta med ting, herunder kopi av dokumenter og annen informasjon og teknisk lagret informasjon som kan ha betydning som bevis, for nærmere gransk-

ning, og forsegle forretningslokaler, bøker, forretningspapirer eller teknisk lagringsmedium så lenge undersøkelsen varer og dette anses nødvendig.

Begjæring om adgang til bevissikring fremsettes av Finanstilsynet for tingretten på det sted hvor det mest praktisk kan skje. Finanstilsynet kan kreve bistand av politiet for å iverksette beslutning om bevissikring. Dersom det ikke er tid til å avvente rettens beslutning, kan Finanstilsynet kreve at politiet avstenger områder der bevisene kan være, inntil rettens beslutning foreligger.

Utvalget bemerker at bestemmelsen om bevissikring i § 15-5 i utgangspunktet ble utformet for å gjennomføre reglene som nå er å finne i MAR artikkel 23 nr. 2 bokstav d) og e). Bestemmelsen er imidlertid utformet slik at den også kan dekke den nye bestemmelsen om bevissikring i prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav n). I NOU 2017: 1 foreslår Verdipapirlovutvalget å videreføre bestemmelsen i ny § 19-5.

Utvalget foreslår at utkastet til bestemmelse i § 19-5 endres, slik at den utvides til å omfatte overtredelse av prospektforordningen. På denne måten gjennomføres artikkel 32. nr. 1 bokstav n) i norsk rett på en måte som er konsistent med tilvarende regler på øvrige områder. Utvalget bemerker for ordens skyld at utkastet § 19-5 ikke avgrenser mot undersøkelser i private boliger. Det vises imidlertid til at forordningen gir minimumsregler. Gitt at bestemmelsen bare kommer til anvendelse der det foreligger brudd på regelverket av en slik karakter at det er naturlig å begjære bevissikring hos domstolene, kan utvalget ikke se at denne avgrensningen er hensiktsmessig. Vurderingen er i tråd med tilsvarende vurdering som er gjort ved gjennomføring av MAR og MiFID II.

Av artikkel 32 nr. 1 fjerde ledd fremgår det at ESMA skal kunne delta på stedlige undersøkelser der flere nasjonale tilsynsmyndigheter samarbeider om undersøkelsen. Utvalget bemerker at det generelt er lagt til grunn at bestemmelser om samarbeid mellom myndigheter i utgangspunktet ikke trenger noen egen gjennomføringsbestemmelse, fordi forpliktelsene oppstår når den relevante rettsakten innføres i EØS-avtalen med nødvendige tilpasninger. Fordi det her er tale om en forordning gjelder også bestemmelsen direkte etter at den er tatt inn i EØS-avtalen, eventuelt med en tilpasningstekst.

12.2.3.15 Opplysninger til tilsynsmyndigheten og vern av varslere

Prospektforordningen artikkel 32 nr. 5 gir en ny regel som fastslår at personer som gjør informasjon tilgjengelig for myndighetene i samsvar med reguleringen, ikke skal anses å ha brutt noe forbud mot å offentliggjøre informasjon som følger av kontraktsforhold eller av lov eller annen reguleringsmessig forpliktelse, og ikke kan pålegges noen form for ansvar på grunnlag av slike meddelelser. Bestemmelsen er utformet som en regel som gjelder direkte. Det er således ikke behov for noen gjennomføringsbestemmelse, ut over selve gjennomføringen av forordningen. Heller ikke etter dagens regler vil den som gir opplysninger til myndighetene om brudd på regelverket kunne ilegges noe privat eller offentligrettslig ansvar. Regelen innebærer, så langt utvalget kan se, ingen endringer i rettstilstanden.

Prospektforordningen artikkel 41 gir nye regler om vern av varslere. Artikkelen er innholdsmessig identisk med MAR artikkel 32 og MiFID II artikkel 73. Utvalget viser til drøftelsene som er foretatt av disse bestemmelsene i NOU 2017: 1 kapittel 10.6 og NOU 2017: 14 kapittel 11.6. Utvalget viser videre til behandlingen av reglene i MiFID II i Prop. 77 L kapittel 10.2 som omtaler den nye regelen i verdipapirhandelloven § 19-6 fjerde ledd.

12.2.3.16 Forbud mot tilbud det er ulovlig å gjennomføre etter annen lovgivning

Etter verdipapirhandelloven § 7-8 fjerde ledd kan prospektmyndigheten nedlegge forbud mot at et tilbud gjennomføres dersom prospektmyndigheten anser det ulovlig å gjennomføre tilbudet etter annen lov eller forskrift. Utvalget bemerker at dette er en nasjonal bestemmelse uten noe motstykke i prospektforordningen. Bestemmelsen ble videreført ved gjennomføringen av prospektdirektivet under henvisning til uttalelser i forarbeider til loven fra 1996. Så langt utvalget kjenner til er bestemmelsen ikke benyttet siden vedtakelse av loven av 2007. Utvalget kan ikke se at det foreligger noe praktisk anvendelsesområde for regelen, ved siden av de senere vedtatte reglene om tilsynsvirkemidler som er tilpasset dagens prospektregelverk. Utvalget foreslår at regelen oppheves.

12.2.3.17 Tvangsmulkt

Verdipapirhandelloven § 17-1 fjerde ledd fastsetter at prospektmyndigheten kan pålegge daglig

mulkt (heretter omtalt som tvangsmulkt) etter nærmere fastsatte regler, ved overtredelse av kapittel 7. Slike forskrifter er ikke gitt. Dette innebærer at regelen i praksis ikke kan anvendes. Prospektforordningen inneholder ikke bestemmelser om tvangsmulkt.

Utvalget har vurdert om bestemmelsen om tvangsmulkt bør oppheves, eller videreføres i ny språkdrakt. Utvalget har kommet frem til at det bør utarbeides regler, og viser til at tvangsmulkt kan være et mer målrettet, presist og på mange måter mindre inngripende virkemiddel enn enkelte av tilsynsvirkemidlene som er behandlet i kapittelet her. Utvalget viser for eksempel til at regler om suspensjon av finansielle instrumenter, i tillegg til å ramme utsteder eller tilbyder av det aktuelle finansielle instrumentet, rammer investorene og markedet generelt. Tvangsmulkt vil i mange tilfeller kunne utgjøre et effektivt og målrettet alternativ, for eksempel der formålet er å fremtvinge opplysninger eller ta inn tillegg i prospekt.

Formålet med et vedtak om tvangsmulkt vil være å sikre at bestemmelsene om prospektplikt blir overholdt, eller at vedtak i medhold av loven blir gjennomført. Utvalget kan ikke se at overtredelse av noen enkelt av bestemmelsene i kapittel 7 er mindre egnet for ileggelse av tvangsmulkt enn andre. Utvalget foreslår derfor at Finanstilsynet skal kunne ilegge utsteder, tilbyder, tilrettelegger eller annen person som overtrer regler i kapittel 7, eller som er gitt med hjemmel i kapittel 7, eller som ikke overholder vedtak fattet i medhold av nevnte bestemmelser, tvangsmulkt inntil forholdet er rettet.

Tvangsmulkt kan fastsettes som en løpende mulkt eller som et beløp som forfaller ved hver overtredelse. Utvalget legger til grunn at det praktiske virkemiddelet ved overtredelse av prospektreglene vil være en løpende mulkt. Utvalget har vurdert om det bør fastsettes en øvre grense for tvangsmulkts størrelse, men har kommet frem til at det ikke bør fastsettes noen slik grense. Utvalget bemerker at øvre grense vil måtte settes så høyt at det i realiteten gir liten veiledning i normalsituasjonen, fordi utstederne og tilbydere kan være alt fra store børsnoterte foretak til små lokale foretak. Utvalget viser til at Justis- og beredskapsdepartementet i drøftelsen av utforming av bestemmelser om tvangsmulkt i Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 31.4.5, ikke synes å legge til grunn at det må fastsettes en øvre grense, men at tvangsmulkts størrelse må fastsettes på en entydig måte i vedtaket om trussel om tvangsmulkt.

Utvalget viser videre til at forvaltningsloven § 51 gir generelle regler om tvangsmulkt hvor det

fremgår at tvangsmulkt ikke påløper dersom etterlevelse blir umulig, og årsaken til dette ikke ligger hos den ansvarlige. Bestemmelsen fastsetter videre at tvangsmulkt tilfaller statskassen, og at forvaltningsorganet som ilegger tvangsmulkt i særlige tilfeller kan redusere eller frafalle påløpt tvangsmulkt. Tvangsfullbyrdelsesloven § 7-2 første ledd bokstav d) fastsetter at beslutning om tvangsmulkt er tvangsgrunnlag for utlegg. Det er således ikke lenger behov for tilsvarende bestemmelser i særlovgivningen.

Utvalget foreslår at departementet gis hjemmel til å fastsette nærmere regler om illeggelse av tvangsmulkt i forskrift.

Utvalget bemerker at reglene om tvangsmulkt i NOU 2017: 14 er foreslått videreført som ny § 21-1. Utvalget bemerker imidlertid at tvangsmulkt er et administrativt tiltak og ikke en sanksjon. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at regelen flyttes til kapittel 19 i loven, hvor de tematisk hører hjemme, se utkast til ny § 19-10.

12.3 Samarbeid med andre tilsynsmyndigheter

12.3.1 Gjeldende rett

Det er ikke generelle regler om tilsynssamarbeid i verdipapirhandeloven. Ved gjennomføring av tidligere direktiver på verdipapirområdet er det generelt lagt til grunn at disse reglene gir folkerettslige forpliktelser for Norge, men at direktivbestemmelser som kun retter seg mot tilsynsmyndighetene ikke trenger noen særskilt gjennomføring i lov eller forskrift.

12.3.2 Forventet EØS-rett

12.3.2.1 Innledning

Under finanskrisen i 2008 ble det avdekket svakheter i tilsynet med finansmarkedene i EØS-området. Til tross for tiltagende integrering av de europeiske finansmarkedene, med en rekke aktører som driver virksomhet over landegrensene, var tilsynet fortsatt i hovedsak innrettet nasjonalt. Det samarbeidet som foregikk mellom de nasjonale tilsynsmyndighetene, viste seg å være utilstrekkelig. For å styrke samarbeidet, og legge til rette for et effektivt tilsyn med det integrerte finansmarkedet, vedtok Europaparlamentet og Rådet den 24. november 2010 fire forordninger om et felleseuropeisk system for tilsyn (ESFS). Systemet består av de tre europeiske tilsynsmyndighetene EBA³, ESMA⁴ og EIOPA⁵ samt ESRB (European Systemic Risk Board).

De felleseuropeiske tilsynsmyndighetene skal samarbeide tett med de nasjonale tilsynsmyndighetene for å bedre det integrerte markedets funksjon og virkemåte, og for å bidra til et effektivt, enhetlig og sterkt tilsyn. De ulike direktivene og forordningene tillegger i varierende grad de felleseuropeiske tilsynsmyndighetene oppgaver. Etter prospektforordningen er ESMA tillagt flere oppgaver. Foruten regelverksarbeid, skal ESMA bidra med en koordinerende rolle i tilsynssamarbeidet. ESMA skal også motta og publisere informasjon om EØS-prospekter samt om sanksjoner nasjonale tilsynsmyndigheter ilegger for brudd på reglene.

12.3.2.2 Nærmere om bestemmelsene

Prospektforordningen har regler om samarbeid mellom tilsynsmyndighetene i artikkel 33 til 37. Enkelte av bestemmelsene videreføres fra prospektdirektivet, men det er også store endringer, særlig fordi ESMA på en rekke områder er gitt oppgaver som skal legge til rette for et effektivt samarbeid. Detaljnivået i beskrivelsen av samarbeidsforpliktelsene er også et annet. Mens prospektdirektivet stort sett ga regler om at tilsynsmyndighetene skulle gi hverandre bistand i konkrete situasjoner, gir prospektforordningen i tillegg detaljerte regler om hvordan samarbeidet skal foregå og hvordan bistand skal ytes. Forordningen legger på denne måten til rette for at samarbeidet skal være effektivt og forutsigbart for alle myndigheter.

Prospektforordningen artikkel 33 gir detaljerte regler om nasjonale myndigheters plikt til å samarbeide med ESMA og med hverandre. Bestemmelsen gir regler om bistand mellom nasjonale tilsynsmyndigheter, herunder om utveksling av opplysninger og samarbeid om undersøkelser. Det gis utførlige regler om hvordan bistand skal ytes og i hvilket tempo. Endelig

³ Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC

⁴ Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC

⁵ Regulation (EU) No 1094/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/79/EC

gis det regler om tilsynsmyndighetenes rett til å unnlate og etterkomme en anmodning om samarbeid under nærmere angitte omstendigheter, blant annet dersom det allerede er iverksatt tiltak knyttet til det forhold henvendelsen gjelder. Landene skal, etter nærmere angitte prosedyrer, kunne anmode hverandre om å utføre tilsynshandlinger som de kan velge å utføre selv, eller i større eller mindre grad overlate til den myndigheten som retter henvendelsen.

De landene som har valgt å ha strafferettslige sanksjoner for brudd på prospektreglene, skal i henhold til bestemmelsen sørge for at nasjonale tilsynsmyndigheter har kontakt med relevante myndigheter på strafferettsområdet, slik at assistanse likevel kan ytes til andre nasjonale tilsynsmyndigheter og til ESMA.

Det gis nye regler om bindende meglings mellom nasjonale tilsynsmyndigheter. Bestemmelsen fastsetter at nasjonale tilsynsmyndigheter som retter en henvendelse om bistand til å utføre tilsynshandlinger, eller om å få informasjon fra en annen nasjonal tilsynsmyndighet, kan henvise saken til ESMA dersom de ikke får bistand innen rimelig tid eller anmodningen blir avvist. ESMA skal behandle saken etter prosedyrer som fremgår av ESMA-forordningen. For Norges del er det gjort tilpasninger i EØS-avtalen, blant annet når det gjelder myndigheten til å treffe bindende vedtak. EØS-tilpasningen innebærer at myndighet til å treffe vedtak med direkte virkning i Norge legges til EFTAs overvåkingsorgan, med adgang til overprøving av EFTA-domstolen.

Artikkel 34 fastsetter at nasjonale tilsynsmyndigheter skal samarbeide med ESMA, yte bistand og gi informasjon som setter ESMA i stand til å utføre sine oppgaver etter reguleringen. Bestemmelsen må blant annet ses i lys av at

ESMA er tillagt en rekke oppgaver etter forordningen.

Artikkel 37 fastsetter at tilsynsmyndigheten i en vertstat skal meddele hjemstaten forholdet dersom det er grunn til å tro at forordningens regler er overtrådt. Dersom hjemstatens tiltak ikke medfører at de ulovlige handlingene opphører, kan vertstatens tilsynsmyndigheter ta alle nødvendige skritt for å beskytte investorene, etter å ha varslet hjemstatens tilsynsmyndigheter og ESMA.

Forordningens artikkel 35 gir regler om taushetsplikt ved utveksling av informasjon mellom tilsynsmyndigheter. Etter bestemmelsene skal all konfidensiell informasjon som utveksles holdes konfidensiell og kan bare benyttes til det formålet den utveksles for. Artikkel 36 gir regler om behandling av personopplysninger. Dette følger av verdipapirhandelloven § 17-3.

12.3.3 Utvalgets vurderinger

Forordningen gir mer detaljerte regler om tilsyns-samarbeid enn de som tidligere fantes i direktivet. Utvalget kan ikke se at det er behov for lovendringer for å gjennomføre reglene. For det første er det tale om en forordning, som vil gjennomføres i norsk rett ved inkorporasjon i verdipapirhandelloven. Det er videre avklart at tilsynsmyndigheten i medhold av finanstilsynsloven § 7 kan dele taushetsbelagt informasjon med ESMA og andre relevante tilsynsmyndigheter innen EØS-området. Reglene gir for øvrig en rekke folkerettslige forpliktelser for Norge, og gir ikke regler som retter seg mot borgerne direkte. Det må legges til grunn at Finanstilsynet sørger for å ha et rutineverk på plass som ivaretar de forpliktelser tilsynsmyndigheten har etter forordningen.

Kapittel 13

Tiltak og sanksjoner ved overtredelse av regelverket

13.1 Gjeldende rett

I verdipapirhandelloven er tilsynsvirkemidlene omhandlet i kapittel 15, mens sanksjonsbestemmelsene er omhandlet i kapittel 17. Det er imidlertid ikke noe vanntett skott mellom de to kapitlene. For eksempel er reglene om dagmulkt plassert i kapittel 17 selv om dagmulkt ikke er en sanksjon for overtredelse av regelverket, men et middel til å fremtvinge oppfyllelse av en lovpålagt handling.

Reglene om pålegg om retting er i verdipapirhandelloven plassert under tilsynsvirkemidlene i kapittel 15. Verdipapirhandelloven § 15-7 sjette ledd fastslår at dersom Finanstilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelsene gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven, kan vedkommende pålegges å bringe handlingen til opphør. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør, og kan rettes mot ethvert rettssubjekt som bryter loven. I visse tilfeller vil et pålegg om retting ved overtredelse av regelverket være lite hensiktsmessig. For eksempel kan overtredere ha innrettet seg allerede, eller situasjonen kan ha opphørt. Eksempler er brudd på reglene om meldepplikt og flaggeplikt, hvor melding som regel vil være gitt før saken er ferdig behandlet. Her vil Finanstilsynet isteden kunne rette kritikk mot overtredere og pålegge vedkommende å sørge for rutiner som hindrer nye overtredelser, eller ilegge overtredelsesgebyr. Slike reaksjoner vil også kunne være aktuelle ved overtredelse av prospektregelverket. Dokumenter som inneholder kritikk for regelverksbrudd, er i utgangspunktet offentlige og blir publisert på Finanstilsynets hjemmeside. Det samme gjelder saker der det ilegges overtredelsesgebyr.

Ved overtredelse av plikter etter verdipapirhandelloven kapittel 7, eller forskrifter fastsatt i medhold av kapittel 7, kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr i medhold av verdipapirhandelloven § 17-4. Ved utmåling av overtredelsesgebyr skal det særlig legges vekt på overtredelsens omfang og virkning samt graden av utvist

skyld. Søksmål mot vedtak om overtredelsesgebyr kan ikke reises før vedkommende part har benyttet klageretten og klagen er avgjort av klageinstansen. Søksmål kan i alle tilfeller reises når det har gått seks måneder fra det tidspunkt erklæringen om klage første gang ble fremsatt, og det ikke skyldes forsømmelse fra klagerens side at klageinstansens avgjørelse ikke foreligger. Endelig vedtak om overtredelsesgebyr er tvangsgrunnlag for utlegg.

Den som forsettlig eller uaktsomt gir villedende eller uriktige opplysninger i prospekt som nevnt i § 7-13 eller § 7-15, eller som offentliggjør prospekt i strid med reglene i kapittel 7, kan straffes med bøter eller fengsel i inntil ett år. Dette følger av verdipapirhandelloven § 17-3.

13.2 Forventet EØS-rett

13.2.1 Innledning

Prospektforordningen fastsetter at EØS-statene skal sørge for regler om nærmere angitte administrative tiltak og sanksjoner ved overtredelse av forordningens regler. Bakgrunnen for utviklingen av et felles sanksjonssystem belyses i Kommisjonens meddelelse av 8. desember 2010, «Reinforcing sanctioning regimes in the financial sector». Her settes det mål om en helhetlig opprustning og samordning av sanksjonsbestemmelsene på finansområdet.

I meddelelsens punkt 3 pekes det på at det er sprik og svakheter i de nasjonale sanksjonsregimene. For det første mangler mange nasjonale myndigheter viktige sanksjoner for brudd på regelverket. Mange mangler hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr, eller har for lave satser for slike gebyrer, noen mangler mulighet til å ilegge sanksjoner både til foretak og personer. For det andre tar nasjonale myndigheter ulike hensyn når de vurderer om administrative sanksjoner skal ilegges og hvordan overtredelsesgebyr skal utmåles. For det tredje er det stor forskjell på om det legges til rette for strafferettslige eller administra-

tive sanksjoner, eller en kombinasjon av disse. Endelig er det stor forskjell på effektiviteten i håndhevelsen av regelverket og om sanksjoner i praksis ilegges.

I fortalen til prospektforordningen er bakgrunnen for reglene omtalt i punkt 70:

«In line with the Communication of the Commission of 8 December 2010 on Reinforcing sanctioning regimes in the financial services sector and in order to ensure that the requirements of this Regulation are fulfilled, it is important that Member States take necessary steps to ensure that infringements of this Regulation are subject to appropriate administrative sanctions and other administrative measures. Those sanctions and measures should be effective, proportionate and dissuasive and ensure a common approach in Member States and a deterrent effect. This Regulation should not limit Member States in their ability to provide for higher levels of administrative sanctions.»

Det understrekes dermed at forordningen gir minimumsregler, og ikke er til hinder for å innføre flere eller strengere administrative sanksjoner enn forordningen legger opp til. På visse vilkår kan det enkelte medlemsland beholde bare strafferettslige reaksjoner.

13.2.2 Nærmere om bestemmelsene om tiltak og sanksjoner i prospektforordningen

Ifølge artikkel 38 nr. 1 skal overtredelse av nærmere angitte bestemmelser som minimum omfattes av nasjonale regler om administrative tiltak og sanksjoner. Etter artikkelens annet ledd kan imidlertid EØS-statene beslutte at de ikke skal fastsette regler om administrative tiltak og sanksjoner for overtredelse av artiklene som nevnes, dersom det allerede var fastsatt strafferettslige sanksjoner i nasjonal lov for brudd på den konkrete regelen, på ikrafttredelsesdatoen for forordningen (21. juli 2018, men for EØS-statene vil tidspunktet ventelig fremgå av tilpasningsteksten til EØS-avtalen). I så fall skal EØS-statene innen dette tidspunktet underrette Kommisjonen og ESMA om de relevante straffebestemmelsene. For Norges vedkommende skal slikt varsel sendes EFTAs Overvåkingsorgan, jf. protokoll 1 til EØS-avtalen. Vilkåret for ikke å fastsette administrative sanksjoner er således at en nasjonal bestemmelse som svarer til den konkrete bestemmelsen i forordningen, allerede kun er belagt med straff.

I fortalen til forordningen avsnitt 76 er adgangen til å velge straffesporet omtalt slik:

«Although Member States should be able to lay down rules for administrative and criminal sanctions for the same infringements, Member States should not be required to lay down rules for administrative sanctions for the infringements of this Regulation which are subject to criminal sanctions in their national law by 21 July 2018. In accordance with national law, Member States are not obliged to impose both administrative and criminal sanctions for the same offence, but they should be able to do so if their national law so permits. However, the maintenance of criminal sanctions instead of administrative sanctions for infringements of this Regulation should not reduce or otherwise affect the ability of competent authorities to cooperate, access and exchange information in a timely way with competent authorities in other Member States for the purposes of this Regulation, including after any referral of the relevant infringements to the competent judicial authorities for criminal prosecution.»

EØS-stater som velger å beholde straffesporet, skal uansett sørge for at nasjonale tilsynsmyndigheter kan samarbeide om – og utveksle informasjon om – sanksjonering med andre tilsynsmyndigheter, i tråd med forordningens regler om dette.

Overtredelser som minst skal omfattes av regler om administrative tiltak og sanksjoner, er ifølge artikkel 38 nr. 1 a), artikkel 3 om prospektplikt, artikkel 5 om resalg av verdipapirer, artikkel 6 om innholdet i prospekt, artikkel 7 nr. 1 til nr. 11 om sammendraget, artikkel 8 om grunnprospekt, artikkel 9 om universelle registreringsdokumenter, artikkel 10 om prospekt som består av flere dokumenter, artikkel 11 nr. 1 og nr. 3 om ansvar for prospekt, artikkel 14 nr. 1 og nr. 2 om forenklet regime for offentliggjøring ved etterfølgende utstedelser, artikkel 15 nr. 1 om EØS-vekstprospekter, artikkel 16 nr. 1 til nr. 3 om risikofaktorer, artikkel 17 om endelig pris og antall verdipapirer, artikkel 18 om å utelate informasjon, artikkel 19 nr. 1 til nr. 3 om inkorporasjon ved henvisning, artikkel 20 nr. 1 om forbud mot offentliggjøring før godkjenning, artikkel 21 nr. 1 til nr. 4 og nr. 7 til nr. 11 om offentliggjøring, artikkel 22 nr. 2 til nr. 5 om markedsføring, artikkel 23 nr. 1 til nr. 3 og nr. 5 om supplerende opplysninger og artikkel 27 om språk.

Dette innebærer i praksis at nær sagt alle materielle bestemmelser i prospektforordningen omfat-

tes av reglene om administrative tiltak og sanksjoner. De reglene som ikke er med i oppramsingen inneholder i hovedsak bestemmelser som uansett ikke ville kunne sanksjoneres i seg selv, for eksempel regler om at Kommisjonen skal utarbeide ytterligere regler, samarbeid mellom myndigheter, ulike presiseringer og definisjoner mv.

I tillegg fastsetter artikkel 38 nr. 1 bokstav b) at manglende samarbeid eller oppfyllelse av forpliktelser i forbindelse med en gransking eller en kontroll eller anmodning som omfattes av artikkel 32, skal anses som en overtredelse av forordningen som skal omfattes av reglene om administrative tiltak og sanksjoner.

Reglene om tiltak og sanksjoner skal fastsettes «in accordance with national law». Forordningen gir dermed ingen anvisning på hvilke vilkår som kan fastsettes for at bestemmelsene skal komme til anvendelse. Det forutsettes at nasjonale myndigheter setter vilkår for anvendelse av bestemmelsene.

Ved overtredelse av bestemmelsene som nevnes i artikkel 38 nr. 1, skal imidlertid tilsynsmyndigheten i henhold til artikkel 38 nr. 2 minst kunne benytte følgende administrative tiltak og sanksjoner:

- a. Offentliggjøre at en person eller et foretak har brutt regelverket, med opplysning om overtredelsens karakter, i medhold av artikkel 42,
- b. gi pålegg om at den som bryter regelverket opphører med atferden og ikke gjentar handlingen,
- c. ilegge maksimum overtredelsesgebyr på minimum to ganger vinning eller unngått tap som følge av overtredelsen, der dette beløpet kan fastslås,
- d. for en juridisk person, ilegge administrative overtredelsesgebyrer med et maksimumsbeløp på minst 5 millioner euro, eller 3 prosent av den juridiske personens samlede årsumsetning i henhold til de seneste tilgjengelige regnskapene som er godkjent av styret, eller i stater som ikke har euro som valuta, den tilsvarende verdien i nasjonal valuta 20. juli 2017.

Dersom den juridiske personen er et morforetak eller et datterforetak av det morforetaket som skal utarbeide konsernregnskap i henhold til direktiv 2013/34/EU, skal relevant samlet omsetning være den samlede årsumsetningen eller tilsvarende type inntekt i samsvar med relevante rettsakter på regnskapsområdet, ifølge det seneste tilgjengelige konsernregnskapet som er godkjent av det overordnede morforetakets ledelsesorgan.

- e. for en fysisk person, ilegge administrative overtredelsesgebyrer med et maksimumsbeløp på minst 700 000 euro, eller i medlemsstater som ikke har euro som valuta, den tilsvarende verdien i nasjonal valuta 20. juli 2017.

I artikkel 38 nr. 3 fremgår det uttrykkelig at nasjonale myndigheter kan fastsette flere eller strengere tiltak og sanksjoner enn de som fremgår av bestemmelsen.

Artikkel 39 fastsetter at tilsynsmyndigheten skal ta alle relevante omstendigheter i betraktning når typen sanksjon og utmåling av sanksjonen skal besluttet. Bestemmelsen gir også en liste med momenter som skal tillegges vekt når de er relevante i saken. I vurderingen av hvilke forvaltningsmessige tiltak og sanksjoner som skal ilegges, skal tilsynsmyndighetene foreta en helhetlig vurdering blant annet ut fra:

- a. overtredelsens grovhet og varighet,
- b. graden av skyld hos den som er ansvarlig for overtredelsen,
- c. den ansvarlige fysiske eller juridiske persons finansielle styrke, for eksempel ut fra en juridisk persons samlede omsetning eller en fysisk persons årsinntekt eller samlede midler,
- d. betydning av overtredelsen for ikke-profesjonelle investorers interesser
- e. betydningen av den fortjeneste som er oppnådd, eller det tap som er unngått, for den ansvarlige fysiske eller juridiske personen, eller tap for tredjepart som følge av handlingen, i den grad dette kan fastslås,
- f. den ansvarlige fysiske eller juridiske persons vilje til å samarbeide med tilsynsmyndigheten, uten at det berører behovet for å sikre tilbakebetaling av denne personens oppnådde fortjeneste eller unngåtte tap,
- g. tidligere overtredelser begått av den fysiske eller juridiske personen,
- h. tiltak overtredere har truffet for å unngå overtredelser i fremtiden.

I artikkel 39 nr. 2 understrekes det at nasjonale myndigheter skal samarbeide tett for å sikre at håndhevingen av reglene er effektiv og tilstrekkelig. Myndighetene skal koordinere sine tiltak i henhold til artikkel 25 for å unngå overlappende undersøkelser, tiltak og sanksjoner i saker som har forgreninger til flere land.

Artikkel 40 gir regler om klageadgang, og fastsetter at EØS-statene skal sikre at vedtak som trefes er tilstrekkelig begrunnet og kan prøves ved en domstol. Klageadgangen skal også gjelde der tilsynsmyndigheten unnlater å treffe vedtak innen

fristene som er fastsatt for å godkjenne eller avvise et prospekt eller en anmodning om endring.

13.3 Utvalgets vurderinger

13.3.1 Kort om EØS-relevans av reglene om administrative tiltak og sanksjoner i prospektforordningen

Et grunnleggende utgangspunkt for EØS-samarbeidet er sentral regelproduksjon med lokal håndhevelse. Dette innebærer at håndheving av fellesskapsreglene skal foretas av nasjonale håndhevingsorganer. Utgangspunktet er videre at statene ikke har plikt til å innføre regler om nærmere bestemte tiltak eller sanksjoner for å sikre håndheving av fellesskapsretten. Utgangspunktet kan imidlertid fravikes ved at nærmere angitte tiltak eller sanksjoner (eller sentralisert håndheving) følger direkte av direktiver og forordninger. På finansområdet skjer det en markert rettsutvikling i retning av rettsakter som stiller krav om felles minimumsregler om tiltak og sanksjoner ved overtredelse av regelverket. I de fleste tilfeller kan EØS-statene isteden velge å innføre strafferegler for brudd på hele eller deler av regelverket.

De nye bestemmelsene i prospektforordningen er utformet som minimumsbestemmelser, slik at nasjonale myndigheter plikter å gjennomføre regler om konkrete administrative tiltak og sanksjoner, men står fritt til å fastsette strengere eller flere regler. Dette fremgår av artikkel 38 nr. 1 hvor det heter at EØS-statene, innenfor rammen av nasjonal rett, minst skal fastsette de angitte administrative tiltak og sanksjoner bestemmelsen angir. I artikkel 38 nr. 3 fremgår det at myndighetene kan fastsette flere, eller strengere sanksjoner. Dersom EØS-staten allerede har fastsatt straffereaksjoner for overtredelse av hele eller deler av forordningen, kan imidlertid EØS-staten unnlate å fastsette regler om administrative tiltak og sanksjoner for dette forholdet, se artikkel 38 nr. 1 annet ledd.

Spørsmålet om EØS-relevans av reglene om administrative sanksjoner i prospektforordningen blir først endelig avgjort når forordningen tas inn i EØS-avtalen. Forslag til bestemmelser skal imidlertid ferdigstilles før forhandlingene er sluttført. Utvalget fremmer derfor forslag til bestemmelser med en forutsetning om EØS-relevans på bakgrunn av foreløpige vurderinger. Ettersom verdipapirhandelloven allerede har innført regler om administrative sanksjoner i form av overtredelsesgebyr for overtredelse av reglene som gjennom-

fører prospektdirektivet, legger utvalget til grunn at det ikke er anledning til å velge kun å utforme regler om straff.

13.3.2 Administrative sanksjoner og andre tiltak

I likhet med de øvrige direktivene og forordningene på verdipapirområdet, skiller ikke prospektforordningen klart mellom hva som er å betrakte som et administrativt tiltak og hva som er å betrakte som en administrativ sanksjon. Artikkel 38 inneholder regler om begge deler. Utvalget må imidlertid foreta et skille fordi administrative sanksjoner, i motsetning til andre forvaltningstiltak, vil kunne være straff etter EMK og utløse rettigheter etter konvensjonen. Videre vil de særlige saksbehandlingsreglene i saker om administrative sanksjoner i forvaltningsloven kapittel IX, som ble vedtatt av Stortinget 18. mai 2016 på grunnlag av Prop. 62 L (2015–2016), komme til anvendelse. I disse reglene er det i § 43 annet ledd tatt inn en definisjon av begrepet administrativ sanksjon. Det heter:

«Med administrativ sanksjon menes en negativ reaksjon som kan ilegges av et forvaltningsorgan, som retter seg mot en begått overtredelse av lov, forskrift eller individuell avgjørelse, og som regnes som straff etter den europeiske menneskerettskonvensjon.»

Utvalget legger denne definisjonen til grunn for sitt arbeid. I Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 3.2 er sanksjonsbegrepet omtalt nærmere. Her slutter Justis- og beredskapsdepartementet seg i hovedsak til Sanksjonslovutvalgets innstilling, hvor det ble fremhevet at det karakteristiske for en sanksjon er at den er tilbakeskuende og har et vesentlig pønalt element. Tiltak som er «fremadrettet», vil derimot ikke omfattes av sanksjonsdefinisjonen. På verdipapirområdet er en rekke forvaltningstiltak innrettet med tanke på at lovbrudd skal opphøre og forhindres frem i tid, blant annet reglene om pålegg om retting og tilbakekall av tilatelser til foretak som har vist seg uskikket til å operere i markedet.

Nedenfor drøfter utvalget de ulike tiltakene og sanksjonene prospektforordningen fastsetter at nasjonale tilsynsmyndigheter skal ha til rådighet. I kapittel 13.3.3 drøfter utvalget tiltakene som ikke er å betrakte som administrative sanksjoner etter definisjonen i forvaltningsloven. I kapittel 13.3.4 drøfter utvalget overtredelsesgebyr og straff samt offentliggjøring av sanksjoner og andre tiltak.

13.3.3 Pålegg om retting og offentliggjøring av sanksjoner

Etter forordningens artikkel 38 nr. 2 bokstav b) skal tilsynsmyndigheten ha mulighet til å pålegge den som overtrer nærmere angitte bestemmelser i forordningen, å avslutte atferden og avstå fra å gjenta slik atferd. Tilsynsmyndigheten skal i tillegg kunne offentliggjøre opplysninger om at vedkommende har overtrådt forordningens bestemmelser og om overtredelsens karakter, se artikkel 38 nr. 2 bokstav a).

Utvalget viser til beskrivelsen av gjeldende rett i kapittel 13.1. Verdipapirhandelloven § 15-7 sjette ledd fastsetter at dersom Finanstilsynet har grunn til å anta at noen handler i strid med bestemmelser gitt i eller i medhold av verdipapirhandelloven, kan vedkommende pålegges å bringe handlingen til opphør. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør og kan rettes mot ethvert rettssubjekt som bryter loven. Bestemmelsen er i NOU 2017: 1 foreslått videreført i utkastet § 19-7 sjette ledd. Loven inneholder således allerede bestemmelser som oppfyller kravene i forordningen på dette punktet. Lovendringer er dermed ikke nødvendig.

For så vidt gjelder adgangen til å publisere et vedtak om å sanksjonere, bemerker utvalget at det ikke foreligger behov for noen særskilt hjemmel. Finanstilsynet har ansvar for å føre tilsyn med at verdipapirhandelloven overholdes, og kan i kraft av dette ansvaret kritisere brudd på bestemmelsene i loven overfor enhver person som bryter denne. Finanstilsynet retter denne typen kritikk i dag, for eksempel i tilsynsmerknader og i forbindelse med overtredelse av melde- og flaggepliktreglene. Finanstilsynet har allerede etter dagens regler lang og systematisk praksis for å legge tilsynsrapporter, kritikkbrev og opplysninger om sanksjoner ut på sin hjemmeside. Dette er følgelig administrative tiltak som Finanstilsynet benytter og som i tillegg til å informere markedet om lovbruddet fra overtreder, er et ledd i Finanstilsynets forebyggende arbeid. Utvalget kan ikke se at det er behov for å utarbeide ytterligere lovhjemler for å ivareta forordningens bestemmelser på dette punktet. Det vises for øvrig til kapittel 13.3.4.8 hvor spørsmålet omtales ytterligere.

13.3.4 Overtredelsesgebyr og straff

13.3.4.1 Kort gjennomgang av den generelle rettsutviklingen

Overtredelse av loven kan gjøres straffbar eller sanksjoneres administrativt. De senere årene har prinsippene for kriminalisering og prinsippene for bruk av forvaltningssanksjoner vært drøftet i flere sammenhenger.

Forslag til endringer i forvaltningsloven, som bl.a. gir nye regler om saksbehandling ved ileggelse av administrative sanksjoner, ble vedtatt ved lov 27. mai 2016 nr. 15 om endringer i forvaltningsloven. Forarbeidene til lovendringen er blant annet Prop. 62 L (2015–2016) Endringer i forvaltningsloven mv. (administrative sanksjoner mv.), som ble lagt frem for Stortinget 19. februar 2016. Justiskomiteen sluttet seg i Innst. 243 L (2015–2016) til hovedtrekkene i Justis- og beredskapsdepartementets vurderinger. Lovendringene følger opp Sanksjonsutvalgets utredning, NOU 2003: 15 *Fra bot til bedring*, men i proposisjonen er også utviklingen i tiden etter utredningen tatt i betraktning.

Hovedsiktemålet med endringene i forvaltningsloven er å legge til rette for en mer enhetlig behandling av saker om administrative sanksjoner innenfor betryggende rettslige rammer, og med oppfyllelse av de krav til rettssikkerhet som følger av Grunnloven og internasjonale konvensjoner. Justis- og beredskapsdepartementet drøfter, med utgangspunkt i at det ofte er behov for sanksjoner mot lovbrudd, hvilke lovbrudd som bør kunne sanksjoneres administrativt som et alternativ til tradisjonell strafferettslig forfølgning. Sentralt i vurderingen står avveiningen mellom effektiv håndheving av lovverket og kravet om rettssikkerhet for den enkelte. Proposisjonen bygger på at hjemmel for administrative sanksjoner må gis i særlovgivningen. Hjemmel for administrative sanksjoner bør bare innføres etter en grundig vurdering av behovet veid opp mot betenkelighetene, og med utgangspunkt i de anbefalingene om bruk av administrative sanksjoner som gis i proposisjonen.

De nye reglene i forvaltningsloven gir rettslige rammer for bruken av administrative sanksjoner, saksbehandlingsgarantier ved forvaltningens behandling av saken og utvidet domstolsprøving sammenlignet med det som følger av tradisjonell norsk rett.

I Prop. 62 L (2015–2016) drøftes også mulige administrative sanksjoner, herunder overtredelsesgebyr, administrativt rettighetstap, tilleggsbetaling, tap av offentlig ytelse, forbud mot virksomhet som ikke krever tillatelse, formell advarsel og offentliggjøring av navn på foretak. Det gis

anbefalinger om bruk av de ulike typene administrative sanksjoner. Justis- og beredskapsdepartementets anbefalinger for når henholdsvis straff og administrative sanksjoner bør kunne brukes, oppsummeres på følgende måte:

«Visse anbefalinger er felles både for bruk av straff og administrative sanksjoner:

- Et mer inngripende virkemiddel bør ikke brukes hvis det samme målet kan nås med mindre inngripende tilgjengelige virkemidler. Dette gjelder både ved valget mellom bruk av sanksjoner og andre tiltak, og ved valget mellom straff og administrative sanksjoner.
- Om en lovovertrедelse skal sanksjoneres, bør som utgangspunkt vurderes ut fra hver enkelt handlingsnorm.
- Det bør være en forutsetning for å gi hjemmel for å sanksjonere et lovbrudd at lovbruddene i praksis blir søkt avdekket og håndhevet.
- Særlig med sikte på straff gjelder følgende:
- De interesser straffesanksjonen skal beskytte, bør i et samfunnsperspektiv være så viktige at de forsvarer bruk av straff.
- Normalt bør straff bare brukes ved alvorlige overtrедelser.

Særlig med sikte på administrative sanksjoner gjelder følgende:

- Bruk av administrative sanksjoner må være rettssikkerhetsmessig forsvarlig.»¹

I Prop. 62 L (2015–2016) punkt 9. 3 redegjør Justis- og beredskapsdepartementet nærmere for forhold som bør tas i betraktning ved utformingen av bestemmelser om administrative sanksjoner. Justis- og beredskapsdepartementet sluttet seg i det vesentlige til Sanksjonsutvalgets vurderinger av legalitetsprinsippets krav til hjemmelens klarhet ved illeggelse av administrativ sanksjon og hvilke konsekvenser det må få for utforming av sanksjonshjemlene.² Justis- og beredskapsdepartementet understreker behovet for at handlingsnormen, som er en del av grunnlaget for å kunne sanksjonere overtrедelser av loven, utformes tilstrekkelig klart. Det gjelder både med sikte på *hvilke plikter* som gjelder og *hvem* som har plikter etter loven. I mange tilfeller vil handlingsnormen

avgjøre hvem som kan ilegges sanksjoner, idet sanksjonshjemmel ofte nøyer seg med å vise tilbake til den som har plikter, eventuelt er «ansvarlig», etter handlingsnormen. Tilstrekkelig bevissthet om hvem som er adressat for handlingsnormene, kan bidra til mer effektiv håndheving av lovgivningen. Spørsmålet om en overtrедelse skal sanksjoneres, bør som utgangspunkt vurderes ut fra hver enkelt handlingsnorm. Bruk av sanksjonshjemler som generelt rammer overtrедelser av bestemmelser i loven eller forskrift gitt i medhold av loven, anses uheldig. Hensynene bak legalitetsprinsippet tilsier også at det bør klargjøres at foretak kan holdes ansvarlig, der slik sanksjonering er ønskelig.

Det må videre fremgå hvilket krav til subjektiv skyld som skal gjelde for å kunne ilegge den administrative sanksjonen, og det bør fremgå klart av loven selv hvilken type administrativ sanksjon som kan ilegges. Dersom også overtrедelser av bestemmelser i forskrift skal kunne sanksjoneres, må loven gi hjemmel for det. Det kan også være aktuelt å henvise uttrykkelig til de alminnelige bestemmelsene i forvaltningsloven som regulerer den administrative sanksjonen, men Justis- og beredskapsdepartementet gir ingen absolutt anbefaling om det.

Justis- og beredskapsdepartementet uttaler at en så langt som mulig bør unngå at en i samme paragraf regulerer både administrative sanksjoner og andre reaksjoner mot lovbrudd. Hvilke forvaltningsorganer som kan ilegge den administrative sanksjonen, kan fremgå av loven selv eller av annet grunnlag, typisk vedtak om delegasjon. Det må også fremgå hvorvidt forvaltningsorganet skal, eller bare kan, ilegge administrativ sanksjon dersom vilkårene er oppfylt. Departementet anbefaler at det normalt ikke innføres en plikt for sanksjonsmyndigheten til å ilegge administrativ sanksjon selv om vilkårene er oppfylt. Videre bør det vurderes om det er hensiktsmessig å gi regler om foreldelse av adgangen til å ilegge administrativ sanksjon. Det må vurderes hvorvidt det skal fastsettes hjemmel for å gi utfyllende regler i forskrift. Departementet antar for eksempel at det kan være aktuelt å fastsette nærmere regler om fastsettelse og gjennomføring av den administrative sanksjonen, slik som bestemmelser om utmåling. Dersom man ønsker å fravike forvaltningslovens alminnelige regler helt eller delvis, må det fremgå tilstrekkelig klart, enten av særloven selv eller av forskrift som har tilstrekkelig klar hjemmel i særloven.

Utvalget bemerker at de prinsippene som er omtalt over er relevante for utarbeidelse av regel-

¹ Prop. 62 L (2015–2016) punk 7.4.6

² NOU 2003: 15 punkt 13.3. og 26.1

verket knyttet til administrative tiltak, sanksjoner og straff på hele finansområdet. Utvalget legger prinsippene som fremkommer til grunn for sine vurderinger.

13.3.4.2 Nærmere om overtredelsesgebyrer

Etter verdipapirhandelloven § 17-4 fjerde ledd er det allerede i dag adgang til å ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av prospektreglene i kapittel 7 med tilhørende forskrifter. I NOU 2017: 14 hvor utvalget foretar en samlet gjennomgang av sanksjonsbestemmelsene i verdipapirhandelloven, foreslås denne videreført i § 21-7. Utvalget foreslår at regelen i utkastet § 21-7 erstattes med en regel som gjennomfører prospektforordningens regler, samtidig som den tilfredsstiller de krav som etter rettsutviklingen stilles til en slik bestemmelse.

Selv om forordningen legger opp til regler om overtredelsesgebyr, er det er det likevel naturlig å gjøre en vurdering i lys av de nye reglene i forvaltningsloven, og de hensyn som ligger bak disse reglene. Ved vurderingen av om Finanstilsynet fortsatt bør få hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr, må det foretas en avveining av behovet for å opprettholde overtredelsesgebyr på den ene siden opp mot hensynet til rettssikkerhet for dem som kan bli ilagt overtredelsesgebyr på den andre siden.

Når det gjelder hensynet til rettssikkerhet, viser utvalget til at overtredelsesgebyr vil kunne ilegges av Finanstilsynet, og at vedtak om overtredelsesgebyr skal kunne påklages til departementet etter reglene i forvaltningsloven. Vedtaket kan deretter prøves av domstolene i sivilprosessens form, og domstolene skal kunne prøve alle sider av saken i medhold av forvaltningsloven § 50. Etter forvaltningsloven § 48 har forvaltningen plikt til å orientere om vernet mot selvkriminering som følger av EMK. I Prop. 62 L (2015–2016) har Justis- og beredskapsdepartementet også redegjort for beviskrav ved administrative sanksjoner, se særlig proposisjonen kapittel 19. De nye reglene i forvaltningsloven vil utfylle bestemmelsen i verdipapirhandelloven om overtredelsesgebyr og bidra til å ivareta hensynet til rettssikkerhet.

En forutsetning for å kunne ilegge overtredelsesgebyr, er imidlertid at dette ikke er å betrakte som straff i Grunnlovens forstand. Selv om en legger til grunn at overtredelsesgebyrene har et visst pønalt element, er det overordnede formålet å bidra til og sikre et velordnet og effektivt verdipapirmarked. Et velordnet og effektivt verdipapirmarked med høy grad av tillit, er avgjørende for

næringslivets evne til å tiltrekke seg kapital og for at markedet skal gi grunnlag for sparing. Effektiv sanksjonering av brudd på spillereglene bidrar til å opprettholde markedets integritet og troverdighet, hvilket innebærer at det er stort behov for mulighet til å ilegge overtredelsesgebyrer. Dertil kommer at verdipapirretten er et rettsområde som krever høy grad av spesialkompetanse hos den som skal vurdere relevante sanksjoner. Finanstilsynet har særskilt kunnskap om lovgivningen på verdipapirområdet, og om undersøkelse av overtredelser. Det vil være ressursbesparende, både for Finanstilsynet og politiet/påtalemyndigheten, om Finanstilsynet selv kan ilegge et overtredelsesgebyr, i stedet for at saken må oversendes til politiet/påtalemyndigheten. Overtredelsesgebyr kan videre virke preventivt og bidra til å beskytte aktørene i markedet og til å øke tilliten til markedet. Straff bør forbeholdes overtredelser av sentrale bestemmelser, hvor det kan være aktuelt å vurdere fengselsstraff, mens overtredelsesgebyr ellers vil være en egnet og hensiktsmessig reaksjon ved overtredelser, som alternativ til strafferettslig bot. Utvalget viser også til at det dreier seg om overtredelser av offentlig reguleringslovgivning rettet mot næringsdrivende, en type overtredelser som ifølge Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 13.2 kan egne seg for reaksjoner i form av administrative sanksjoner. Hjemmel for Finanstilsynet til å ilegge overtredelsesgebyr bidrar til at reglene om sanksjoner blir mer ensartede i EØS-området. På denne måten motvirkes regelverksarbitrasje.

13.3.4.3 Hvem skal kunne ilegges overtredelsesgebyr?

Prospektforordningen pålegger utstedere, tilbydere og tilretteleggere plikter. Dette kan være både foretak og fysiske personer. Det fremgår av hver enkelt bestemmelse i lovens kapittel 7 og i forordningen hvem som er pliktsubjekt for bestemmelsen.

For så vidt gjelder foretak, foreslår utvalget at det presiseres at Finanstilsynet kan ilegge overtredelsesgebyr dersom foretaket, eller noen som har handlet på vegne av foretaket, har overtrådt de aktuelle bestemmelsene i verdipapirhandelloven. Personkretsen vil være den samme som etter straffeloven § 27 første ledd første punktum. Det foreslås ikke å fastsette krav om skyld for at et foretak skal kunne ilegges overtredelsesgebyr. Det vises til anbefalingen fra Justis- og beredskapsdepartementet i Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 10.3.2.

Når det gjelder anonyme og kumulative feil, viser utvalget til at den nye bestemmelsen i forvaltningsloven § 46 første ledd inneholder regler om at administrativ foretakssanksjon kan ilegges også ved anonyme og kumulative feil, dersom det er fastsatt i særlov at administrativ sanksjon kan ilegges overfor et foretak. Utvalget legger til grunn at bestemmelsen vil utfylle reglene i verdipapirhandelloven, slik at det ikke er behov for tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandelloven.

Både MiFID II artikkel 70 nr. 2 og rapporteringsdirektivet artikkel 28 nr. 2 fastsetter at når regelverket retter seg mot foretak, *skal* medlemmer av foretakets styre eller andre fysiske eller juridiske personer som i henhold til nasjonal lovgivning er ansvarlig for overtredelsen, også kunne ilegges overtredelsesgebyr, på de vilkår som nasjonal lovgivning setter. En slik generell regel er ikke gitt i MAR artikkel 30 og heller ikke i prospektforordningen. Forskjellen beror antakelig på at pliktsubjektene etter både MiFID II og rapporteringsdirektivet i hovedsak er foretak, mens MAR retter seg mot alle og enhver og prospekt-direktivet i stor grad pålegger plikter på den som utarbeider prospektet og er ansvarlig for dette. I tråd med prospektforordningen legges det ikke opp til noen slik regel.

13.3.4.4 Hvilke overtredelser bør medføre overtredelsesgebyr?

Justis- og beredskapsdepartementet gir i Prop. 62 L (2015–2016) uttrykk for at det bør vurderes konkret for hver enkelt handlingsnorm om en overtredelse skal sanksjoneres. Prospektforordningen angir selv de artikler i forordningen som minst skal omfattes av reglene om overtredelsesgebyr. Vurderingen er således gjort i det felles EØS-regelverket. Utvalget foreslår på denne bakgrunn hjemmel for å illegge overtredelsesgebyr for brudd på de reglene som artikkel 38 nr. 1 bokstav a) og b) fastsetter at skal sanksjoneres. Utvalget bemerker imidlertid at oppramsingen i artikkel 38 nr. 1 bokstav a) i praksis omfatter nær sagt alle regler som pålegger private parter plikter etter forordningen. Reglene som ikke er tatt med, omhandler ulike myndigheters plikter eller gir presiseringer som ikke kan håndheves på selvstendig grunnlag. Utvalget foreslår på dette grunnlag at bestemmelsen utformes slik at overtredelsesgebyr kan ilegges ved brudd på forordningens regler, eller regler til utfylling av disse, slik det også ble gjort i forslag til overtredelsesgebyr ved brudd på MiFIR, se NOU 2017: 14.

I tillegg foreslår utvalget at det kan ilegges overtredelsesgebyr for brudd på de av bestemmelsene i forordningen som krever særskilt gjennomføring i loven, samt bestemmelsene om pålegg gitt av tilsynsmyndigheten. Dette er i samsvar med artikkel 38 nr. 1 bokstav b).

Dagens regler om overtredelsesgebyr ved brudd på prospektreglene omfatter også overtredelse av reglene om nasjonale prospekter. Ettersom en her er utenfor EØS-rettens område, foreligger det ingen forpliktelse til å videreføre reglene. Utvalget bemerker at de nasjonale prospektene ikke kontrolleres av Finanstilsynet, men registreres i Foretaksregisteret uten noen forutgående kontroll. Det bemerkes imidlertid at utvalget har lagt opp til at Finanstilsynet kan foreta stikkprøver og forfølge eventuelle brudd som avdekkes. Det følger av verdipapirhandelloven § 15-1 annet ledd, som utvalget har foreslått å videreføre i utkastet § 19-1 første ledd, at Finanstilsynet fører tilsyn med overholdelsen av verdipapirhandellovens bestemmelser. Dette gjelder også de nasjonale reglene om prospekt. Utvalget mener at regler om overtredelsesgebyr bør opprettholdes. Det bemerkes at de hensyn som taler for overtredelsesgebyr ved brudd på reglene om EØS-prospekt også gjør seg gjeldende ved overtredelser av de nasjonale prospektreglene. Manglende mulighet til å sanksjonere kjente brudd, vil slik utvalget ser det, kunne svekke tilliten til kapitalinnhentingene. Utvalget foreslår derfor at reglene om overtredelsesgebyr gjøres gjeldende også for brudd på reglene i kapittel 7 del II.

13.3.4.5 Størrelsen på overtredelsesgebyr

Dagens regler inneholder ikke beløpsgrenser for overtredelsesgebyr. Prospektforordningen artikkel 38 nr. 2 bokstav c) og d) fastsetter svært høye maksimumsbeløp. Nasjonale myndigheter kan fastsette regler om enda høyere maksimumsbeløp, men kan ikke la være å fastsette slike beløp, eller fastsette beløp som er lavere. Dette fremgår av artikkel 38 nr. 3.

Maksimumsbeløp for en juridisk person skal kunne utgjøre opptil 5 000 000 euro, eller opptil 3 % av den samlede årsumsetningen i henhold til siste tilgjengelige årsregnskap som er godkjent av ledelsen. Dersom det er tale om et morselskap eller et datterselskap av et morselskap som skal utarbeide konsernregnskap etter direktiv 2013/34/EU, skal den samlede omsetningen være den totale årsumsetningen, eller tilvarende inntekt etter relevante regnskapsdirektiver, etter siste til-

gjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsen i det overordnede morforetaket.

For en fysisk person skal beløpet kunne settes til opptil 700 000 euro.

I begge tilfeller kan gebyret isteden fastsettes til opptil to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, når det er mulig å fastsette dette, selv om dette beløpet blir høyere enn beløpene nevnt over.

For land utenfor eurosone skal beløpet omregnes til nasjonal valuta pr. 20. juli 2016.

Utvalget bemerker at størrelsen på de maksimale overtredelsesgebyrene ligger langt over nivået på overtredelsesgebyrer som ilegges i Norge i dag, eller for den saks skyld på bøtenivået i norske straffebestemmelser. Slik sett passer maksimumsreglene dårlig i norsk rettstradisjon. At maksimumsbeløpet er høyt, er imidlertid av begrenset betydning så lenge fastsettelsen uansett skal skje etter en konkret vurdering. Hertil kommer at maksimumsgebyrets størrelse reflekterer at også de aller største foretakene i Europa omfattes av regelverket. At de maksimale satsene på overtredelsesgebyrene samordnes i EØS-området kan bidra til å hindre regelverksarbitrasje. I Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 13.3.4 uttaler Justis- og beredskapsdepartementet at det ved brudd på offentligrettslig regulering av næringsvirksomhet vil kunne ilegges større overtredelsesgebyrer for alvorlige overtredelser både mot foretak og fysiske personer. Konkurranseloven åpner allerede for høye administrative gebyrer på sitt område. Det fremgår av den nye bestemmelsen i forvaltningsloven § 44 annet ledd at det må fastsettes en øvre ramme for utmålingen av overtredelsesgebyr i lov eller forskrift, jf. Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 13.3. Ettersom en maksimumssats uansett må fastsettes, kan utvalget vanskelig se at det foreligger noen grunn til å fravike forordningens maksimumssatser.

Utvalget bemerker at direktivet legger opp til at maksimumssatsene skal fastsettes på noe ulikt vis i forskjellige situasjoner. I korthet kombineres et fastsatt maksimumsbeløp med fastsettelse etter en prosentsats av årsumsetning eller to ganger oppnådd vinning. Utvalget legger til grunn at reglene direktivet legger opp til angir en presis beskrivelse av maksimalbeløpet, eller grunnlaget for å beregne maksimalbeløpet, slik Prop. 62 L (2015–2016) gir anvisning på i kapittel 13.3.4.

Utvalget foreslår at bestemmelser om overtredelsesgebyrets størrelse som svarer til forordningen, innarbeides i reglene om overtredelsesgebyr, som egne ledd i § 21-7.

13.3.4.6 Oppfyllelsesfrist, tvangsfullbyrdelse og foreldelse

Den alminnelige regelen i forvaltningsloven § 42 er at hverken klage eller søksmål fører til utsatt iverksetting av vedtak, med mindre forvaltningen selv beslutter det. I forvaltningsloven § 44 er det inntatt en normalregel om at oppfyllelsesfristen for overtredelsesgebyr skal være fire uker fra vedtaket ble truffet. At overtredelsesgebyrene potensielt kan bli meget store, tilsier slik utvalget ser det, at det bør gis en lenger frist. Utvalget foreslår derfor en betalingsfrist på to måneder. Dette er i samsvar med de forslag utvalget har fremmet i NOU 2017: 14.

Et annet spørsmål er om overtredelsesgebyr skal kunne tvangsfullbyrdes. Hensynet til et effektivt sanksjonssystem tilsier etter utvalgets oppfatning at det bør være enkel adgang til fullbyrdelse av overtredelsesgebyr. Justis- og beredskapsdepartementet har i Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 26.4 tatt til orde for at sanksjonsvedtak som går ut på plikt til å betale penger, bør danne tvangsgrunnlag for utlegg. På denne bakgrunn ble det vedtatt endringer i tvangsfullbyrdesloven § 7-2 bokstav d). Samtidig peker Justis- og beredskapsdepartementet på at det offentlige, før vedtaket er endelig, bare har behov for sikkerhet for kravet på penger som følge av vedtaket. Det offentlige bør ut fra dette ikke kunne begjære utleggstrekk og tvangsdekning av utleggspant før vedtaket er endelig. At tvangsdekning og utleggstrekk bare kan begjæres når vedtaket er endelig, er på denne bakgrunn lovfestet i tvangsfullbyrdesloven § 4-18 femte ledd. Bestemmelsen gjelder for vedtak om administrativ sanksjon på betaling av penger, og vil derfor gjelde for overtredelsesgebyr etter verdipapirhandelloven med mindre det gjøres eksplisitt unntak i verdipapirhandelloven.

I konkurranseloven § 29 er det valgt en løsning der tvangskraften av et vedtak om overtredelsesgebyr suspenderes dersom det reises søksmål om gyldigheten av vedtaket. Utvalget bemerker at konkurranselovens regler er utformet før endringene som ble gjort i forbindelse med gjennomgangen av forvaltningslovens regler om administrative sanksjoner. Utvalget har vurdert om en tilsvarende begrensning bør inntas i verdipapirhandelloven, ut fra at overtredelsesgebyrene potensielt kan bli svært store. Etter utvalgets oppfatning vil imidlertid endringene som er vedtatt i tvangsfullbyrdesloven § 4-18 femte ledd, ivareta både det offentlige og den som ilegges overtredelsesgebyr på en hensiktsmessig måte, idet det offentlige vil kunne få sikkerhet for kravet, uten at

tvangsfullbyrdelse iverksettes før vedtaket er endelig. På denne bakgrunn foreslår ikke utvalget regler om at tvangskraften av vedtak om overtredelsesgebyr suspenderes dersom det reises søksmål mot vedtaket. At ilagt overtredelsesgebyr er tvangsgrunnlag for utlegg, følger som nevnt av tvangsfullbyrdsloven § 7-2 bokstav d). Det er etter utvalgets oppfatning ikke nødvendig at dette også sies i verdipapirhandelloven.

I Prop. 62 L (2015–2016) kapittel 29 tok Justis- og beredskapsdepartementet opp spørsmålet om foreldelse av adgangen til å ilegge administrative sanksjoner. Departementet konkluderte med at spørsmålet bør vurderes i særlovgivningen. Også i høringen til Prop. 154 L (2015–2016) om endringer i verdipapirfondloven mente Justis- og beredskapsdepartementet at spørsmålet om foreldelse burde vurderes.

Utvalget har i NOU 2017: 14 foreslått en foreldelsesfrist på to år fra overtredelsen er opphørt. Ettersom reglene om oppfyllelsesfrist og foreldelse er felles for alle bestemmelsene om overtredelsesgebyr, foreslo utvalget i NOU 2017: 14 en felles bestemmelse om dette i utkastet § 21-10. Det er således ikke nødvendig å foreslå ytterligere regler.

13.3.4.7 Retningslinjer ved valg av administrative tiltak og sanksjoner

Det følger av prospektforordningen artikkel 39 at prospektmyndigheten skal ta alle relevante omstendigheter i betraktning når den skal foreta valg mellom ulike administrative tiltak eller sanksjoner, og når utmåling av sanksjonen skal besluttes. Momentene som nevnes er bl.a. overtredelsens grovhet og varighet, overtreders økonomiske evne, oppnådd vinning eller unngått tap, betydningen for ikke-profesjonelle investorer, tap påført tredjemann, overtreders vilje til å samarbeide med tilsynsmyndigheten og tidligere overtredelser. Det understrekes at tilsynsmyndigheten kan ta hensyn til flere faktorer enn de som er omhandlet i første ledd, når de bestemmer typen av og nivået på administrative tiltak og sanksjoner. Momentene som nevnes skal vektlegges både ved valg av reaksjon og som momenter ved utmåling av administrative overtredelsesgebyrer «when appropriate».

Regelen i prospektforordningen artikkel 39 er, med unntak av noen få språklige forskjeller, sammenfallende med MAR artikkel 31. I NOU 2017: 14 kapittel 11.4.8.8 drøfter utvalget behovet for en bestemmelse som svarer til forordningsteksten. Utvalget foreslår her en felles bestemmelse om

momenter det skal legges vekt på ved avgjørelse om administrative tiltak skal treffes, om sanksjoner skal ilegges og ved utmåling av overtredelsesgebyr i utkastet § 21-11. Det er ikke behov for å foreslå ytterligere regler og utvalget viser til drøftelsen og forslag i NOU 2017: 14 i kapittel 11.5.

13.3.4.8 Offentliggjøring av administrative tiltak og sanksjoner

Forordningens artikkel 42 fastsetter at EØS-statene skal offentliggjøre vedtak om sanksjoner på sin hjemmeside. Bestemmelsen er identisk med MAR artikkel 32. I NOU 2017: 14 drøfter utvalget behovet for lovregler for å gjennomføre bestemmelsen. Utvalget viser til drøftelsen her og nøyer seg med å bemerke at det ikke er behov for å utarbeide ytterligere lovregler. For så vidt gjelder utveksling av informasjon med ESMA, viser utvalget til at utveksling av opplysninger som kan offentliggjøres, er uproblematisk. Utvalget viser videre til at forordningens artikkel 43 i seg selv vil være hjemmel for å utveksle informasjon. Det er for øvrig avklart at tilsynsmyndigheten i medhold av finanstilsynsloven § 7 kan dele taushetsbelagt informasjon med ESMA og andre relevante tilsynsmyndigheter innen EØS-området.

13.3.4.9 Er det behov for å opprettholde et parallelt strafferegime?

Etter dagens regler kan den som ikke overholder plikten til å utarbeide prospekt som nevnt i §§ 7-2 og 7-3, eller som gir villedende eller uriktige opplysninger i prospekt, annonser mv. i prospekt som nevnt i §§ 7-13 og 7-15, straffes med bøter eller fengsel i inntil ett år. Når utvalget foreslår å videreføre regler om administrative overtredelsesgebyrer, oppstår spørsmålet om det er behov for å opprettholde gjeldende straffebestemmelser. Det inngår i utvalgets mandat å vurdere om straffebestemmelsene skal opprettholdes og om det skal innføres flere. Siden utvalget mener det bør opprettholdes regler om overtredelsesgebyr, er spørsmålet om det er behov for også å opprettholde et parallelt strafferettslig sanksjonsregime.

Kriminaliseringsprinsippene som er beskrevet i forarbeidene til straffeloven og uttalelser i Prop. 62 L (2015–2016) gir på dette punktet enkelte føringer. I Prop. 62 L (2015–2016) legges det til grunn at brudd på offentligrettslig reguleringslovgivning bare bør belegges med straff dersom lovbruddet er tilstrekkelig alvorlig, og hvis tilfredsstillende regeletterlevelse ikke kan oppnås ved bruk av andre sanksjoner. På bakgrunn av de

retningslinjene som gis i proposisjonen, har utvalget vurdert om visse brudd på prospektreglene er tilstrekkelig alvorlige til å begrunne bruk av straff, og om straff på dette området er nødvendig for å sikre at regelverket følges. Straff bør bare benyttes dersom andre reaksjoner og sanksjoner ikke vil være tilstrekkelige.

I dette spørsmålet har utvalget delt seg i et flertall og et mindretall. Et *flertall* bestående av medlemmene Truyen, Bjerkestrand, Skallerud, Solem, Grandal, Vidjeland, Stray og Nygaard mener at et parallelt strafferegime bør opprettholdes. Flertallet peker på at overtredelse av enkelte av prospektreglene har stort skadepotensiale. De aktuelle reglene er satt for å beskytte den enkelte investor, og da særlig reglene om krav til å gi sannferdige og fullstendige opplysninger. Ved grove brudd på disse bestemmelsene kan handlingene det er tale om ligge i grenselandet mot bedrageribestemmelsene i straffeloven. Sterke allmennpreventive hensyn taler for at det bør være mulig å straffeforfølge brudd på disse reglene. Utvalgets flertall legger til grunn at en straffereaksjon for overtreder vil oppleves som en strengere reaksjon enn et overtredelsesgebyr, selv om det er anledning til å gi høye gebyrer.

Det er imidlertid *ikke* naturlig at alle bestemmelser som nå gjøres til gjenstand for overtredelsesgebyr, også skal belegges med straff. Tvert imot viser utvalget til at det krever en særlig begrunnelse å utvide området for straffetrussele. Loven inneholder en rekke regler det ikke er naturlig å straffbelegge.

Utvalgets *mindretall*, Sigurdson, viser til vurderingene i Ot. prp. nr. 90 (2003–2004) og i Prop. 62 L (2015–2016) og Stortingets behandling, når det gjelder prinsipper for sanksjonering.

I og for seg kan overtredelser av noen av prospektreglene være alvorlige nok til å belegges med bøtestraff. Med det maksimale beløpet som er foreslått for overtredelsesgebyr, mener mindretallet at det ikke er grunn til å tro at bøtestraff vil virke mer avskrekkende enn gebyr. En bøtestraff kan tenkes å ha en stigmatiserende effekt som kan bli oppfattet som strengere enn for gebyr. Mindretallet oppfatter imidlertid at den effekten er usikker, når det i realiteten uansett er snakk om å betale et pengebeløp. Overtredelser av prospektreglene kan dessuten innebære bedrageri, som er belagt med straff i form av bøter eller fengsel. Det er ikke åpenbart at gebyr ikke er tilstrekkelig avskrekkende. Alt i alt konkluderer mindretallet derfor med at overtredelser da ikke bør være belagt med bøtestraff.

For fysiske personer mener mindretallet at det ikke er tvilsomt at fengselsstraff er en strengere sanksjon enn gebyr. Mindretallet viser til ovennevnte når det gjelder den avskrekkende effekten av overtredelsesgebyr samt at det vil være uforholdsmessig strengt å reagere med fengselsstraff mot overtredelser av prospektreglene. Mindretallet mener at overtredelser av prospektreglene ikke bør være belagt med fengselsstraff.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn å videreføre regler om at den som ikke overholder plikten til å utarbeide prospekt, eller som gir villedende eller uriktige opplysninger i prospekt og i markedsføringsmateriale knyttet til prospekt, kan straffes med bøter eller fengsel i inntil ett år. Utvalget viser for øvrig til den generelle gjennomgangen av straffebestemmelsene som utvalget foretok i NOU 2017: 14 kapittel 11. Som for øvrige straffebestemmelser vil det gjelde et krav om forsett eller uaktsomhet, slik det allerede er foreslått i utkastet § 21-12.

13.4 Forvaltningsklage og adgang til å reise søksmål

13.4.1 Gjeldende rett

Vedtak etter verdipapirhandeloven er enkeltvedtak som følger saksbehandlingsreglene i forvaltningsloven §§ 24 og 25. Forvaltningsloven § 28 fastsetter at et enkeltvedtak kan påklages av en part eller annen med rettslig klageinteresse i saken, til det nærmeste overordnede forvaltningsorgan som har truffet vedtak.

Twisteloven § 1-5 fastsetter at søksmål om gyldigheten av forvaltningsvedtak skal reises mot den myndighet som har truffet avgjørelsen i siste instans. Forvaltningsloven § 27 b fastsetter at det forvaltningsorgan som har truffet vedtaket, kan bestemme at søksmål om gyldigheten av forvaltningsvedtak, eller krav om erstatning som følge av vedtaket, ikke skal kunne reises uten at vedkommende part har nyttet sin adgang til å klage over vedtaket, og at klagen er avgjort av den høyeste klageinstans som står åpen. Søksmål skal likevel i alle tilfelle kunne reises når det er gått 6 måneder fra klage første gang ble framsatt, og det ikke skyldes forsømmelse fra klagerens side at klageinstansens avgjørelse ikke foreligger.

Twisteloven § 15-7 første ledd bokstav b) fastsetter at partshjelp tillates for foreninger og stiftelser, samt offentlige organer med oppgave å fremme særskilte interesser, i sak som ligger innenfor deres formål og naturlige virkeområde.

For så vidt gjelder vedtak om administrative sanksjoner, gir kapittel IX i forvaltningsloven nye regler for saksbehandling og domstolsprøving som fyller kravene i EMK.

13.4.2 Forventet EØS-rett

Prospektforordningen artikkel 40 fastsetter at alle beslutninger som treffes i henhold til forordningen skal være begrunnet og skal kunne prøves for en domstol. Retten til prøving skal også gjelde dersom det ikke er tatt en beslutning innen fristene forordningen fastsetter for å godkjenne eller avvise et prospekt når søknaden inneholder alle opplysninger som kreves.

13.4.3 Utvalgets vurderinger

Vedtak etter verdipapirhandeloven er enkeltvedtak som følger saksbehandlingsreglene i forvaltningsloven §§ 24 og 25. Utvalget legger til grunn at reglene om domstolsprøving av forvaltningsvedtak i tvisteloven § 1-5 og forvaltningsloven § 27b, tilfredsstiller kravene forordningen setter på dette punktet. Utvalget legger til grunn at det vil være i samsvar med forordningen at vedkommende benytter sin administrative klageadgang før det gis adgang til domstolsprøving. I tråd med etablert forvaltningspraksis, legger utvalget til grunn at Finanstilsynets manglende oppfyllelse av å treffe vedtak innenfor fristen vil kunne påklages og innklages for domstolen. Utvalget foreslår etter dette ingen endringer.

Kapittel 14

Administrative og økonomiske konsekvenser

14.1 Innledende betraktninger i henhold til utredningsinstruksen

Den nye prospektforordningen innebærer ytterligere harmonisering av regelverket som gjelder for tilbud og notering av omsettelige verdipapirer i EØS-området. Hovedformålet er å bidra til og lette kapitaltilgangen, særlig for små og mellomstore bedrifter (SMB), ved å redusere byrdene i forbindelse med innhenting av kapital. Samtidig skal investorbeskyttelsen ivaretas.

Forslagene til nye regler vil få betydning for utstedere av omsettelige verdipapirer som enten skal notere sine verdipapirer på et regulert marked, eller gjennomføre et offentlig tilbud til mer enn 150 personer for et samlet beløp på over 1 million euro. Eksempler er banker og andre kredittinstitusjoner, selskaper i ulike bransjer som er notert på Oslo børs og unoterte selskaper som skal hente kapital. Brukerne av prospekter er både profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer.

EØS-avtalen innebærer at Norge har plikt til å gjennomføre prospektforordningen i norsk rett. Det er derfor ikke hensiktsmessig å skissere alternative løsninger, eller foreta en full avveining av nytten av regelverket opp mot kostnaden. På enkelte sentrale områder er det imidlertid nasjonalt handlingsrom. Det viktigste er at beløpsgrensen for plikten til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning, kan fastsettes nasjonalt innenfor en ramme på 1 million euro og 8 millioner euro. Der det ikke er plikt til å utarbeide EØS-prospekt, kan det fastsettes nasjonale informasjonskrav, slik utvalget foreslår å gjøre for nasjonale prospekt. Tilbud kan bare rettes grensekryssende hvis det er utarbeidet EØS-prospekt. Utvalget har foreslått at beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning skal settes til 8 millioner euro. Dette innebærer at grensen for å måtte utarbeide prospekt heves, idet dagens grense er 5 millioner euro. Ettersom det er relativt få tilbudsprospekter i intervallet mellom 5 og 8 millioner euro, har utvalgets forslag neppe stor betydning for kostnadene

for markedet som helhet. Mange av selskapene som henter kapital i dette intervallet, vil også kunne benytte seg av de forenklete reglene forordningen gir for SMB, selskaper som kan noteres på EØS-vekstmarked og utstedere som allerede er notert på regulert marked. Dermed blir forskjellen i kostnader ved valg av grense relativt sett liten både for den enkelte utsteder og for markedet som helhet.

Utvalgets anbefalinger er som nevnt, i all hovedsak gitt av premissene i ny forordning som Norge er forpliktet til å gjennomføre, dog med de unntak som er nevnt ovenfor.

Det er viktig å nevne at de aller fleste selskaper i Norge, hverken i dag eller etter gjennomføring av ny prospektforordning, vil måtte utarbeide prospekt i forbindelse med kapitalinnhenting. Reglene om beløpsgrensen for plikt til å utarbeide tilbudsprospekt, unntakene fra prospektplikt og at reglene om noteringsprospekter kun gjelder for de utstederne som er eller skal noteres på et regulert marked, medfører at de aller fleste kapitalinnhenter faller utenfor prospektreglene. Dermed er de aller fleste bedrifter i Norge unntatt fra prospektplikt. De noterte selskapene pålegges større plikter enn andre selskaper, fordi de har valgt å være notert på et regulert marked hvor deres verdipapirer tilbys allmenheten.

14.2 Administrative og økonomiske konsekvenser for utstedere av omsettelige verdipapirer

14.2.1 Gjeldende kostnadsnivå

I forbindelse med kapitalinnhenter hvor EØS-prospekt skal godkjennes, legger utvalget til grunn at utstedere betaler fra 100 000 kroner og opp til flere millioner i eksterne kostnader til rådgivere. For de små selskapene vil disse kostnadene normalt ligge i intervallet 250 000 kroner til 300 000 kroner. For større selskaper kan intervallet være 500 000 kroner til 1 million kroner. Ved notering på regulert marked vil kostnadene ofte

	2014	2015	2016	2017
<i>Egenkapital</i>				
Førstegangsnotering	24	11	8	15
Noterte utstedere	21	36	37	48
Unoterte utstedere	6	3	6	7
Tilleggsprospekt	5	5	4	6
<i>Fremmedkapital</i>				
Samlet dokument	11	5	2	4
Registreringsdokument	53	33	35	33
Verdipapirdokument	101	57	67	86
Tilleggsprospekt	33	18	14	10
Grunnprospekt ¹	2	2	2	2

¹ De samme utstederne i hele perioden

komme opp i 1 million kroner og til dels betydelig høyere beløp hvis det benyttes internasjonale rådgivere.¹

For obligasjonsutstedere godkjennes det i praksis kun noteringsprospekter. Dette er noe billigere og vil kunne utarbeides for om lag 100 000 kroner.²

Kostnadene avhenger også av hvilken type transaksjon og kompleksiteten i transaksjonen som gjennomføres. Tallene ovenfor inneholder ikke avgifter til Finanstilsynet, interne kostnader hos utsteder eller kostnader ved trykking og distribusjon. Finanstilsynets avgifter varierer etter type prospekt fra 7 500 kroner for et tilleggsprospekt (fremmedkapital) til 103 000 kroner for et noteringsprospekt (egenkapital), pluss eventuelt avgift for spesialutsteder.³

14.2.2 Antall godkjente prospekter i perioden 2014–2017

I tabellen vises en oversikt over godkjente prospekter hos Finanstilsynet i perioden 2014 til 2017. I samme perioden er det registrert 66 nasjonale prospekter hos Foretaksregisteret.

¹ Anslagene er basert på informasjon fra rådgivere som utvalget har kontaktet og fra utstederne som Finanstilsynet har innhentet informasjon fra.

² Tallet er hentet fra Nordic Trustees nettsted: <https://nordictrustee.com/noteringsagent>

³ Tallene er hentet fra Finanstilsynets nettsted: <https://www.finanstilsynet.no/tema/prospektkontroll/>

14.2.3 Førstegangsnotering av aksjer

Det er utvalgets syn at den nye forordningen ikke innebærer omfattende lettelser for selskaper som søker notering av aksjer for første gang på et regulert marked. Kravene til disse utstederne er langt på vei de samme som etter dagens regler og prosessen er ganske lik. Forordningen tar heller ikke sikte på å gjøre kapitalinnhenting mindre byrdefull eller kostnadskrevende for disse utstederne, ettersom det er behov for omfattende informasjon til investorene og en grundig kontroll når en utsteder tilbyr aksjer som skal noteres på et regulert marked.

Dagens kostnader i forbindelse med utarbeidelse av prospekt ved notering på regulert marked varierer mye, og er først og fremst avhengig av om utsteder har internasjonale tilretteleggere eller ikke. Dette skjer i praksis der aksjene også skal tilbys i det internasjonale markedet. I tillegg har det betydning hvilke transaksjoner utsteder har gjort i forkant av noteringen, og om regnskapet samtidig skal konverteres fra et lokalt regnskapsspråk til IFRS. Utvalget har gjort enkelte undersøkelser mot de selskapene som nylig er notert. Etter det utvalget har fått opplyst, varierer kostnadene forbundet med prospekt for førstegangsnoteringen av aksjer mellom 1 million kroner og 8 millioner kroner. I tillegg påløper det internt arbeid for utsteder på mellom 100 og 2 400 arbeidstimer. Gitt en kostnad pr. time på 2 000

kroner, vil dette utgjøre mellom 200 000 kroner og 4,8 millioner kroner. Det forventes ingen endringer av dagens kostnadsnivå.

14.2.4 Små og mellomstore bedrifter

For selskaper som oppfyller kravet til å være små og mellomstore bedrifter (SMB), er det lagt opp til flere forenklinger i forordningen. Det er et uttalt mål at disse selskapene skal få lettere tilgang til kapitalmarkedene. Som nevnt utgjør kostnadene til eksterne rådgivere i dag mellom 250 000 kroner og 300 000 kroner, mens de undersøkelser utvalget har gjort knyttet til tidsbruk internt i selskapene, viser et anslag på ca. 100 til 200 timer. Selv om utvalget antar at kostnadene blir lavere på grunn av forenklingene forordningen legger opp til, er det ikke mulig å fastslå nærmere hvor store lettelsene blir, fordi de detaljerte reglene kommer i kommisjonsforordninger som ennå ikke er vedtatt.

14.2.5 Selskaper som kan benytte EØS-vekstprospekt

Prospektforordningen etablerer en ny forenklet form for prospekt, EØS-vekstprospekt. Reglene om EØS-vekstprospekt må ses i sammenheng med at MiFID II innfører regler om særskilte markeds plasser for små og mellomstore bedrifter – såkalte vekstmarkeder for SMB – som skal legge særskilt til rette for kapitalinnhentinger for disse selskapene. Siktemålet er at prospektene skal være enklere å utarbeide og lett-fattelige for investorene. De nye reglene innebærer at utstedere som ikke er notert på et regulert marked, vil kunne få betydelige lettelser i forhold til dagens regelverk, idet kravene til innhold i prospektet forenkles. Prospektet kan benyttes til notering på vekstmarked for SMB. Det vil være selskaper som ikke er noterte som faller inn i denne kategorien og omfattes av de nye reglene.

Ettersom dette er en ny kategori prospekter og en ny markeds plass, foreligger det ingen konkrete erfaringer med hva de nye reglene vil innebære for utstederne. Hensikten er som nevnt å legge til rette for at blant annet SMB som faller inn under reglene, skal få lettere tilgang til kapital. Hvorvidt dette vil lykkes, vil blant annet avhenge av de detaljerte reglene som skal utarbeides i kommisjonsforordninger som ennå ikke er vedtatt. Det antas imidlertid at kostnadene vil være betydelig lavere enn for prospekt for SMB som beskrevet i punkt 14.2.4.

14.2.6 Obligasjonsutstedere

For obligasjonsutstedere som skal notere seg på et regulert marked, innebærer ikke prospektforordningen vesentlige forenklinger. Kravene vil i hovedsak være like dagens regler. For selskaper som faller inn under kategorien hyppige utstedere av verdipapirer, innebærer imidlertid prospektforordningen en del lettelser, fordi disse vil kunne benytte grunnprospekter og universelle registreringsdokumenter, se kapittel 14.2.7. Etter dagens regler godkjennes det hovedsakelig noteringsprospekter for obligasjonsutstedere med Norge som hjemstad, og dette ventes ikke å endre seg. Dermed er det fremdeles noteringsprospekter som er aktuelt for denne gruppen. I dag utarbeides mange av disse prospektene for en anslått kostnad på 100 000 kroner pr. prospekt. Utvalget antar at denne prisen reflekterer gjengs pris for rådgivningsoppdrag i dette markedet, og utvalget kan ikke se at gjennomføring av prospektforordningen i seg selv vil generere endringer.

14.2.7 Regelmessige utstedere

Prospekt kan bestå av tre deler, et registreringsdokument, et verdipapirdokument og et sammen-drag. I praksis brukes muligheten for tredeling av prospekt kun av obligasjonsutstedere. Etter dagens regler er det adgang til å utstede grunnprospekt for kredittinstitusjoner.

Utstedere som regelmessig utsteder verdipapirer, kan etter gjennomføring av prospektforordningen benytte grunnprospekt (begrenset til ikke-aksjerelaterte verdipapirer) eller et universelt registreringsdokument. Disse vil være klare til bruk når utsteder har behov for å hente kapital, eller markedsbetingelsene er særlig gunstige. Begge dokumenttyper kan benyttes til flere transaksjoner.

Adgangen til å utarbeide et universelt registreringsdokument er ny, og vil kunne gjøre det enklere å hente kapital raskt i forbindelse med nye utstedelser av verdipapirer. En utsteder som får godkjent et universelt registreringsdokument 2 år på rad, kan registrere dokumentet i år 3, uten at det er krav om godkjenning av Finanstilsynet. Dokumentet kan også brukes i den finansielle rapporteringen for utsteder, så fremt utsteder holder fristene for offentliggjøring av informasjonen.

Utvalget legger til grunn at bruk av grunnprospekt og universelt registreringsdokument kan gi lavere kostnader for utstederne. Utstedere som benytter muligheten til å få godkjent og registrert dokumenter hos Finanstilsynet, vil etter

hvert regelmessig kunne oppdatere informasjonen uten nye godkjenninger. Dokumentene kan med andre ord gjenbrukes med nødvendige tillegg. Selv om utsteder kan måtte benytte rådgivere til å oppdatere dokumentet, antar utvalget at antall timer fakturert som hovedregel vil kunne reduseres, når det allerede eksisterer et gjennomarbeidet og godkjent dokument. Det vil også innebære en kostnadsbesparelse at den formelle godkjenningsprosessen hos Finanstilsynet ikke må repeteres. Ettersom kvalitetssikringen hos Finanstilsynet ikke skjer i forkant av registrering, kan imidlertid Finanstilsynet i etterkant gjøre stikkprøvekontroller som kan medføre kostnader neste gang dokumentet skal benyttes i prospekt. Et viktig siktemål med de nye reglene, er at godkjenningsprosessen for prospekter skal gå raskere, slik at det blir lettere for utsteder å hente kapital når markedsbetingelsene er særlig gunstige.

Dette er nye regler hvor detaljene kommer i kommisjonsforordninger som ennå ikke er på plass. Det er derfor ikke mulig å komme med sikre anslag på de reelle kostnadsbesparelsene for utstederne i det norske markedet. Utvalget antar imidlertid at kostnadene kan bli lavere enn i dag, fordi det ikke kreves godkjenning fra år 3. Hvilke avgifter som vil påløpe for registreringen hos Finanstilsynet er ikke avklart.

14.2.8 Utstedere som er notert på regulert marked

Utstedere som allerede er notert på et regulert marked, vil etter gjennomføring av prospektforordningen, i likhet med andre foretak, ikke være pliktig til å utarbeide *tilbudsprospekt* for tilbud under 8 millioner euro. I tillegg vil det gjelde et unntak fra plikten til å utarbeide *noteringsprospekt* for noteringer som gjelder inntil 20 % av antall allerede utstedte aksjer, mot tidligere regel om 10 %. De nye reglene innebærer også lettelser i reglene om informasjon i prospektene til noterte selskaper, blant annet utvides adgangen til å henvise til eksisterende informasjon. Begrunnelsen for sistnevnte endringer er at noterte selskaper allerede gir mye informasjon til markedet. Dermed har ikke brukere av prospektene behov for at informasjon som allerede er gitt til markedet, gjentas i et prospekt. De fleste prospekter som kontrolleres av Finanstilsynet i dag, faller i denne kategorien. En rimeligere prosess for utstederne vil dermed kunne ha stor betydning for totalkostnadene for utarbeidelse av prospekter. Det er imidlertid vanskelig å fastslå hvor store lettelsene etter det nye

regelverket blir, fordi de detaljerte reglene kommer i kommisjonsforordninger som ennå ikke er vedtatt.

Hvor mange selskaper som vil komme inn under det utvidede unntaket fra noteringsprospekt på 20 % av allerede utstedte aksjer, er også vanskelig å anslå. Dette beror på at selskapene vil kunne tilpasse emisjonens størrelse, slik at unntaket fra prospektplikt kan benyttes. Det er dermed mulig at flere selskaper enn de som i dag gjør emisjoner i intervallet 10–20 %, vil komme til å benytte unntaket etter at grensen heves, for på denne måten å spare kostnader ved utarbeidelse av prospekt.

14.2.9 Nasjonale prospekter

Utvalget foreslår å beholde regler om plikt til å utarbeide nasjonale prospekter og at disse fremdeles skal registreres i Foretaksregisteret. Nedre grense for plikt til å utarbeide nasjonalt prospekt videreføres på 1 million euro, mens utvalget foreslår at den øvre grensen for adgang til å utarbeide nasjonalt prospekt, og ikke EØS-prospekt, heves til 8 millioner kroner. Det antas at kostnadene ved å utarbeide nasjonale prospekter er vesentlig lavere enn for EØS-prospekter. Bakgrunnen er at det i mange tilfeller ikke brukes rådgiver. I de tilfellene hvor rådgiver benyttes, vil antall timer normalt være vesentlig færre enn ved EØS-prospektene.

Utvalget foreslår å endre reglene for nasjonale prospekter slik at informasjonsplikten i nasjonale prospekter utvides noe. Utvalget antar likevel at dette ikke kommer til å medføre vesentlig økte kostnader for selskapene. Siden den øvre grensen for nasjonale prospekter foreslås hevet, vil flere selskaper som tidligere utarbeidet EØS-prospekter, nå kun utarbeide nasjonale prospekter. For disse utstederne vil de nye reglene innebære vesentlig reduserte kostnader.

14.3 Administrative og økonomiske konsekvenser for investorer

En av målsetningene med det nye regelverket er at opplysningene i prospekt skal fremstilles på en måte som er presis og lettfattelig for investorene. De nye reglene innebærer at den vesentligste informasjonen skal fremstilles i et standardisert sammendrag på maksimalt syv sider. De forenklede reglene for noen typer prospekter vil i tillegg kunne innebære at prospektene blir noe mindre omfangsrike. Investorene kan dermed opp-

leve at de får lettere tilgang til den mest relevante informasjonen i EØS-prospekter.

Gjennomføring av prospektforordningen innebærer ingen direkte kostnader for investorene. Prospekter er i dag tilgjengelig for investor uten betaling, og dette vil også være tilfellet etter gjennomføring av prospektforordningen. Idet formålet med det nye regelverket er forenkling, antar utvalget at det ikke vil påløpe økte kostnader hos utsteder som i sin tur vil måtte dekkes av investorene.

Når det gjelder de nasjonale prospektene har utvalget foreslått noe utvidede informasjonskrav. Utvalget foreslår også at informasjonen skal fremstilles i en viss rekkefølge, slik at det blir enklere for investorene å orientere seg i prospektet. Utvalget antar at dette vil innebære at investorene lettere vil kunne vurdere vesentlige forhold og risikoer forbundet med den aktuelle investeringen.

14.4 Administrative og økonomiske konsekvenser for myndighetene

14.4.1 Finanstilsynet

Virksomhetsområdet som omfattes av prospektforordningen, faller inn under Finanstilsynets ansvarsområde. Finanstilsynet forblir myndighet for forvaltning av det nye prospektregelverket. De endringer forordningen innebærer, vil derfor også ha konsekvenser for Finanstilsynets arbeid.

I en innføringsperiode vil endringene i regelverket kreve økte ressurser for Finanstilsynet til informasjonstiltak, nye sjekklister, oppdaterte veiledninger og informasjon på Finanstilsynets nettsted. I tillegg antas det at antall spørsmål både skriftlig og muntlig kommer til å bli høyt. Dermed må det settes av tid til veiledning og avklaringer mellom rådgiver/utsteder og Finanstilsynet, men også med ESMA og andre tilsynsmyndigheter. Det antas at dette vil kreve betydelig bruk av ressurser den første tiden.

Det forventes å bli noe færre prospekter som følge av økt beløpsgrense for plikt til å utarbeide tilbudsprospekter. I tillegg endres unntakene for plikt til å utarbeide noteringsprospekter ved at grensen heves fra 10 til 20 % av utstedte aksjer. Dette vil også innebære noe færre noteringsprospekt. Videre vil en del av de prospektene som skal kontrolleres, være innholdsmessig enklere. I en innføringsperiode ventes det likevel at det brukes mer ressurser på kontrollen, ettersom regelverket er nytt med mange nye typer av prospekter. Over tid vil imidlertid ikke reglene medføre større ressursbruk for Finanstilsynet enn tilfellet er i dag.

Det vil bli økte krav til å rapportere en rekke detaljer om innholdet i hvert enkelt prospekt til ESMA. Blant annet skal det rapporteres om utfallet av emisjoner, noe som ikke er et krav i dag. Antall felt som skal rapporteres inn til ESMA's prospektdatabase, økes fra 10 felt i dag til ca. 33. Endelige regler om innrapportering vil bli fastsatt gjennom en kommisjonsforordning som foreløpig ikke er vedtatt. Endringene vil medføre omstillingskostnader for Finanstilsynet til nye systemer og noe økt byrde på de prospektppliktige i forbindelse med prospektkontroll.

Det nye dokumentet universelt registreringsdokument vil medføre at kontrollen til Finanstilsynet blir annerledes for disse dokumentene. Når et universelt registreringsdokument kan registreres uten forutgående kontroll, må Finanstilsynet etablere rutiner for stikkprøvekontroll i etterkant og påse at feil eller mangler påpekes overfor utstederen.

Prospektforordningen styrker regelverket knyttet til administrative tiltak og sanksjoner. Økt bruk av administrative gebyrer vil medføre et merarbeid for Finanstilsynet. Sakenes karakter stiller også særlige krav til saksbehandlingen. Dette stiller også krav til Finanstilsynets rutiner og organisering. Det er et markert utviklingstrekk at direktiver og forordninger på finansområdet legger opp til at tilsynsmyndigheten skal kunne illegge overtredelsesgebyrer. Det er et krav at alle sanksjoner rapporteres til ESMA.

Prospektforordningen legger opp til å styrke samarbeidet med andre tilsynsmyndigheter både i EØS-området og i tredjestater. Dokumentasjonen i forbindelse med prospekter som benyttes grensekryssende, vil være mer omfattende enn i dag, og vil bli formidlet gjennom et nytt rapporteringssystem som ESMA skal utvikle. De økte kravene til informasjonsutveksling mellom nasjonale tilsynsmyndigheter og ESMA når prospekter skal benyttes grensekryssende, innebærer et merarbeid både for Finanstilsynet og for utsteder. Samtidig er siktemålet at en styrking av reglene om grensekryssende virksomhet skal gi bedre kapitaltilgang for selskapene.

Dagens adgang til samarbeid om prospektkontroll med tilsynsmyndigheter i tredjestater er i praksis ikke benyttet. Forordningen gir nye regler om samarbeidsavtaler med tilsynsmyndigheter i tredjestater. Hvis det oppstår behov for samarbeid med tredjestater, skal ESMA varsles og bidra til at samarbeidet fungerer. På bakgrunn av erfaringen med dagens regler, antar utvalget at behovet for å inngå samarbeidsavtaler vil være beskjedent, og ikke vil innebære nevne-

verdig behov for økt ressursbruk for Finanstilsynet.

Prospektkontrollen skal være selvfinansierende, og avgiftene til Finanstilsynet skal reflektere dette. Det forventes ikke økte gebyrer på grunn av innføringen av prospektforordningen, men Finanstilsynet vurderer sine avgifter årlig og vil også gjøre det fremover. I de årlige vurderingene vil prisene justeres for inflasjon og for skjevheter mellom kostnadene knyttet til de enkelte dokumentene. I tillegg må det innføres gebyr for

registreringen av de universelle registreringsdokumentene.

14.4.2 Foretaksregisteret

Utvalget foreslår at Foretaksregisteret fortsatt skal motta nasjonale prospekter for registrering. Selv om innholdskravene endres noe, antas det ikke at dette medfører høyere kostnader eller merarbeid for Foretaksregisteret.

Kapittel 15

Merknader til de enkelte bestemmelsene

15.1 Merknader til bestemmelsene i verdipapirhandelloven

Til § 7-1 Gjennomføring av prospektforordningen

Første ledd gjennomfører prospektforordningen ved inkorporasjon, og bestemmelsene i forordningen vil etter dette gjelde som lov.

Annet ledd viser til at med prospektforordningen menes forordningen slik den er gjennomført i første ledd, det vil si forordningen i EØS-tilpasset form. Med EØS-tilpasset form menes forordningsteksten som endret ved EØS-komitebeslutningen som innlemmer forordningen i EØS-avtalen, og som lest i lys av de generelle prinsippene i EØS-avtalen, herunder protokoll 1.

Tredje ledd gir forskriftshjemmel til departementet til å fastsette utfyllende forskrifter og å gjøre endringer i, herunder fastsette unntak fra, bestemmelsene gjennomført i første ledd til gjennomføring av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.

Til § 7-2 Beløpsgrense for plikt til å utarbeide EØS-prospekt

Første ledd gjennomfører prospektforordningen artikkel 3 annet ledd bokstav b) som gir adgang for nasjonale myndigheter til å fastsette unntak fra plikten til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud med samlet vederlag under 8 millioner euro. Dette gjelder ikke prospekt for notering på regulert marked.

Utvalgets flertall har foreslått at beløpsgrensen etter prospektforordningen artikkel 3 for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud skal være den øvre grensen på 8 millioner euro, mens utvalgets mindretall har foreslått at dagens grense på 5 millioner euro skal opprettholdes. Det vises til nærmere omtale i kapittel 2.1.2.

Til § 7-3 Ansvar for EØS-prospekt

Bestemmelsen gjennomfører prospektforordningen artikkel 11 som fastsetter at EØS-statene skal påse at ansvar for EØS-prospekt minst skal påhvile utsteder, tilbyder, person som søker opptak til notering på regulert marked, eller garantister etter omstendighetene.

Første ledd viderefører gjeldende § 7-18 første ledd med enkelte språklige presiseringer. Det vises til utvalgets omtale i kapittel 6.

Annet ledd er nytt og fastsetter at der bestemmelsen i første ledd ikke kommer til anvendelse, skal minst én av tilbyderer, person som søker opptak til notering, eller garantister etter omstendighetene, være ansvarlig for at EØS-prospektet fyller de krav som er fastsatt. Det vises til omtale i kapittel 6.3.

Til § 7-4 Plikt til å utarbeide nasjonalt prospekt

Første ledd viderefører § 7-2 om plikt til å utarbeide prospekt etter nasjonale regler for tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer med et samlet vederlag mellom 1 million euro og beløpsgrensen for plikt til å utarbeide tilbudsprospekt etter forordningens regler om EØS-prospekt. Som omtalt under merknadene til § 7-2, foreslår flertallet at beløpsgrensen for plikt til å utarbeide EØS-prospekt ved tilbud økes til 8 millioner euro.

Annet ledd fastslår at det, på tilsvarende måte som for EØS-prospekter, ikke gjelder plikt til å utarbeide nasjonalt prospekt ved tilbud om kjøp eller tegning av pengemarkedsinstrumenter med kortere løpetid enn 12 måneder. Det vises til omtale i kapittel 11.3.2.

Til § 7-5 Unntak fra plikt til å utarbeide nasjonale prospekter

Bestemmelsen innebærer at de unntakene som gjelder for tilbudsprospekt etter prospektforordningen artikkel 1 nr. 4 og nr. 6 første punktum, gis

tilsvarende anvendelse for nasjonale prospekter. Utvalget mener det er hensiktsmessig å ha samme persongrense og samme generelle unntak for nasjonale prospekt som for EØS-prospekt. Det vises til omtale i kapittel 11.4.2.

Til § 7-6 Innhold i og ansvar for nasjonale prospekter

Første ledd viderefører § 7-18 første ledd for nasjonale prospekter, med enkelte språklige tilpasninger.

Annet ledd innebærer at bestemmelsen om ansvar for EØS-prospekt i forslaget til ny § 7-3 annet ledd gis tilsvarende anvendelse for nasjonale prospekter.

Tredje ledd viderefører § 7-18 tredje ledd for nasjonale prospekter, med enkelte språklige tilpasninger.

Fjerde ledd gir hjemmel til å fastsette forskrifter om innholdet i nasjonale prospekter og språkkrav for utarbeidelse av slike prospekter. Utvalget foreslår at nærmere krav til innhold i nasjonale prospekter og språkkrav fastlegges i forskrift. Det vises til utvalgets vurderinger i kapittel 11.5.2.

Til § 7-7 Registrering i Foretaksregisteret av nasjonale prospekter

Første ledd viderefører § 7-10 med visse språklige endringer. Utvalget har foreslått at nasjonale prospekter også etter lovendringen skal sendes til Foretaksregisteret for registrering før publisering. Utvalget har ikke foreslått endringer som innebærer kontroll og godkjenning av nasjonale prospekter. Det vises til omtale i kapittel 11.6.3.

Annet ledd viderefører verdipapirforskriften § 7-14 femte ledd med visse språklige endringer.

Til § 7-8 Gyldighet og offentliggjøring av nasjonale prospekter

Første ledd viderefører § 7-12 første ledd med virkning for nasjonale prospekter. Prospekt som er registrert i Foretaksregisteret, kan etter dette benyttes i 12 måneder etter registreringen, forutsatt at det utformes et tillegg til prospektet i medhold av forslag til ny § 7-9.

Annet ledd gjelder krav til tidspunkt for offentliggjøring av nasjonale prospekter og fremgangsmåten for slik offentliggjøring. Utvalget har i samsvarende med gjeldende § 7-19 første ledd foreslått at nasjonale prospekter skal offentliggjøres senest når tilbudsperioden starter. Utvalget har videre foreslått en forenkling, slik at offentliggjøring skal

skje ved at prospektet gjøres elektronisk tilgjengelig på hjemmesiden til tilbyderer eller tilretteleggeren. Utvalgets nærmere vurderinger fremgår av kapittel 11.7.2.6.

Tredje ledd viderefører gjeldende § 7-20 for nasjonale prospekter med enkelte språklige endringer.

Fjerde ledd viderefører gjeldende § 7-19 sjette ledd.

Til § 7-9 Tillegg til nasjonale prospekter

Første og annet ledd viderefører gjeldende § 7-15 om krav til tillegg til prospekt og offentliggjøring av dette for nasjonale prospekter, med enkelte språklige endringer. Se omtale i kapittel 11.7.2.2.

§7-10 Tilbakekall av aksept

Første ledd viderefører gjeldende § 7-21 første ledd om adgang til å trekke aksept av tilbud for nasjonale prospekter.

Annet ledd viderefører gjeldende § 7-21 annet ledd om adgang til å trekke aksept av tilbud med enkelte språklige endringer. Se omtale i kapittel 11.7.2.2.

Tredje ledd viderefører forskriftshjemmel i gjeldende § 7-21 første ledd siste punktum om registrering av endelig pris og antall verdipapirer.

Til § 7-11 Utfyllende forskrifter

Første ledd gir hjemmel til å fastsette utfyllende forskrifter til kapitlet, herunder også forskrifter om ytterligere unntak fra prospektplikt.

Til § 7-12 Prospektmyndigheten

Første ledd viderefører gjeldende § 7-8 sjette ledd og presiserer at Finanstilsynet kan foreta stikkprøvekontroll også av nasjonale prospekter.

Annet ledd gjennomfører prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav d) og viderefører i hovedsak verdipapirforskriften § 7-3 bokstav c), men med en ordlyd som ligger nærmere ordlyden i forordningen, se omtale i kapittel 12.2.3.4.

Tredje ledd gjennomfører prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav e) og viderefører verdipapirforskriften § 7-3 bokstav d) med enkelte språklige endringer, se omtale i kapittel 12.2.3.5.

Fjerde ledd er ny og gjennomfører prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav g), se omtale i kapittel 12.2.3.7.

Femte ledd gjennomfører prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav j) og må ses i sam-

menheng med reglene i MiFIR om tilsynsmyndighetens adgang til å foreta produktinngrep. Etter MiFIR skal tilsynsmyndigheten kunne forby eller begrense markedsføring, distribusjon eller salg av finansielle instrumenter og strukturerte innskudd eller en finansiell praksis, dersom det oppstår alvorlige betenkeligheter knyttet til spørsmål om investorbeskyttelse, finansmarkedenes eller råvaremarkedenes integritet og funksjon, eller stabiliteten i hele eller deler av markedene. Dersom slikt vedtak er truffet skal prospektmyndigheten kunne treffe et korresponderende vedtak på sitt område. Se omtale i kapittel 12.2.3.10.

Sjette ledd gjennomfører prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav l) om offentliggjøring av opplysninger om at prospektregelverket er overtrådt, se omtale i kapittel 12.2.3.12.

Syvende ledd viderefører forskriftshjemmelen i gjeldende § 7-8. Det vises til omtale i kapittel 11.6.3.

Til § 7-13 Gebyr til dekning av utgiftene til prospektkontroll

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 7-11 med enkelte språklige endringer. Bestemmelsen er ikke omtalt i utredningen, ettersom det ligger utenfor utvalgets mandat å vurdere reglene.

Til § 19-2 tiende og ellefte ledd

Bestemmelsene gir regler om opplysningsplikt og viderefører verdipapirforskriften § 7-3 bokstav a) og b), med den endring at det presiseres at opplysningsplikten i tiende ledd omfatter plikt til å utlevere dokumenter. Bestemmelsene gjennomfører prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav b) og c). Se omtale i kapittel 12.2.3.3.

Til § 19-5 første ledd

Bestemmelsen endres slik at overtredelse av prospektforordningen omfattes av reglene. Endringen gjennomfører prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav n). Det vises til omtale i kapittel 12.2.3.14.

Til § 19-7 åttende ledd

Ny § 19-7 åttende ledd gjennomfører prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav a), som fastsetter at prospektmyndigheten skal kunne gi pålegg om å ta inn supplerende opplysninger i prospekt når dette er nødvendig for investor-

beskyttelsen. Bestemmelsen videreføres fra prospektdirektivet til prospektforordningen, men var tidligere ikke uttrykkelig inntatt i verdipapirhandelloven. Se omtale i kapittel 12.2.3.2.

Til § 19-9 Nekting av godkjenning av prospekt på grunn av overtredelse av prospektregelverket

Bestemmelsen er ny, og gjennomfører prospektforordningen artikkel 32 nr. 1 bokstav k). Det legges til grunn at kravet om at den som har utarbeidet prospektet må være uskikket, innebærer at overtredelsene må være av en kvalifisert art. Med en slik utforming vil det ikke være riktig å gi noen tidsavgrensning i bestemmelsen. Det vises til omtale i kapittel 12.2.3.10.

Til § 19-10 Tvangsmulkt

Bestemmelsen flyttes fra sanksjonskapittelet i loven til kapittelet som omhandler tilsynsmessige tiltak, hvor den systematisk hører hjemme. Bestemmelsen viderefører § 21-7 første til tredje ledd, uten endringer. Fjerde ledd gir nye regler om tvangsmulkt ved overtredelse av lovens kapittel 7. Utvalget foreslår i tillegg at det utformes et nytt sjette ledd hvor det gis hjemmel for å gi nærmere regler om tvangsmulkt i forskrift. Det vises til omtale i kapittel 12.2.3.17.

Til § 21-7 Overtredelsesgebyr ved overtredelse av reglene i kapittel 7

Bestemmelsen gjennomfører reglene om overtredelsesgebyr i prospektforordningen artikkel 38, og gir samtidig regler om overtredelsesgebyr ved overtredelse av reglene om nasjonale prospekter.

Første ledd fastsetter at Finanstilsynet kan ilegge foretak overtredelsesgebyr dersom foretaket, eller noen som har handlet på vegne av foretaket, overtrer reglene om prospekt.

Annet ledd omhandler overtredelsesgebyr som ilegges fysiske personer som overtrer reglene om prospekt. For disse stilles det krav om forsett eller uaktsomhet.

I begge tilfelle kan overtredelsesgebyr ilegges den som ikke etterkommer Finanstilsynets pålegg etter §§ 19-2, 19-3 og 19-7.

Tredje til femte ledd gir regler om fastsettelse av maksimal sats for overtredelsesgebyr for henholdsvis juridiske og fysiske personer. Overtredelsesgebyret kan fastsettes til inntil to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, selv om dette gir høyere gebyr enn utmålingen etter de maksimalt fast-

satte beløp. Det vises til nærmere omtale i kapittel 13.3.4.2 flg.

Til § 21-12 tredje ledd

Bestemmelsen viderefører straffebestemmelsene ved visse grove overtredelser av prospektregelverket. Det vises til omtalen i kapittel 13.3.4.9.

15.2 Merknader til bestemmelsene i foretaksregisterloven

Til § 4-4 første ledd bokstav g)

Bestemmelsen innebærer tekniske og språklige justeringer som følge av de endringene som gjennomføres i verdipapirhandellovens og verdipapirforskriftens kapittel 7, men innebærer ikke endringer av materiell art.

Til § 5-1 fjerde ledd

Bestemmelsen innebærer tekniske og språklige justeringer som følge av de endringene som gjennomføres i verdipapirhandellovens og verdipapirforskriftens kapittel 7, men innebærer ikke endringer av materiell art. Siste setning foreslås opphevet da den bestemmelsen som vises til ikke har motstykke i prospektforordningen og vil bortfalle ved gjennomføring av prospektforordningen i norsk rett.

15.3 Merknader til forskriftsbestemmelsene

Til § 7-1 Gjennomføring av utfyllende EØS-regler til prospektforordningen

I bestemmelsen er det forslag til gjennomføring av forventede kommisjonsforordninger til prospekt-

forordningen. Utkast til kommisjonsforordningene er løpende omtalt i utredningens kapittel 1 til 10.

Til § 7-2 Språk

Bestemmelsen viderefører gjeldende verdipapirhandelloven § 7-18 med virkning for nasjonale prospekter. Bestemmelsen innebærer at det vil gjelde ulike krav til språk for henholdsvis nasjonale prospekter og EØS-prospekter. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 11.7.2.5.

Til § 7-3 Innholdskrav for nasjonale prospekter

Bestemmelsen angir de spesifikke innholdskravene for nasjonale prospekter og utfyller det overordnede kravet til innhold i nasjonale prospekter etter verdipapirhandelloven.

Forslaget innebærer revisjon av de gjeldende informasjonskravene for nasjonale prospekter. Siktemålet er at den informasjon som omfattes er nødvendig for at investorer etter dagens forhold skal kunne foreta en velbegrunnet vurdering av utstederen, eventuelle garantister og de aktuelle verdipapirene som omfattes av tilbudet. Bestemmelsen innebærer at det generelle informasjonskravet som i dag fremgår av verdipapirhandelloven § 7-13 videreføres som et nytt generelt og overordnet informasjonskrav for nasjonale prospekter. De spesifikke innholdskravene omfatter på overordnet nivå informasjon om hvem som er ansvarlig for prospektet, nærmere informasjon om utstederen, tilbyderer og eventuelle garantister, beskrivelse av tilbudet og de aktuelle verdipapirene som tilbys, samt hvilke vedlegg som skal følge med. Bestemmelsen er omtalt i kapittel 11.5.2.

Kapittel 16

Forslag til lov- og forskriftsendringer

Forslag til lov om endringer i verdipapirhandelloven:

Gjeldende kapittel 7 oppheves.

Nytt kapittel 7 skal lyde:

Kapittel 7 Prospektkrav ved offentlige tilbud og opptak til notering

I. EØS-prospekter

§ 7-1 Gjennomføring av prospektforordningen

(1) EØS-avtalen vedlegg IX forordning (EU) nr. 1129/2017 (om prospekter ved offentlige tilbud og notering på regulert marked) (prospektforordningen) gjelder som lov med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(2) Når det i loven her vises til prospektforordningen, menes forordningen slik den er gjennomført i første ledd.

(3) Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til bestemmelsen her og i forskrift gjøre endringer i, herunder fastsette unntak fra, bestemmelsene gjennomført i første ledd til gjennomføring av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.

§ 7-2 Beløpsgrense for plikt til å utarbeide EØS-prospekter

Tilbud med samlet vederlag under 8 millioner euro er unntatt fra plikten til å utarbeide EØS-prospekt på vilkår som angitt i prospektforordningen artikkel 3.

§ 7-3 Ansvar for EØS-prospekter

(1) Når tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer fremsettes av det foretaket som har utstedt verdipapirene, er foretakets styre eller tilsvarende styringsorgan ansvarlig for at EØS-prospektet fyller de informasjonskrav som er fastsatt. Tilsvarende gjelder ved opptak til notering på regulert marked.

(2) I andre tilfeller enn de som omfattes av første ledd, skal minst tilbyderens, personen som

søker opptak til notering, eller eventuelle garantister etter omstendighetene, være ansvarlig for at EØS-prospektet fyller de informasjonskrav som er fastsatt.

II. Nasjonale prospekter

§ 7-4 Plikt til å utarbeide nasjonale prospekter

(1) Ved tilbud om tegning eller kjøp av omsettelige verdipapirer med et samlet vederlag på mellom 1 million euro og 8 millioner euro beregnet over en periode på 12 måneder, skal det utarbeides nasjonalt prospekt etter reglene i dette kapitlet.

(2) Det gjelder ikke plikt til å utarbeide nasjonale prospekter for tilbud om kjøp eller tegning av pengemarkedsinstrumenter med kortere løpetid enn 12 måneder.

§ 7-5 Unntak fra plikt til å utarbeide nasjonale prospekter

Prospektforordningen artikkel 1 nr. 4 og nr. 6 første punktum om unntak fra plikt til å utarbeide prospekt ved tilbud, gjelder tilsvarende for nasjonale prospekter.

§ 7-6 Innhold i og ansvar for nasjonale prospekter

(1) Nasjonale prospekter skal inneholde opplysninger som er nødvendige for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders og eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter, og av rettigheter knyttet til de tilbudte verdipapirene. I vurderingen av hva som er nødvendige opplysninger, skal det blant annet ses hen til særlige forhold hos tilbyderens og arten av de verdipapirene som tilbys. Opplysningene skal fremstilles i en lett forståelig og analyserbar form og i sammenheng.

(2) Nasjonale prospekter skal inneholde informasjon om navn og stilling på personer som er ansvarlige for prospektet. § 7-3 gjelder tilsvarende for nasjonale prospekter.

(3) Nasjonale prospekter skal inneholde en ansvarserklæring undertegnet av de ansvarlige for prospektet om at opplysningene, så langt de kjen-

ner til, er i samsvar med de faktiske forhold, og at det ikke er utelatt opplysninger som er av en slik art at de kan endre prospektets meningsinnhold, samt at de har truffet alle rimelige tiltak for å sikre dette.

(4) Departementet kan i forskrift fastsette regler om innholdet i nasjonale prospekter, herunder krav til språk.

§ 7-7 Registrering av nasjonale prospekter i Foretaksregisteret

(1) Nasjonale prospekter skal registreres i Foretaksregisteret før offentliggjøring.

(2) På prospektets forside skal det angis at prospektet er registrert hos Foretaksregisteret, og at ingen offentlige myndigheter har foretatt noen form for kontroll av prospektet.

§ 7-8 Gyldighet og offentliggjøring av nasjonale prospekter

(1) Nasjonale prospekter er gyldige i 12 måneder etter registrering i Foretaksregisteret, forutsatt at det utarbeides et tillegg som angitt i § 7-9, der det er krav om dette.

(2) Nasjonale prospekter skal offentliggjøres senest når tilbudsperioden starter. Offentliggjøring skjer ved at prospektet gjøres elektronisk tilgjengelig på hjemmesiden til tilbyderer eller tilretteleggeren.

(3) Dersom det orienteres om tilbud i annonser eller på annen måte, skal det samtidig informeres om at nærmere opplysninger fremgår av det nasjonale prospektet, samt hvor prospektet er elektronisk tilgjengelig. Informasjonen skal være i overensstemmelse med opplysningene i prospektet.

(4) Akseptformular kan bare gis ut sammen med fullstendig nasjonalt prospekt.

§ 7-9 Tillegg til nasjonale prospekter

(1) Enhver ny vesentlig omstendighet, feil eller unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene, og som oppstår eller blir kjent mellom tidspunktet for registrering av det nasjonale prospektet i Foretaksregisteret og tidspunktet for akseptperiodens utløp, skal fremgå av et tillegg til prospektet.

(2) Tillegget skal registreres i samsvar med § 7-7 og offentliggjøres uten ugrunnet opphold i samsvar med § 7-8.

§ 7-10 Tilbakekall av aksept gitt i tilknytning til nasjonale prospekter

(1) Dersom det nasjonale prospektet ikke inneholder opplysninger om pris eller fremgangsmåten for prisfastsettelsen, kan aksept av tilbudet

tilbakekalles innen to dager etter at endelig pris og antall verdipapirer som tilbys er registrert i Foretaksregisteret.

(2) Aksept av tilbud gjort før tillegg til et nasjonalt prospekt ble offentliggjort, jf. § 7-9, kan tilbakekalles innen to dager etter offentliggjøring dersom den nye omstendigheten, feilen eller unøyaktigheten oppstod eller ble kjent før levering av verdipapirene. Siste dato for tilbakekall av aksepten skal angis i tillegget.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette regler om registrering som nevnt i første ledd.

III Generelle bestemmelser

§ 7-11 Utfyllende forskrifter

Departementet kan fastsette utfyllende forskrifter til kapittel 7, herunder ytterligere unntak fra prospektplikt.

§ 7-12 Prospektmyndigheten

(1) Finanstilsynet er prospektmyndighet etter prospektforordningen, og kan foreta kontroll av nasjonale prospekter etter eget tiltak.

(2) Dersom det er grunn til å tro at regler som er gitt i eller i medhold av kapittel 7 er overtrådt, kan Finanstilsynet gi pålegg om at et offentlig tilbud av verdipapirer, eller opptak til notering på regulert marked, skal suspenderes i inntil ti sammenhengende arbeidsdager.

(3) Dersom det er grunn til å tro at regler som er gitt i eller i medhold av kapittel 7 er overtrådt, kan Finanstilsynet forby annonsering av et offentlig tilbud av verdipapirer, eller opptak til notering på regulert marked, i inntil ti sammenhengende arbeidsdager.

(4) Dersom det er grunn til å tro at regler som er gitt i eller i medhold av kapittel 7 er overtrådt, kan Finanstilsynet suspendere, eller pålegge relevante handelsplasser å suspendere, handelen i inntil 10 sammenhengende arbeidsdager.

(5) Dersom Finanstilsynet har truffet tiltak eller nedlagt forbud etter artikkel 42 i verdipapirmarkedsforordningen jf § 8-1, kan Finanstilsynet stanse kontrollen av et prospekt som er sendt inn for godkjenning, eller suspendere et tilbud av verdipapirer eller opptak til notering på et regulert marked, eller begrense tilbudet eller opptaket til notering, inntil tiltaket eller forbudet er opphørt.

(6) Finanstilsynet kan offentliggjøre, eller kreve at utstederen offentliggjør, alle vesentlige opplysninger som kan påvirke vurderingen av verdipapirer som tilbys til offentligheten, eller tas opp til notering på et regulert marked, for å sikre investorbeskyttelsen eller et velfungerende marked.

(7) Departementet kan i forskrift fastsette at nasjonale prospekter skal sendes Finanstilsynet for kontroll før prospektet offentliggjøres.

§ 7-13 Gebyr til dekning av utgifter til prospekt-kontroll

(1) Finanstilsynet kan kreve gebyr til dekning av utgifter ved kontroll av prospekter fra den som har utarbeidet prospektet.

(2) Foretaksregisteret kan kreve gebyr av tilbyderer til dekning av utgifter ved registrering av prospekter.

(3) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om beregning og innkreving av gebyr.

I kapittel 19 og 21 gjøres følgende endringer:

Nye § 19-2 tiende og ellefte ledd skal lyde:

(10) Finanstilsynet kan pålegge utsteder, tilbydere eller person som søker opptak til notering og personer som har eller er under bestemmende innflytelse hos disse, plikt til å gi opplysninger og utlevere dokumenter.

(11) Finanstilsynet kan pålegge revisor og ledelse hos utsteder, tilbyder eller personer som søker opptak til notering samt finansielle mellommenn, plikt til å gi opplysninger.

§ 19-2 tiende og ellefte ledd blir nye tolvte og trettende ledd.

§ 19-5 første ledd skal lyde:

(1) For å søke etter bevis kan Finanstilsynet, når det er rimelig grunn til å anta at bestemmelsene i lovens kapittel 3, markedsmisbruksforordningen, jf. § 3-1, *prospektforordningen*, jf. § 7-1, kapittel 7 del I og II, eller § 9-35 og kapittel 15 i loven, samt forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, er overtrådt, eller det er nødvendig for å oppfylle Norges avtaleforpliktelser overfor annen stat, kreve:

1. å få adgang til lokaler, eiendommer og andre oppbevaringssteder hvor det kan finnes bevis for overtredelse,
2. å få adgang til bolig dersom det er særlig grunn til å anta at bevis oppbevares der, og
3. å ta med ting, herunder kopi av dokumenter og annen informasjon og teknisk lagret informasjon som kan ha betydning som bevis for nærmere granskning, og å forsegle forretningslokaler, bøker, forretningspapirer eller teknisk lagringsmedium så lenge undersøkelsen varer og dette anses nødvendig.

Nytt § 19-7 åttende ledd skal lyde:

(8) Finanstilsynet kan pålegge utstedere, tilbydere eller personer som søker om opptak til notering på et regulert marked å gi supplerende opplysninger i prospektet når dette er nødvendig av hensyn til investorbeskyttelsen.

Ny § 19-9 skal lyde:

§ 19-9 Nekting av godkjenning av prospekt på grunn av overtredelse av reglene om prospekt

Finanstilsynet kan nekte å behandle og godkjenne et prospekt som er utarbeidet av en utsteder, tilbyder eller person som søker om opptak til notering på et regulert marked, som har overtrådt bestemmelser som er gitt i eller i medhold av kapittel 7, hvis overtredelsen medfører at vedkommende må anses uskikket til å utarbeide prospektet.

§ 21-1 blir ny § 19-10 og skal lyde:

§ 19-10 Tvangsmulkt mv.

(1) Tilbudsmyndigheten kan ilegge foretaket eller person som forsømmer sine plikter etter kapittel 6, en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

(2) Tilbudsmyndigheten fastsetter mulktens størrelse. Mulkten tilfaller statskassen.

(3) Påløpt mulkt forfaller til betaling ved påkrav og er tvangsgrunnlag for utlegg.

(4) Finanstilsynet kan ilegge utsteder, tilbyder, tilrettelegger eller annen person som overtrer regler gitt i eller i medhold av kapittel 7, eller som ikke retter seg etter vedtak fattet i medhold av kapittel 7, en løpende mulkt som løper fra det tidspunkt Finanstilsynet bestemmer til forholdet er rettet.

(5) Finanstilsynet kan ilegge sentral motpart eller foretak eller personer tilknyttet sentral motpart som forsømmer sine plikter etter EMIR artikkel 4 til 13 og artikkel 26 til 54 som gjennomført i § 13-1 første ledd eller forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene, en daglig mulkt som påløper inntil forholdet er rettet.

(6) Departementet kan i forskrift gi nærmere regler om ileggelse av tvangsmulkt.

§ 19-10 blir ny § 19-11.

Ny § 21-7 skal lyde:

Overtredelsesgebyr ved overtredelse av reglene i kapittel 7

(1) Finanstilsynet kan ilegge foretak overtredelsesgebyr dersom foretaket, eller noen som har handlet på vegne av foretaket, overtrer prospektforordningen som gjennomført i § 7-1 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, og kapittel 7

del I og II eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene. Overtredelsesgebyr kan også ilegges foretak som ikke etterkommer Finanstilsynets pålegg etter §§ 19-2, 19-3 og 19-7. Overtredelsesgebyr kan ilegges selv om ingen enkeltperson har utvist skyld.

(2) Finanstilsynet kan ilegge fysiske personer som forsettlig eller uaktsomt overtrer prospektforordningen som gjennomført i § 7-1 eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, og kapittel 7 del I og II eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene, overtredelsesgebyr. Overtredelsesgebyr kan også ilegges personer som ikke etterkommer Finanstilsynets pålegg etter §§ 19-2, 19-3 og 19-7.

(3) For juridiske personer kan det fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 46,5 millioner kroner, eller opptil 3 prosent av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap. For et morselskap eller et datterselskap av et morselskap som skal utarbeide konsernregnskap etter direktiv 2013/34/EU, skal den samlede omsetningen være den totale årsomsetningen, eller tilsvarende inntekt etter relevante regnskapsdirektiver, etter siste tilgjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsen i det overordnede morforetaket.

(4) For fysiske personer kan det fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 6,5 millioner kroner.

(5) Overtredelsesgebyret kan fastsettes til inntil to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, selv om dette gir høyere gebyr enn utmålingen etter tredje og fjerde ledd.

Ny § 21-12 tredje ledd nr. 4 skal lyde:

(3) Med bøter eller fengsel inntil 1 år straffes den som forsettlig eller uaktsomt overtrer:

4. prospektforordningen artiklene 3 og 23 nr. 1 jf. § 7-1, § 7-4 og § 7-9, eller som gir villedende eller uriktige opplysninger i prospekt eller markedsføringsmateriale til prospekt som nevnt i prospektforordningen artikkel 6 jf. § 7-1, og § 7-6 nr. 1, eller forskrifter gitt til utfylling av disse bestemmelsene,

§ 21-12 tredje ledd nr. 5 oppheves og nr. 6 til nr. 10 blir nr. 5 til nr. 9.

Forslag til lov om endringer i foretaksregisterloven

§ 4-4 første ledd bokstav g) skal lyde:

(g) I aksjeselskap og allmennaksjeselskap skal de meldepliktige opplyse om aksjetegning er skjedd uten prospekt som nevnt i verdipapirhandelloven § 7-1 første ledd eller § 7-3 første ledd. De meldepliktige skal i tilfelle vedlegge en underskrevet erklæring om hvorfor pro-

spekt ikke var nødvendig. Er prospekt nødvendig, skal prospektet og alt annet tegningsmateriale vedlegges, og de meldepliktige skal bekrefte at alt tegningsmateriale er innsendt til Finanstilsynet i samsvar med verdipapirhandelloven § 7-1 første ledd eller til Foretaksregisteret i samsvar med verdipapirhandelloven § 7-6. Plikten etter første punktum til å vedlegge prospekt gjelder ikke dersom prospektet allerede er innsendt til foretaksregisteret i samsvar med verdipapirhandelloven § 7-6. Disse reglene kommer tilsvarende til anvendelse på egenkapitalbevis.

§ 5-1 fjerde ledd skal lyde:

(4) Når grunnlaget for det som innkommer til registrering er tegning av aksje eller grunnfondsbevis, skal registerføreren prøve om prospekt var nødvendig og i tilfelle om prospekt er innsendt til Finanstilsynet for kontroll i medhold av verdipapirhandelloven § 7-1 første ledd eller til Foretaksregisteret for registrering som nevnt i verdipapirhandelloven § 7-6 første ledd.

Forslag til endringer i verdipapirforskriften kapittel 7

Kapittel 7 skal lyde:

Kapittel 7 prospektkrav ved offentlige tilbud og opptak til notering

I. EØS-prospekter

§ 7-1 Gjennomføring av utfyllende EØS-regler til prospektforordningen

(1) EØS-avtalen vedlegg IX forordning (EU) nr. xxx [om format og innhold i EØS-prospekt] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(2) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om format og innhold i EØS-vekstprospekt] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(3) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om kontroll og godkjenning av EØS-prospekt] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(4) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om kontroll og godkjenning av universelt registreringsdokument, tillegg til slikt dokument, samt vilkår om bortfall av status som regelmessig utsteder] gjelder som forskrift med de tilpasnin-

ger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(5) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om innhold i universelt registreringsdokument] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(6) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om forenklet informasjon i forenklet prospekt for etterfølgende tilbud] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(7) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om minimum informasjon som skal inngå i dokument som skal offentliggjøres ved utstedelse eller opptak til notering av omsettelige verdipapirer i forbindelse med overtakelsestilbud og ved fusjon eller fisjon] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(8) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om innhold i og krav til utforming av finansiell nøkkelinformasjon som skal inngå i sammendrag til prospekt] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(9) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om utvalg og fremstilling av risikofaktorer] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(10) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx om [adgang til å utelate informasjon i prospekt] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(11) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om oppdatering av informasjon som er inn tatt ved henvisning] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(12) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx om [publisering av prospekt] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(13) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om publisering av annonser og samarbeid med prospektmyndighetene i land der annonsene distribueres] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(14) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om tillegg til prospekt] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(15) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om portal for melding om grensekryssende EØS-prospekt] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(16) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om ekvivalensvurdering for tredjestatsutstedere] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(17) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om samarbeidsavtaler med tredjestatsmyndigheter] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

(18) EØS-avtalen vedlegg IX forordning EU nr. xxx [om informasjonsutveksling mellom prospektmyndighetene] gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

II. Nasjonale prospekter

§7-2 Krav til språk i nasjonale prospekter

Nasjonale prospekter skal utarbeides på norsk, engelsk, svensk eller dansk.

§7-3 Innholdskrav for nasjonale prospekter

(1) I tillegg til de kravene som gjelder etter verdipapirhandelloven § 7-6, skal nasjonale prospekter inneholde følgende opplysninger og vedlegg som skal fremstilles sammenhengende og i rekkefølge:

- 1) Opplysninger om utstederen, tilbyderer og eventuelle garantister:
 - a) navn, foretaksnavn, organisasjonsnummer og LEI,
 - b) forretningsadresse og kontaktinformasjon,
 - c) medlemmer av styret og daglig leder, informasjon om eventuelle domfellelser for økonomiske forhold, konkurser, bobehandlinger eller avviklinger, forvaltningsrettslige anklager eller sanksjoner som slike personer har vært involvert i de siste fem år. Utstedere skal i tillegg gi tilsvarende opplysninger om finansdirektøren.
- 2) Ytterligere opplysninger om utstederen:
 - a) jurisdiksjon og organisasjonsform,
 - b) dato for stiftelsen og informasjon om tidspunkt for oppløsning hvis utsteder etter vedtektene skal ha begrenset levetid,
 - c) formål etter vedtektene,
 - d) antall aksjer utstedt, pålydende verdi og utstedte rettigheter til aksjer,
 - e) informasjon om virksomheten til utsteder,

- f) beskrivelse av sentrale hendelser i virksomheten siste to år og planlagte investeringer for de neste 12 måneder,
 - g) beskrivelse av nærstående transaksjoner siste to år,
 - h) beskrivelse av virksomhetskritiske avtaler,
 - i) beskrivelse av vesentlige risikofaktorer knyttet til utstederen og bransjen som utsteder opererer i.
- 3) Beskrivelse av tilbudet og verdipapirene som tilbys:
- a) formålet med og bakgrunnen for tilbudet, herunder bruk av netto proveny,
 - b) vilkårene for gjennomføring av tilbudet,
 - c) antall og arten av verdipapirer som tilbys,
 - d) verdipapirenes rettigheter og plikter, herunder eventuelle omsetningsbegrensninger,
 - e) ISIN på verdipapirene som tilbys,
 - f) tilbudspris, eventuelt prisintervall og fremgangsmåte for fastsettelse av pris,
 - g) brutto og netto proveny,
 - h) forventede kostnader ved tilbudet for tilbyder, og eventuelle kostnader for investorene,
 - i) hvem som kan delta i tilbudet og eventuelt minste/høyeste tegning og allokering,
 - j) dato for beslutning om utstedelse av verdipapirene der tilbudet omfatter nye verdipapirer,
 - k) akseptperiode og fremgangsmåte for aksept av tilbudet, samt adgang til å endre akseptperioden med angivelse av siste frist ved eventuell endring,
 - l) eventuelle tilretteleggere/oppgjørsagenter for tilbudet, med kontaktinformasjon,
 - m) eventuelle vilkår for gjennomføring av tilbudet,
 - n) dato for innbetaling og levering av verdipapirene,
 - o) vesentlige risikofaktorer knyttet til verdipapirene og eventuelt utstedelsen av disse,
 - p) beskrivelse av eventuell garanti,
 - q) lovvalg og vernetting.
- 4) Vedlegg til nasjonale prospekter:
- a) vedtekter per dato for prospektet,
 - b) reviderte regnskaper for siste to år og eventuelle delårsregnskaper som er publisert etter dato for siste balansedag for utstederen og eventuelle garantister,
 - c) tegningsformular.
- (2) Vedlegg som angitt i nr. 4 bokstav a) og b), kan inkorporeres ved henvisning dersom disse er elektronisk tilgjengelige i prospektets levetid.
-
-

Norges offentlige utredninger

2017

Arbeids- og sosialdepartementet:

NOU 2017: 3 Folketrygdens ytelser til etterlatte

NOU 2017: 10 Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2017

Barne- og likestillingsdepartementet:

NOU 2017: 6 Offentlig støtte til barnefamiliene

NOU 2017: 8 Særdomstoler på nye områder?

NOU 2017: 12 Svikt og svik

Finansdepartementet:

NOU 2017: 1 Markeder for finansielle instrumenter

NOU 2017: 4 Delingsøkonomien

NOU 2017: 13 Ny sentralbanklov. Organisering av

Norges Bank og Statens pensjonsfond utland

NOU 2017: 14 Nye regler om markedsmissbruk

– sanksjoner og straff

NOU 2017: 15 Revisorloven

Helse- og omsorgsdepartementet:

NOU 2017: 16 På liv og død

Justis- og beredskapsdepartementet:

NOU 2017: 2 Integrasjon og tillit

NOU 2017: 5 En påtalemyndighet for fremtiden

NOU 2017: 8 Særdomstoler på nye områder?

NOU 2017: 9 Politi og bevæpning

NOU 2017: 11 Bedre bistand. Bedre beredskap

Kulturdepartementet:

NOU 2017: 7 Det norske mediemangfoldet

NOU 2017: 17 På ein søndag?

Bestilling av publikasjoner

Offentlige institusjoner:

Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon

Internett: www.publikasjoner.dep.no

E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no

Telefon: 22 24 00 00

Privat sektor:

Internett: www.fagbokforlaget.no/offpub

E-post: offpub@fagbokforlaget.no

Telefon: 55 38 66 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på
www.regjeringen.no

Trykk: 07 Media AS – 06/2018