

**NOU**

Norges offentlige utredninger **2016:2**

# Endringer i verdipapirhandelloven – flagging og periodisk rapportering

Gjennomføring av endringer i rapporteringsdirektivet

# Norges offentlige utredninger

## 2015 og 2016

### **Statsministeren:**

#### **Arbeids- og sosialdepartementet:**

NOU 2015: 6 Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2015  
NOU 2016: 1 Arbeidstidsutvalget

#### **Barne-, likestillings- og inkluderingsdepartementet:**

NOU 2015: 4 Tap av norsk statsborgerskap

#### **Finansdepartementet:**

NOU 2015: 1 Produktivitet – grunnlag for vekst og velferd  
NOU 2015: 5 Pensjonslovene og folketrygdreformen IV  
NOU 2015: 9 Finanspolitikk i en oljeøkonomi  
NOU 2015: 10 Lov om regnskapsplikt  
NOU 2015: 12 Ny lovgivning om tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering  
NOU 2015: 14 Bedre beslutningsgrunnlag, bedre styring  
NOU 2015: 15 Sett pris på miljøet  
NOU 2016: 2 Endringer i verdipapirhandelloven – flagging og periodisk rapportering

#### **Forsvarsdepartementet:**

#### **Helse- og omsorgsdepartementet:**

NOU 2015: 11 Med åpne kort  
NOU 2015: 17 Først og fremst

#### **Justis- og beredskapsdepartementet:**

NOU 2015: 3 Advokaten i samfunnet  
NOU 2015: 13 Digital sårbarhet – sikkert samfunn

#### **Klima- og miljødepartementet:**

NOU 2015: 16 Overvann i byer og tettsteder

#### **Kommunal- og moderniseringsdepartementet:**

NOU 2015: 7 Assimilering og motstand

#### **Kulturdepartementet:**

#### **Kunnskapsdepartementet:**

NOU 2015: 2 Å høre til  
NOU 2015: 8 Fremtidens skole

#### **Landbruks- og matdepartementet:**

#### **Nærings- og fiskeridepartementet:**

#### **Olje- og energidepartementet:**

#### **Samferdselsdepartementet:**

#### **Utenriksdepartementet:**

**NOU**

Norges offentlige utredninger **2016:2**

# Endringer i verdipapirhandelloven – flagging og periodisk rapportering

Gjennomføring av endringer i rapporteringsdirektivet

Utredning fra et utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 22. mai 2015

Avgitt til Finansdepartementet 1. februar 2016

ISSN 0333-2306  
ISBN 978-82-583-1261-8

---

07 Oslo AS

## Til Finansdepartementet

Verdipapirlovutvalget ble oppnevnt ved kongelig resolusjon 22. mai 2015. Utvalget skal utrede hvordan kommende EØS-regler på verdipapirirområdet skal gjennomføres i norsk rett. EU har vedtatt direktiver og forordninger som erstatter eller endrer tre direktiver på verdipapirirområdet, henholdsvis MiFID («Markets in Financial Instruments Directive»), rapporteringsdirektivet og markedsmisbruksdirektivet. De vedtatte reglene er EØS-relevante og forventes tatt inn i EØS-avtalen. Utvalget skal komme med forslag til gjennomføring av EUs reviderte verdipapirregelverk i norsk rett. Utvalget skal gå gjennom børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser om straff og administrative sanksjoner, og utrede behovet for eventuelle lovendringer. Utvalget skal utrede muligheten for ytterligere nasjonal regulering for å sikre forbrukerbeskyttelse for kunder av verdipapirforetak. Utvalget skal også vurdere behov for revisjon av reglene om tilbudsplikt og frivillig tilbud ved oppkjøp av selskap notert på regulert marked. Mandatet til utvalget er delt i tre deler.

Utvalget legger med dette frem sin første delutredning. Utredningen fremmer forslag til endringer i verdipapirhandelloven for å gjennomføre endringer i rapporteringsdirektivet. Forslagene i utredningen er enstemmige unntatt på ett punkt hvor det er dissens. Dette gjelder spørsmål om endringer i bestemmelsene om flaggefrist.

Oslo 1. februar 2016

Filip Truyen  
leder

Elisabeth Bjerkestrand

Gry Evensen Skallerud

Eirik Solem

Morten Grandal

Kjell Vidjeland

Christina Stray

Ingebjørg Harto

Angela Nygaard

---

Kristin Lund  
Gunnar Eckhoff



## Innhold

<b>1</b>	<b>Innledning</b> .....	7				
1.1	Utvalgets mandat og sammensetning .....	7	4.2	Nasjonale valgmuligheter etter endringsdirektivet .....		25
1.2	Kort om dagens regler og endringsforslagene .....	9	4.3	Nye finansielle instrumenter omfattet av flaggeplikten .....		26
1.3	Videre fremstilling .....	10	4.3.1	Gjeldende rett .....		26
			4.3.2	EØS-rett .....		26
			4.3.3	Utvalgets vurderinger .....		28
<b>2</b>	<b>Virkeområde for reglene</b> .....	12	4.4	Lån av finansielle instrumenter .....		29
2.1	Hjem- og vertsstatsregulering .....	12	4.4.1	Gjeldende rett .....		29
2.1.1	Gjeldende rett .....	12	4.4.2	EØS-rett .....		30
2.1.2	EØS-rett .....	12	4.4.3	Utvalgets vurderinger .....		30
2.1.3	Utvalgets vurderinger .....	14	4.5	Beregning av flaggebeholdningen .....		30
2.2	Andre justeringer i virkeområdet for reglene .....	15	4.5.1	Beregningsmetode for finansielle instrumenter med finansielt oppgjør .....		30
2.2.1	Gjeldende rett .....	15	4.5.1.1	Gjeldende rett .....		30
2.2.2	EØS-rett .....	15	4.5.1.2	EØS-rett .....		30
2.2.3	Utvalgets vurderinger .....	15	4.5.1.3	Utvalgets vurderinger .....		31
<b>3</b>	<b>Reglene om periodisk rapportering samt enkelte andre forhold</b> .....	16	4.5.2	Instrumenter knyttet til indekser mv. ....		31
3.1	Årsrapport og halvårsrapport .....	16	4.5.2.1	Gjeldende rett .....		31
3.1.1	Gjeldende rett .....	16	4.5.2.2	EØS-rett .....		31
3.1.2	EØS-rett .....	16	4.5.2.3	Utvalgets vurderinger .....		32
3.1.3	Utvalgets vurderinger .....	17	4.5.3	Aggregering av ulike typer finansielle instrumenter i flaggebeholdningen .....		32
3.2	Kvartalsrapport .....	17	4.5.3.1	Gjeldende rett .....		32
3.2.1	Gjeldende rett .....	17	4.5.3.2	EØS-rett .....		32
3.2.2	EØS-rett .....	18	4.5.3.3	Utvalgets vurderinger .....		32
3.2.3	Utvalgets vurderinger .....	18	4.6	Unntak fra flaggeplikten .....		33
3.2.3.1	Kvartalsrapportering generelt .....	18	4.6.1	Gjeldende rett .....		33
3.2.3.2	Kvartalsrapportering fra finansinstitusjoner .....	20	4.6.2	EØS-rett .....		33
3.2.3.3	Særskilt om frivillig rapportering .....	21	4.6.3	Utvalgets vurderinger .....		34
3.3	Nye regler om rapporteringsformat .....	21	4.7	Meldingens innhold .....		34
3.3.1	Gjeldende rett .....	21	4.7.1	Gjeldende rett .....		34
3.3.2	EØS-rett .....	22	4.7.2	EØS-rett .....		35
3.3.3	Utvalgets forslag .....	22	4.7.3	Utvalgets vurderinger .....		35
3.4	Rapportering om betaling til myndigheter (land-for-landrapportering) .....	22	4.8	Konsolidering og fullmaktsforhold mv. ....		35
3.5	Endringer i reglene om opplysninger om lån og vedtekter .....	23	4.8.1	Gjeldende rett .....		35
3.5.1	Gjeldende rett .....	23	4.8.2	EØS-rett .....		35
3.5.2	EØS-rett .....	24	4.8.3	Utvalgets vurderinger .....		36
3.5.3	Utvalgets vurderinger .....	24	4.9	Fremsettelse av melding – fristen for å flagge .....		39
			4.9.1	Gjeldende rett .....		39
			4.9.2	EØS-rett .....		40
			4.9.3	Utvalgets vurderinger .....		40
<b>4</b>	<b>Flaggeplikt</b> .....	25				
4.1	Innledning .....	25				

<b>5</b>	<b>Nye regler om innsending av lagringspliktige opplysninger til ESMA</b> .....	43	7.3.3	Suspensjon av stemmeretter .....	52
5.1	Gjeldende rett .....	43	7.3.4	Overtredelsesgebyr .....	53
5.2	EØS- rett .....	43	7.3.4.1	Utgangspunkter .....	53
5.3	Utvalgets vurderinger .....	44	7.3.4.2	Forholdet til Grunnloven .....	53
<b>6</b>	<b>Tilsyn med bestemmelsene som gjennomfører rapporteringsdirektivet</b> .....	45	7.3.4.3	Forholdet til den europeiske menneskerettskonvensjon (EMK) .....	54
6.1	Bestemmelsene om tilsyn .....	45	7.3.4.4	Aktsomhetsvurderingen .....	55
6.2	Særskilt om tilsyn med land-for-landrapportering .....	45	7.3.4.5	Utvidelse av personkretsen som omfattes av reglene .....	55
<b>7</b>	<b>Forvaltningsmessige tiltak og sanksjoner</b> .....	47	7.3.4.6	Hvilke overtredelser skal sanksjoneres med overtredelsesgebyr .....	56
7.1	Gjeldende rett .....	47	7.3.4.7	Størrelsen på overtredelsesgebyr .....	57
7.1.1	Pålegg om retting .....	47	7.3.4.8	Momenter som skal tillegges vekt ved fastsettelsen .....	57
7.1.2	Ileggelse av overtredelsesgebyr .....	47	7.3.5	Offentliggjøring av beslutninger om sanksjoner .....	57
7.1.3	Kort om andre tiltak Finans-tilsynet kan iverksette .....	48	<b>8</b>	<b>Administrative og økonomiske konsekvenser</b> .....	59
7.1.4	Offentliggjøring av opplysninger .....	48	<b>9</b>	<b>Merknader til de enkelte bestemmelser</b> .....	61
7.2	EØS-rett .....	48	9.1	Merknader til lovbestemmelsene .....	61
7.2.1	Innledning .....	48	9.2	Merknader til forskriften .....	65
7.2.2	Nærmere om de nye sanksjonsbestemmelsene .....	49		<b>Forslag til lov- og forskriftsendringer</b> .....	67
7.3	Utvalgets vurderinger .....	51			
7.3.1	Kort om EØS-relevans av sanksjonsbestemmelsene .....	51			
7.3.2	Pålegg om retting .....	51			



## Kapittel 1 Innledning

### 1.1 Utvalgets mandat og sammen- setning

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<sup>1</sup> (heretter MiFID), direktiv 2004/109/EF om utsteders informasjonsplikt<sup>2</sup> (heretter rapporteringsdirektivet) og direktiv 2003/6/EF om markedsmisbruk<sup>3</sup> (heretter MAD).

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)

Lovutvalget fikk følgende mandat:

<sup>1</sup> Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC

<sup>2</sup> Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC

<sup>3</sup> Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)

«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 markedsmisbruk (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 innsidehandel og markedsmanipulasjon mv. (som ikke er EØS-relevant og derfor ikke vil bli tatt inn i EØS-avtalen), foreta en helhetlig gjennomgang av børss- og verdipapirhandellovens 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 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 til-

budsplikt 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 børss- 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.  
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.»

Denne utredningen utgjør delutredning nummer én fra utvalget. Det fremmes forslag i henhold til mandatets del I, punkt 2, jf. 4 om endringer i lov- og forskriftsverket som følge av endringer i rapporteringsdirektivet.

## 1.2 Kort om dagens regler og endringsforslagene

Rapporteringsdirektivet harmoniserer kravene til hvilke opplysninger utstedere og innehavere av omsettelige verdipapirer som er tatt opp til handel på et regulert marked, må offentliggjøre og hvordan slike opplysninger skal offentliggjøres. Formålet med reglene er å øke gjennomsiktigheten i markedet. Reglene gir minstekrav til hvilke regnskapsopplysninger m.v. utstederne skal gi til markedet periodevis i løpet av regnskapsåret (periodisk rapportering), samt visse minstekrav til offentliggjøring av endringer i eierforholdene i utstederselskapet. Direktivet inneholder blant annet bestemmelser om offentliggjøring av årsrapport og halvårsrapport. Det stilles krav om at informasjon skal være lett tilgjengelig innen EØS. Videre inneholder direktivet bestemmelser om investorers flaggeplikt.

Rapporteringsdirektivet er i hovedsak gjennomført i norsk rett i lov 29. juni 2007 nr. 75 (heretter verdipapirhandelloven eller vphl.) kapittel 4 og 5 med tilhørende forskriftsbestemmelser. Utfyllende regler er gitt i kommisjonsdirektiv 2007/14/EU,<sup>4</sup> som i sin helhet er innarbeidet i verdipapirforskriften.

Reglene som gjennomfører rapporteringsdirektivet, må blant annet sees i sammenheng med regnskapsregelverket og verdipapirhandellovens regler om markedsmisbruk, prospekter og

overtakelsestilbud, med korresponderende EØS-rettsakter.

Rapporteringsdirektivet er et minimumsdirektiv, med adgang for medlemslandene til å gi strengere regler. Adgangen til å gi strengere regler er blant annet benyttet for flaggeplikten, og for å gi regler om kvartalsrapportering i forskrift til verdipapirhandelloven 29. juni 2007 nr. 876 (heretter verdipapirforskriften) § 5-5.

I samsvar med rapporteringsdirektivet artikkel 33 har kommisjonen vurdert om direktivet fungerer etter sin hensikt og utarbeidet en rapport (heretter kommisjonens rapport) om behov for endringer.<sup>5</sup> Rapporten utfylles ytterligere av et arbeidsdokument fra kommisjonen som følger som vedlegg til rapporten (heretter arbeidsdokumentet).<sup>6</sup> Rapporten påpeker at det er behov for å forenkle enkelte regler for å lette byrdene for små og mellomstore utstedere, slik at det blir enklere for dem å innhente kapital i unionen. Det fremheves dog at nivået på investorbekyttelse må opprettholdes. Rapporten påpeker videre at det er behov for å styrke regelverket om offentlighet rundt eierskap til noterte foretak. På bakgrunn av prosessen ble det utarbeidet et endringsdirektiv.

Direktiv 2013/50/EU, 22. oktober 2013 (heretter endringsdirektivet) gjør endringer i rapporteringsdirektivet. Endringsdirektivet gir enkelte fullharmoniserte regler, slik at muligheten til å gi strengere regler i hvert enkelt medlemsland snevres inn. Viktige endringer er blant annet gjort i reglene om hyppigheten av den periodiske rapporteringen. I endringsdirektivet fjernes nasjonale myndigheters generelle mulighet til å gi regler om kvartalsrapportering under henvisning til at rapportering hvert kvartal synes unødvendig byrdefullt, særlig for små og mellomstore selskaper, samtidig som så hyppig rapportering kan medvirke til kortsiktighet i driften av foretakene. Det er likevel gitt unntaksbestemmelser som gir

<sup>4</sup> Commission Directive 2007/14/EC of 8 March 2007 laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market

<sup>5</sup> COM(2010)243 final report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market

<sup>6</sup> SEC(2010) 611 Commission Staff Working Document, The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues Accompanying document to the Report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market COM(2010)243

adgang til å gi regler om kvartalsrapportering dersom visse vilkår er oppfylt. Den generelle adgangen til å gi regler om kvartalsrapportering for finansinstitusjoner opprettholdes.

Andre viktige endringer er nye regler om rapportering av betaling til myndigheter, såkalt land-for-landrapportering. Reglene krever at utstedere som driver virksomhet innen utvinningsindustrien, skal utarbeide en rapport om betaling til myndigheter. Reglene er i hovedsak allerede gjennomført i norsk rett.

Det innføres nye regler om lagring av informasjon og gjøres endringer i flaggereglene. Flaggeplikt innføres for flere typer instrumenter. Det innføres fullharmoniserte regler for konsolidering.

Endelig endres sanksjonsreglene, blant annet innføres det regler om overtredelsesgebyrer. Personkretsen sanksjonsreglene omfatter utvides. Reglene er gitt som minimumsregler.

I tillegg foretas en rekke små justeringer av direktivteksten.

Mange bestemmelser i rapporteringsdirektivet blir imidlertid stående uendret. Dette gjelder for eksempel reglene om *innholdet* i den periodiske rapporteringen.

Endringsdirektivet trådte i kraft i EU den 26. november 2013 og skal være gjennomført i EU-landene innen 26. november 2015.

### 1.3 Videre fremstilling

Utvalget har tatt utgangspunkt i endringsdirektivet. På områder hvor det er foreslått endringer, har utvalget redegjort for gjeldende rett i Norge, for konsekvensen av endringene og vurdert nasjonale tilpasninger der mulighet for slike finnes. Områder som ikke er gjenstand for endringer, omtales kun i den grad det er behov for å sette endringsforslagene inn i en kontekst.

Enkelte endringer i rapporteringsdirektivet genererer ikke behov for lov- og forskriftsendringer i norsk rett. Dette gjelder presiseringer som er foretatt i definisjonsbestemmelsen i artikkel 2. Her fastslås det at utsteder kan være både en fysisk og en juridisk person, hvem som er utsteder for depotbevis, hva som er en formell avtale og hva som er en juridisk person.<sup>7</sup> Norsk rett har ikke tilsvarende konkrete bestemmelser, men justeringene i direktivteksten er overensstemmende med begrepene slik de forstås i norsk rett. Ingen av presiseringene genererer derfor

etter utvalgets syn behov for endringer. De omtales dermed ikke nærmere i det følgende.

Rapporteringsdirektivets bestemmelser om hjem- og vertsstatsregulering endres. I kapittel 2 foreslår utvalget endringer som bringer norske regler i samsvar med direktivet. Forslaget innebærer blant annet at utstedere fra land utenfor EØS bare kan velge hjemstat der utsteders verdipapirer er notert på et regulert marked. Videre vil utsteder kunne velge ny hjemstat blant sine vertsstater, dersom utsteder ikke lenger har sine verdipapirer tatt opp til notering i den opprinnelige hjemstaten. Det foreslås regler om utsteders plikt til å opplyse om valg av hjemstat.

I kapittel 3 drøfter utvalget behovet for endringer i regelverket for periodisk rapportering. Utvalget foreslår å oppheve verdipapirforskriften § 5-5 om kvartalsrapportering fordi et generelt krav om kvartalsrapporter ikke er forenlig med de nye reglene i direktivet. Utvalget foreslår imidlertid å opprettholde en forskriftshjemmel til å gi regler om kvartalsrapportering innenfor de rammer rapporteringsdirektivet setter. Dagens frist på to måneder for å avlegge halvårsrapport foreslås opprettholdt. Utvalget foreslår regler om offentliggjøring og tilgjengelighet for land-for-landrapportering, samt enkelte justeringer av reglene om virkeområdet for reglene om periodisk rapportering.

I kapittel 4 behandler utvalget endringene i flaggeregelverket. Utvalget foreslår å utvide flaggeplikten til å gjelde derivater med aksjer som underliggende, uansett om de gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør. Det foreslås videre å fastsette nærmere regler for beregningen av flaggepliktig beholdning. Blant annet foreslås det bestemmelser om deltajustering for derivater med finansielt oppgjør som er omfattet av flaggeplikten og nye bestemmelser om aggregering. Verdipapirhandellovens bestemmelser om konsolidering og fullmakter foreslås også endret i relasjon til flaggebestemmelsene. Utvalget foreslår videre å legge om strukturen i gjeldende flaggebestemmelser i både lov og forskrift for å sikre en riktig gjennomføring av endringsdirektivet.

I kapittel 5 foreslår utvalget forskriftshjemler for å kunne gjennomføre varslede EU-regler om innføring av et felles europeisk tilknytningspunkt for de nasjonale lagringsmekanismene for informasjonspliktige opplysninger (heretter OAM). Formålet er at europeiske investorer enkelt skal få tilgang til informasjonspliktige opplysninger for alle selskaper notert på regulert marked i EØS.

<sup>7</sup> Se rapporteringsdirektivet artikkel 2 nr. 1, bokstav d, bokstav q og nr. 2a.

I kapittel 6 knyttes enkelte kommentarer til bestemmelsene om tilsyn med reglene som gjennomfører rapporteringsdirektivet i norsk rett. Det presiseres at tilsyn med land-for-landrapportering følger bestemmelsene i vphl. § 15 første ledd nr. 3.

I kapittel 7 drøfter utvalget endringer av bestemmelsene om tiltak og sanksjoner ved brudd på verdipapirhandelloven. Rapporterings-

direktivet er det første direktivet på verdipapiriområdet som innfører minimumsregler for hvilke tiltak og sanksjoner nasjonale myndigheter skal sørge for at tilsynsmyndigheten har til rådighet. Utvalget foreslår bestemmelser i tråd med direktivets minimumsbestemmelser.

I kapittel 8 behandler utvalget de økonomiske og administrative kostnadene ved forslaget.

## Kapittel 2

# Virkeområde for reglene

### 2.1 Hjem- og vertsstatsregulering

#### 2.1.1 Gjeldende rett

Etter rapporteringsdirektivet skal utstedere av omsettelige verdipapirer notert på regulert marked i EØS ha en hjemstat. Reglene om hjem- og vertsstatsregulering innebærer at norske lovregler som gjennomfører rapporteringsdirektivet, gjelder for utstedere som har omsettelige verdipapirer tatt opp til handel på regulert marked, og som har Norge som hjemstat. Norske myndigheter fører tilsyn med at utstedere med Norge som hjemstat følger reglene. I den grad direktivet åpner for det, avgjør hjemstatens lovgivning om utstedere skal pålegges strengere regler enn det som følger av direktivet. Dersom en utsteder har noterte verdipapirer på norsk regulert marked, men har en annen EØS-stat som hjemstat, er Norge såkalt vertsstat. Vertsstaten har ikke adgang til å stille krav for utstedere med andre hjemstater.

I tråd med rapporteringsdirektivets bestemmelser, fastslår vphl. § 5-4 første ledd at virkeområdet for §§ 5-5 til 5-11 er begrenset til utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er tatt opp til handel på regulert marked. Verdipapirhandelloven § 4-1 fastslår at flaggereglene gjelder der utsteder av aksjer har Norge som hjemstat i henhold til vphl. § 5-4 andre til fjerde ledd.

Definisjonen av hjemstat i vphl. § 5-4 svarer til definisjonen i rapporteringsdirektivet artikkel 2 nr. 1, bokstav i. Bestemmelsens annet ledd fastslår at Norge er hjemstat for utstedere av aksjer eller gjeldsinstrumenter hvis pålydende per enhet er mindre enn 1000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, dersom *utsteder er hjemmehørende i EØS* og har forretningskontor i Norge. Bestemmelsen gjennomfører direktivets artikkel 2 nr. 1, bokstav i, underpunkt (i), første strekpunkt.

For *utstedere hjemmehørende i land utenfor EØS* er Norge hjemstat dersom utsteder har utstedt aksjer eller gjeldsinstrumenter hvis påly-

dende per enhet er mindre enn 1000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, når Norge er det landet i EØS hvor verdipapirene tilbys til offentligheten for første gang *eller* det søkes om opptak til notering på et regulert marked for første gang. Dersom en av hendelsene omtalt foran har funnet sted i Norge og den andre i en annen EØS-stat, kan *utsteder velge hjemstat*. Dette følger av vphl. § 5-4 tredje ledd. Bestemmelsen gjennomfører direktivets artikkel 2 nr. 1, bokstav i, underpunkt (i), annet strekpunkt.

I tillegg fastslår vphl. § 5-4 fjerde ledd at Norge er hjemstat for utsteder som ikke omfattes av alternativene nevnt over og *som har valgt Norge som hjemstat*. Forutsetningen er at utsteder *enten* har forretningskontor i Norge *eller* har sine omsettelige verdipapirer tatt opp til handel på norsk regulert marked. Valget av Norge som hjemstat gjelder i minst tre år, med mindre de omsettelige verdipapirene ikke lenger er tatt opp til handel på regulert marked i EØS. Bestemmelsen gjennomfører direktivets artikkel 2 nr. 1, bokstav i, underpunkt (ii).

#### 2.1.2 EØS-rett

Direktivets bestemmelser om hjem- og vertsstatsregulering har på noen punkter vist seg å ikke fungere tilfredsstillende. Blant annet gjelder dette reglene om at utstedere fra land utenfor EØS på visse vilkår kan velge hjemstat innen EØS. Endringsdirektivet tar sikte på å skape mer funksjonelle regler. Videre overføres enkelte utfyllende regler, som nå står i kommisjonsdirektivet, til rapporteringsdirektivet. Det gjøres også, gjennom endringsdirektivet, en endring av definisjonen av hjemstat etter prospektdirektivet artikkel 2 nr. 1, bokstav m, punkt (i).

For utstedere av aksjer eller av gjeldsinstrumenter hvis pålydende verdi per enhet er mindre enn 1000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, og som er hjemmehørende i land utenfor EØS, endres definisjonen av hjemstat. Bakgrunnen for endringen er at gjeldende definisjon har

gitt enkelte uheldige utslag. Etter ny artikkel 2 nr. 1, bokstav i, punkt (i), annet strekpunkt, fremgår det nå direkte av rapporteringsdirektivet at hjemstaten er den staten utsteder velger innenfor EØS, hvor utsteder har sine verdipapirer tatt opp til notering på regulert marked. Eksisterende henvisning til definisjonen i prospektdirektivet fjernes. Endringen medfører at utsteder ikke lenger kan velge hjemstat der verdipapirene tilbys offentligheten for første gang. Bakgrunnen er at i motsetning til tilfeller der utstederens verdipapirer er tatt opp til notering på regulert marked i hjemstaten, vil utstedere som *kun* tilbyr sine verdipapirer for første gang ikke ha noen reell tilknytning til hjemstaten etter at tilbudsprosessen er gjennomført.

Valget av hjemstat skal gjelde med mindre utstederen har valgt en ny hjemstat i henhold til ny artikkel 2 nr. 1, bokstav i, punkt (iii) (se nedenfor) og har opplyst om sitt valg etter de reglene som gjelder for offentliggjøring.

For utstedere omfattet av artikkel 2 nr. 1, bokstav i, punkt (ii) presiseres det at utstederen bare kan velge én hjemstat. Dette valget skal gjelde i minst tre år, med mindre utstederens verdipapirer ikke lenger er tatt opp til notering på et regulert marked i EØS, eller utstederen blir omfattet av punkt (i) eller (iii) i løpet av treårsperioden.

For utstedere fra land utenfor EØS som ikke lenger har verdipapirer tatt opp til notering på regulert marked i hjemstaten, men i stedet er tatt opp til notering i en eller flere andre stater i EØS, innføres det en ny regel i artikkel 2 nr. 1, bokstav i, punkt (iii). I slike tilfeller kan utsteder velge ny hjemstat blant de statene der utstederens verdipapirer er tatt opp til notering på et regulert marked, eller eventuelt staten der utstederen har sitt forretningskontor, fordi utsteder ikke lenger vil ha noen tilknytning til den opprinnelig valgte hjemstaten. Utsteder kan således heretter velge en av sine vertsstater eller medlemsstaten der utstederen har sitt forretningskontor, som ny hjemstat før utløpet av treårsperioden.

I fortalen til endringsdirektivet påpekes det at det bør være samsvar mellom rapporteringsdirektivet og *prospektdirektivet* med hensyn til definisjonen av hjemstat. Derfor endres også definisjonen av hjemstat i prospektdirektivet. Endringen innebærer at der utstedere av aksjer eller av gjeldsinstrumenter hvis pålydende verdi per enhet er mindre enn 1000 euro og som er hjemmehørende i land utenfor EØS, velger ny hjemstat, skal valget også gjelde i forhold til prospektdirektivet. Ved prospektpliktige tilbud som gjelder gjeldsinstrumenter hvis pålydende per enhet er 1000 euro

eller mer, kan utsteder fortsatt velge en annen hjemstat etter prospektdirektivet enn det som gjelder etter rapporteringsdirektivet.

Kommisjonsdirektiv 2007/14/EF inneholder særskilte regler for melding av utsteders valg av hjemstat. Disse reglene innlemmes nå i rapporteringsdirektivet i annet avsnitt til ny artikkel 2 nr. 1, bokstav i, annet og tredje ledd. Her fremgår det at utsteder skal offentliggjøre sin hjemstat i samsvar med reglene i rapporteringsdirektivet artikkel 20 og 21. For å sikre at tilsynsmyndighetene i vertsstaten(e) og i medlemsstaten der utsteder har sitt forretningskontor er kjent med utstederens valg av hjemstat, innføres det i tillegg en ny bestemmelse om at utsteder skal opplyse om sin hjemstat til tilsynsmyndigheten i hjemstaten, i medlemsstaten der utstederen har sitt forretningskontor og i alle vertsstater.

Samme sted innføres det nye regler som fastslår at utstedere som ikke offentliggjør sitt valg av hjemstat innen tre måneder fra utstederens verdipapirer første gang blir tatt opp til notering på et regulert marked, skal ha medlemsstaten der verdipapirene er tatt opp til notering som hjemstat. Dersom utstederens verdipapirer er tatt opp til notering på regulerte markeder i mer enn én stat i EØS, skal alle medlemsstatene være utstederens hjemstater inntil utstederen har valgt én enkelt hjemstat og offentliggjort dette.

Reglene innføres for å løse situasjonen der utsteder ikke velger hjemstat. Formålet med regelen er å oppmuntre utstedere til å velge hjemstat og opplyse berørte tilsynsmyndigheter om sitt valg. Etter dagens regler finnes ikke noen tilsvarende mekanisme, hvilket innebærer at foretak som ikke foretar noe aktivt valg, blir stående utenfor tilsynsregimet. I fortalen til endringsdirektivet understrekes det at alle utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering på et regulert marked i EU, bør underlegges tilsyn i en medlemsstat for å sikre at de overholder sine forpliktelser. Inntil valget er foretatt, vil tilsynsmyndighetene ikke lenger mangle den nødvendige myndighet til å gripe inn, fordi alle berørte tilsynsmyndigheter kan gripe inn.

Det er gitt overgangsregler for enkelte utstedere. For utstedere hvis verdipapirer allerede er tatt opp til notering på et regulert marked, men valg av hjemstat ikke er blitt offentliggjort før 27. november 2015, skal perioden på tre måneder som de har til å melde fra om hjemstat etter ny artikkel 2 nr. 1, bokstav i, annet ledd, begynne 27. november 2015. En utsteder som har valgt hjemstat og som har opplyst tilsynsmyndigheten i hjemstaten om sitt valg før 27. november 2015,

skal unntas fra kravet om å melde hjemstat til sine vertsstater.

### 2.1.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at rapporteringsdirektivets bestemmelser om hjem- og vertstatsregulering på enkelte punkter har vist seg vanskelige å praktisere. De endringene som nå gjennomføres, tar sikte på å skape mer funksjonelle regler. Det er tale om fullharmoniserte definisjonsbestemmelser uten mulighet for nasjonale tilpasninger. Endringene skal dermed også gjennomføres i norsk rett.

Endringen i rapporteringsdirektivet medfører at hjemstaten etter vphl. § 5-4 tredje ledd ikke lenger kan være den stat hvor utsteders verdipapirer tilbys offentligheten for første gang. Etter endringen vil hjemstaten være den stat som utsteder velger blant statene der utsteders verdipapirer er tatt opp til notering på regulert marked. Valg av hjemstat vil fortsette å gjelde inntil utsteder eventuelt velger ny hjemstat, se nedenfor. Utvalget foreslår at vphl. § 5-4 tredje ledd endres i samsvar med den nye direktivbestemmelsen.

For utsteder som allerede etter dagens regler skal velge hjemstat etter vphl. § 5-4 fjerde ledd (utsteder av gjeldsinstrumenter hvis pålydende verdi per enhet er 1000 euro eller mer) utvides valgmuligheten. Etter dagens regler er utstederens valg av hjemstat gyldig i tre år. Dersom en utsteders verdipapirer ikke lenger er tatt opp til notering på et regulert marked i utstederens hjemstat, men fortsatt er tatt opp til notering i en eller flere vertsstater, har utsteder ikke lenger noen tilknytning til den opprinnelig valgte hjemstaten, når dette ikke er staten der utsteder har forretningskontor. I slike tilfelle kan utsteder heretter velge en av sine vertsstater eller medlemsstaten der utstederen har sitt forretningskontor, som ny hjemstat før utløpet av treårsperioden.

Muligheten til å velge en ny hjemstat gjelder også for utsteder fra land utenfor EØS, som har utstedt aksjer eller gjeldsinstrumenter hvis pålydende verdi per enhet er mindre enn 1000 euro, dersom verdipapirene ikke lenger er tatt opp til notering på et regulert marked i utstederens hjemstat, men fortsatt er tatt opp til notering i en eller flere vertsstater.

Dersom utsteder ikke velger ny hjemstat, vil opprinnelig valgt hjemstat opprettholdes.

Utvalget foreslår regler som innarbeider rapporteringsdirektivets nye bestemmelser om valg av hjemstat i et nytt femte ledd i vphl. § 5-4.

Som nevnt under 2.1.2, flyttes bestemmelsene om offentliggjøring av valg av hjemstat fra kommisjonsdirektivet til rapporteringsdirektivet. Disse reglene er allerede gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 5-10 om offentliggjøring av valg av hjemstat og vphl. § 5-13 om språk. Utvalget foreslår at verdipapirforskriften § 5-10 oppheves og innarbeides i verdipapirhandelloven. Reglene om hjem- og vertstatsregulering er tekniske og nokså vanskelig tilgjengelige. Slik utvalget ser det, vil det gi bedre oversikt for brukerne å samle alle elementene på ett sted. Idet utsteder som ikke følger reglene om offentliggjøring av hjemstat heretter vil få hjemstat tildelt, får reglene om offentliggjøring også større betydning for utsteder. Fordi adgangen til å velge hjemstat nå også vil omfatte utsteder som faller inn under vphl. § 5-4 annet ledd nr. 3 må bestemmelsen uansett endres slik at disse inkluderes. Utvalget foreslår at reglene innarbeides i nytt sjette ledd i vphl. § 5-4.

For å sikre at alle berørte tilsynsmyndigheter opplyses om utsteders hjemstat, innføres en ny regel om at utsteder skal meddele sin hjemstat til tilsynsmyndigheten i hjemstaten, i alle vertsstater og staten der utstederen har sitt forretningskontor, dersom denne er en annen enn hjemstaten. Regelen gjelder også for utsteder som får hjemstat etter de bestemmelser som gjelder for utsteder fra EØS området. For utsteder som skal velge hjemstat, anses valget først foretatt når det er offentliggjort og meddelt alle relevante tilsynsmyndigheter. Utvalget foreslår at tilsvarende regler innarbeides i nytt sjette ledd til vphl. § 5-4, sammen med reglene om offentliggjøring.

Det må videre innføres nye regler om at utsteder som ikke har valgt hjemstat, får tildelt hjemstat uten egen medvirkning. Utvalget foreslår at bestemmelser som svarer til direktivet på dette punktet innarbeides i nytt syvende ledd til vphl. § 5-4.

For så vidt gjelder gjennomføring av endringer i prospektdirektivet, bemerker utvalget at det ikke er inntatt noen egen definisjon av hjemstat i verdipapirhandellovens regler om prospekter. Begrepet hjemstat og vertstat er ikke benyttet i vphl. kap. 7 om prospekter. Prospektdirektivets bestemmelser om hjemstat i artikkel 2 nr. 1, bokstav m, punkt (i) og (ii), anses innarbeidet i vphl. § 7-7 tredje og fjerde ledd. Endringen i prospektdirektivet medfører at utsteder fra land utenfor EØS kan velge ny hjemstat for prospekter der verdipapirene ikke lenger er opptatt til notering på norsk regulert marked, men i stedet er opptatt til notering i en eller flere andre EØS-stater. Dette gjelder utsteder av aksjer eller av gjeldsinstrumenter hvis



pålydende verdi per enhet er mindre enn 1000 euro. Tilsvarende kan Norge bli valgt som hjemstat for prospekter dersom slik utsteder velger Norge som hjemstat på grunn av opptak til notering på norsk regulert marked, jf. § 7-7 tredje ledd. Utvalget foreslår at endringen tas inn som en henvisning til relevante bestemmelser i vphl. § 5-4.

Forskriftshjemmelen i § 5-4 åttende ledd (nytt ellefte ledd) kan benyttes til å gi nødvendige overgangsregler når behovet er avklart etter at forhandlingene om innlemming av endringsdirektivet i EØS-avtalen er sluttført.

## **2.2 Andre justeringer i virkeområdet for reglene**

---

### **2.2.1 Gjeldende rett**

Verdipapirhandelloven § 5-4 sjette ledd gir bestemmelser som avgrenser virkeområdet for reglene som gjennomfører rapporteringsdirektivet i verdipapirhandelloven. Det fastslås at §§ 5-5 til 5-11 ikke gjelder for stat, regional eller lokal myndighet i stat, internasjonalt offentlig organ eller organisasjon som minst en EØS-stat er medlem i, EØS-sentralbank og Den europeiske sentralbank. §§ 5-5 til 5-11 gjelder heller ikke for utsteder som bare utsteder gjeldsinstrumenter hvis pålydende er minst 100 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, eller for utstedere av

verdipapirfond. Departementet kan i forskrift gjøre ytterligere unntak fra §§ 5-5 til 5-11, samt gi regler om lovens anvendelse for verdipapirfond. Bestemmelsen gjennomfører artikkel 8 i rapporteringsdirektivet.

### **2.2.2 EØS-rett**

I endringsdirektivet justeres artikkel 8 slik at også Det europeiske finansielle stabiliseringsfond (heretter EFSF) samt andre ordninger opprettet med mål om å bevare den økonomiske og monetære unionens økonomiske stabilitet ved å tilby midlertidig finansiell bistand til medlemsstater som har euro som sin valuta unntas fra plikten til å avgi periodisk rapportering. EFSF ble opprettet i 2010 som et midlertidig krisetiltak i eurosonen, for å yte finansiell bistand til kriserammede euroland. En permanent kriseløsningsmekanisme, den Europeiske Stabiliseringsmekanismen (heretter ESM), startet sitt arbeid i 2012. Det er denne typen innretninger det nye unntaket i artikkel 8 gjelder for.

### **2.2.3 Utvalgets vurderinger**

Utvalget foreslår at bestemmelsen i vphl. § 5-4 sjette ledd endres, slik at stabiliseringsmekanismene innlemmes i unntaket.

## Kapittel 3

# Reglene om periodisk rapportering samt enkelte andre forhold

### 3.1 Årsrapport og halvårsrapport

#### 3.1.1 Gjeldende rett

Regler som gjennomfører rapporteringsdirektivets bestemmelser om periodisk rapportering er (i hovedsak) gitt i vphl. §§ 5-5 og 5-6 med tilhørende forskrifter.

Alle utstedere av noterte omsettelige verdipapirer med Norge som hjemstat plikter å utarbeide en *årsrapport* i samsvar med vphl. § 5-5. Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivets artikkel 4. Årsrapporten skal offentliggjøres senest fire måneder etter regnskapsårets utgang. Utsteder skal sørge for at årsrapporten forblir offentlig i minst fem år.

Årsrapporten skal inneholde revidert årsregnskap og årsberetning. I tillegg skal årsrapporten inneholde en erklæring fra personene som er ansvarlige hos utstederen, om at årsregnskapet er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapsstandarder og at opplysningene i regnskapet gir et rettvise bilde av foretakets og konsernets eiendeler, gjeld, finansielle stilling og resultat som helhet. Erklæringen skal også inneholde en bekreftelse av at årsberetningen gir en rettvise oversikt over utviklingen, resultatet og stillingen til foretaket og konsernet, sammen med en beskrivelse av de mest sentrale risiko- og usikkerhetsfaktorer foretakene står overfor.

Departementet kan i forskrift fastsette regler om innhold, utarbeidelse og offentliggjøring av årsrapport og om hvem som skal regnes som ansvarlige personer etter bestemmelsen.

Videre skal utsteder utarbeide *halvårsrapport* for regnskapsårets første seks måneder, jfr. vphl. § 5-6. Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivets artikkel 5. Halvårsrapporten skal inneholde sammendrag av finansregnskap (halvårsregnskap) og halvårsberetning. Også halvårsrapporten skal inneholde erklæringer fra personene som er ansvarlige hos utstederen om at rapporteringen er avgitt etter deres beste overbevisning. Halvårsrapporten skal offentliggjøres så raskt

som mulig og senest to måneder etter regnskapsperiodens utgang. Utsteder skal sørge for at halvårsrapporten forblir offentlig i minst fem år.

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innhold, avleggelse og offentliggjøring av halvårsrapport og om ansvarlige personer.

I Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) s. 293–307 er det gitt detaljert redegjørelse for gjennomføring av rapporteringsdirektivets bestemmelser om periodisk rapportering i verdipapirhandelloven, herunder kravene til innholdet i årsrapport og halvårsrapport. For nærmere beskrivelse av gjeldende rett og bakgrunnen for denne, viser utvalget til proposisjonen.

#### 3.1.2 EØS-rett

Det gjøres ingen endringer i rapporteringsdirektivets regler om innholdet i årsrapport og halvårsrapport. Imidlertid gjøres det enkelte endringer i reglene om rapporteringsfrist, perioden rapportene skal holdes tilgjengelig og rapporteringsformat.

Når det gjelder *rapporteringsfrist*, gjøres det ingen endringer for *årsrapporten*. Her videreføres rapporteringsfristen på fire måneder.

For *halvårsrapporten* utvides rapporteringsfristen fra to til tre måneder etter rapporteringsperiodens utløp, men med mulighet for å fastsette kortere frist. Av fortalen til endringsdirektivets fremgår det at begrunnelsen for endringen er ønske om økt fleksibilitet og om å redusere de administrative byrdene for foretakene. I fortalen blir det også anført at forlengelse av perioden der utsteder kan offentliggjøre sine halvårsrapporter, forventes å medføre at små og mellomstore utsteders rapporter får mer oppmerksomhet fra markedsdeltakerne og at disse utstederne blir mer synlige. I kommisjonens rapport med tilhørende arbeidsdokument utdypes begrunnelsen ytterligere.<sup>1</sup> Her fremheves det at små og mellom-

<sup>1</sup> Se kommisjonens rapport nr. 18 på s. 6 og arbeidsdokumentet nr. 14 og 15 på s. 9

store utstedere gjennom utvidelse av tidsfristen gis mulighet til å tilpasse tidspunktet for offentliggjøring av halvårsrapport slik at det ikke faller sammen med publisering av rapporter fra større selskaper. En generell forlengelse av rapporteringsperioden kan dessuten, etter kommisjonens oppfatning, medføre at analytikere får lengre tid til å analysere rapportene og vil vie dem større oppmerksomhet.

Perioden som årsrapport og halvårsrapport skal *holdes tilgjengelig* for allmennheten forlenges fra minst fem år til minst ti år.

### 3.1.3 Utvalgets vurderinger

Etter vphl. § 5-6 første ledd skal utsteder offentliggjøre halvårsrapporten så snart som mulig og senest to måneder etter regnskapsperiodens utløp. Dette er i samsvar med gjeldende regel i rapporteringsdirektivet artikkel 5.

Endringen i rapporteringsdirektivet artikkel 5 innebærer at fristen for offentliggjøring kan utvides til tre måneder. Etter rapporteringsdirektivet artikkel 3 nr. 1, med endringene som fremgår av endringsdirektivet, kan imidlertid hjemstaten stille strengere krav til en utsteder enn de som er fastsatt i direktivet. Nasjonale myndigheter kan dermed velge å opprettholde den eksisterende kortere fristen.

Utvalget er enig i at en forlengelse av tidsfristen gir økt fleksibilitet for utstederne og at det kan lette de administrative byrdene, særlig for de minste utstederne. Utvalget er imidlertid i tvil om en forlengelse av fristen i realiteten gir små og mellomstore foretak bedre mulighet til å tilpasse offentliggjøringstidspunktet for halvårsrapporten slik at det ikke faller sammen med publiseringen av rapporter fra de større foretakene. Det kan være uheldig å holde tilbake rapporter i påvente av «riktig» tidspunkt fordi dette fort kommer i konflikt med hovedregelen som sier at utsteder plikter å offentliggjøre rapporten så snart som mulig.

På den annen side bemerker utvalget at utsteder og investorer har felles interesse i at rapporteringen oppfattes som aktuell og korrekt. Endringen i direktivet innebærer en vesentlig utvidelse av fristen, hvilket kan medføre at informasjonen oppfattes som mindre relevant, slik at rapportene får mindre betydning for prisdannelsen, og mindre oppmerksomhet fra analytikere. En forlengelse av fristen for halvårsrapportering, kombinert med avvikling av kvartalsrapporteringen vil dessuten kunne forlenge perioden mellom de periodiske rapportene ytterligere.

En forlengelse av perioden mellom rapporteringsperiodens avslutning og offentliggjøring av rapporteringen medfører også at perioden med potensielt ulik informasjonstilgang øker. I perioder med ulik informasjonstilgang øker risikoen for innsidehandel fordi informasjonen finnes tilgjengelig hos utsteder. Dette kan svekke investoren og tilliten til markedet.

Utvalget har vurdert om det vil være en konkurranseulempe for utstederne med Norge som hjemstat å beholde gjeldende tomånedersfrist. Utvalget bemerker at gjeldende tidsfrist på to måneder er godt innarbeidet i det norske markedet. Finanstilsynet har opplyst at utstederne som altoverveiende hovedregel overholder fristen. Finanstilsynet har heller ingen informasjon om at tomånedersfristen oppfattes som vanskelig å overholde. I den svenske utredningen er det lagt til grunn at tomånedersfristen bør opprettholdes i det svenske markedet. (SOU: 2014: 70 s. 184). Utvalget har etter en samlet vurdering kommet frem til at fristen på to måneder bør opprettholdes.

Endringene i rapporteringsdirektivet artikkel 4 og 5 innebærer som nevnt at utstedeers plikt til å *holde årsrapport og halvårsrapport offentlig tilgjengelig økes fra fem til ti år*. Dette er fullharmoniserte regler. Utvalget forslår at endringene tas inn i vphl. §§ 5-5 første ledd og 5-6 første ledd.

## 3.2 Kvartalsrapport

---

### 3.2.1 Gjeldende rett

Regler om *kvartalsrapportering* er hjemlet i vphl. § 5-6 siste ledd hvor det fremgår at departementet i forskrift kan fastsette krav om ytterligere delårsrapportering, inkludert delårsregnskaper og mellomliggende ledelseserklæring som nevnt i direktiv 2004/109/EF artikkel 6. I Ot.pr. nr. 34 (2006–2007) under pkt. 15.2.5 begrunner departementet valget av forskriftsregulering med at bestemmelser om kvartalsrapportering må gis som tilleggsregler til de regler som følger av direktivet og hvor det må foretas en avveining mellom kostnader og nytte. Det ble dermed lagt til grunn at regler om kvartalsrapportering burde fastsettes i forskrift slik at behovet for kvartalsrapporteringen eventuelt kunne revurderes på et senere tidspunkt.

Regler om kvartalsrapportering er gitt i verdipapirforskriften § 5-5. Bestemmelsen fastsetter at utsteder av aksjer er pliktig til å avlegge kvartalsrapport for *regnskapsårets fire kvartaler*. Rapporten skal avlegges i samsvar med krav til delårsrap-

portering i internasjonale regnskapsstandarder slik disse er gjennomført i norsk rett i henhold til regnskapsloven § 3-9. Kvartalsrapporten for andre kvartal utgjør også, med de tilleggskravene som stilles til halvårsrapportering etter vphl. § 5-6, utsteders halvårsrapport.

Utstedere av aksjer er dermed underlagt krav om fem periodiske, finansielle rapporter gjennom året, nærmere bestemt årsrapport, halvårsrapport for de første seks månedene (som samtidig er kvartalsrapport for Q2) og kvartalsrapporter for Q1, Q3 og Q4. Kvartalsrapporten skal offentliggjøres så raskt som mulig og senest to måneder etter kvartalsperiodens utgang.

### 3.2.2 EØS-rett

Rapporteringsdirektivet artikkel 3 nr. 1 endres, slik at medlemsstater i sin nasjonale lovgivning som hovedregel ikke lenger kan stille krav om offentliggjøring av periodisk finansiell informasjon oftere enn i årsrapporter og halvårsrapporter. Det er visse unntak fra dette utgangspunktet.

I fortalen til endringsdirektivet belyses bakgrunnen for endringene. Det fremheves at den administrative byrden forbundet med forpliktelsene som er knyttet til opptak til notering på et regulert marked, bør reduseres for små og mellomstore utstedere for å forbedre deres tilgang til kapital. Det påpekes at plikten til å offentliggjøre delårs- og kvartalsrapporter utgjør en betydelig byrde for mange små og mellomstore utstedere, uten at dette er nødvendig for investorvernet.

Fortalen fremhever videre at en plikt til å rapportere oftere kan oppmuntre til å legge vekt på kortsiktige resultater heller enn på langsiktige investeringer. Det uttales at det er viktig å redusere det kortsiktige presset på utstedere og stimulere investorer til å ha et mer langsiktig perspektiv for å oppnå bærekraftig verdiskapning og langsiktige investeringsstrategier.

I kommisjonens «impact assessment» til direktivet utdypes dette ytterligere.<sup>2</sup> Her heter det at det ikke anses hensiktsmessig å legge til rette for et tosporet system der bare små og mellomstore utstedere fritas fra kravet om kvartalsrapportering. Dette vil etter kommisjonens syn lede til et uheldig regime med ulik standard for utstedere i det samme markedet. Etter kommisjonens syn, er den beste løsningen således å legge til rette for at alle utstedere får mulighet til å redusere sine kostnader når rapporteringsbyrden minker. Kommisjonen fremhever at investorbeskyttelsen uansett

er ivarettatt av kravene til årsrapport og halvårsrapport samt de krav om offentliggjøring som følger av markedsmisbruksdirektivet og prospektivediktivet.

Ny artikkel 3 nr. 1, bokstav a, gir mulighet for regler om ytterligere rapportering. Bestemmelsen åpner for at hjemstatene likevel kan kreve at utstedere offentliggjør ytterligere periodisk finansiell informasjon oftere enn årsrapport og halvårsrapport når følgende vilkår er oppfylt:

- Den ytterligere periodiske finansielle informasjonen utgjør ikke en urimelig finansiell byrde i den berørte medlemsstat, særlig ikke for berørte små og mellomstore utstedere, og
- innholdet i den ytterligere periodiske finansielle informasjonen som kreves, står i et rimelig forhold til faktorene som bidrar til investeringsbeslutninger hos investorer i den berørte medlemsstat.

Før medlemsstatene treffer beslutning om å kreve at utstedere offentliggjør ytterligere periodisk finansiell informasjon, skal de vurdere både om slike tilleggskrav kan føre til at det legges for stor vekt på utstedernes kortsiktige resultater, og om de kan ha negativ innvirkning på små og mellomstore utsteders mulighet til å få tilgang til de regulerte markedene.

Bestemmelsen gjør ingen innskrenkninger i medlemsstatenes mulighet til å kreve at utstedere som er finansinstitusjoner offentliggjør ytterligere periodisk finansiell informasjon. Medlemslandene står således fritt til å opprettholde nasjonal lovgivning som krever kvartalsrapportering for disse institusjonene.

I fortalen til endringsdirektivet understrekes det også at bestemmelsen ikke er til hinder for at *regulerte markeder* krever at utstedere av verdipapirer som er opptatt til notering, offentliggjør ytterligere periodisk finansiell informasjon i alle eller noen av dette markedets segmenter.

### 3.2.3 Utvalgets vurderinger

#### 3.2.3.1 Kvartalsrapportering generelt

Endringsdirektivets regel om at medlemslandene ikke kan stille krav om at utstederne skal offentliggjøre periodisk finansiell informasjon oftere enn i årsrapporter og halvårsrapporter er en fullharmoniseringsregel, men med et unntak som gir adgang til å kreve hyppigere rapportering dersom nærmere bestemte vilkår er tilstede.

Utvalget bemerker at ordlyden i unntaket fremstår som relativt uklar. Hva som kan anses

<sup>2</sup> Se COM (2011) 683 punkt 2.2. Impact assessment

som en urimelig finansiell byrde for utsteder målt mot oppnådd informasjonsverdi for investorene, lar seg ikke uten videre fastslå. Anvendelsesområdet for unntaket er ikke presisert eller drøftet i hverken fortalen til direktivet eller kommisjonens ulike redegjørelser for forslaget. Utvalget bemerker således at det er usikkert hvor omfattende unntak nasjonale myndigheter kan lovfeste ut fra nasjonale forhold.

Utvalget legger til grunn at dagens regler om kvartalsrapportering ikke kan opprettholdes. Et minstevilkår for å kunne gjennomføre særskilt regulering må således være at det kan påvises konkrete behov, ut over de som foreligger generelt i alle markeder. At kvartalsrapportering er godt innarbeidet praksis i det nasjonale markedet, vil ikke være et tilstrekkelig grunnlag for å unnlate å gjennomføre direktivets hovedregel.

Utvalget bemerker likevel at kravet om kvartalsrapportering for utstedere av aksjer fantes i norsk rett lenge før rapporteringsdirektivet ble gjennomført. Kvartalsrapportering er således vel innarbeidet i det norske markedet og det er ingen tvil om at investorene i det norske markedet etter spør og benytter kvartalsrapporteringen aktivt. Opphevelse av kravet om kvartalsrapportering innebærer en vesentlig omlegging av reglene om informasjon til markedsaktørene som kan ha uheldige virkninger. Avskaffelse av kvartalsrapporteringen kan således øke sjansen for at det foreligger relevant informasjon i foretaket som markedet ikke får tilgang til. Dette kan øke sjansen for selektiv informasjonsdeling fra foretaket og for handel på innsideinformasjon, hvilket kan skade tilliten til markedet.

Samtidig viser utvalget til at det også i det norske markedet vil være en fordel å få ned kostnadene knyttet til notering på regulert marked, samt å motvirke kortsiktighet hos investorene. Utvalget påpeker også at investorene løpende vil få informasjon fra foretakene utenom kvartalsrapporteringen. Innsideinformasjon skal som hovedregel offentliggjøres umiddelbart. Reglene om løpende informasjonsplikt, flaggereglene, meldepliktreglene og prospektreglene bidrar alle til at investorene løpende oppdateres om viktige hendelser hos utsteder, selv om informasjon om enkeltstående hendelser kan være vanskelig å sette inn i en sammenheng som gir overblikk over selskapet på samme måte som den periodiske rapporteringen.

De regulerte markedene vil også fortsatt kunne kreve ytterligere finansiell rapportering, enten for hele eller for utvalgte segmenter av utstederne på markedsplassen. En løsning der de

ulike regulerte markedene selv tilpasser kravene til ytterligere rapportering etter de utstederne og investorene markedet henvender seg til, kan bidra til fleksibilitet og løsninger tilpasset det enkelte markedets særtrekk og behov. Der markedsplassen selv fastsetter regelverket, vil kravet til klarhet og forutberegnelighet for markedsaktørene være oppfylt. Markedsplassen vil dessuten ha ansvar for å påse at utsteder oppfyller kravene som er satt til rapporteringen. I den grad slik ytterligere rapporteringen ikke vil være å anse som finansiell rapportering etter vphl. § 15-1 tredje ledd og verdipapirforskriften § 13-3, og dermed faller utenfor Finanstilsynets tilsynsområde, vil markedsplassens ansvar for oppfølging av egne regler gi tilstrekkelig sikkerhet for kvaliteten på rapporteringen.

Utvalget bemerker at de fleste medlemslandene har valgt å legge seg på direktivets minimumsnivå, herunder Sverige.<sup>3</sup> Å innføre strengere krav enn direktivet krever, kan dermed gi en konkurranseulempe for norske utstedere og regulerte markeder. Som utgangspunkt bør det således foreligge gode grunner for ytterligere rapportering kreves.

Med dette som utgangspunkt, har utvalget vurdert om det kan, og i så fall om det bør, opprettholdes et *generelt krav om kvartalsrapportering for alle utstedere av aksjer, men med et mer begrenset innhold* enn det som følger dagens regler. Et slikt krav må i så fall kunne begrunnes ut fra vilkårene i endringsdirektivets unntaksbestemmelse. For å ha noen praktisk verdi, må imidlertid en kvartalsrapport inneholde tilstrekkelige opplysninger om utsteders resultater og drift til at rapporten kan sammenlignes med øvrig rapportering fra foretaket. Utvalget antar at dette vanskelig kan oppnås uten relativt omfattende finansiell rapportering, som fort vil komme i konflikt med direktivet. Utvalget bemerker videre at det er grunn til å tro at mange utstedere vil fortsette å rapportere kvartalsvis etter IAS 34 på frivillig basis. Det vil kunne skape forvirring å gjennomføre lovfestede krav om kvartalsrapportering som avviker fra standarden.

Utvalget har i tillegg vurdert om kvartalsrapporteringen bør opprettholdes *for enkelte markeder eller for grupper av foretak*. En nærliggende løsning ville i så fall være å skille mellom *små og store foretak*. Spørsmålet ble vurdert i forbindelse med utarbeidelsen av endringsdirektivet. I Kommisjonens «impact assessment» heter det:

<sup>3</sup> Ifølge SOU 2014:70 pkt. 6.2.2 har kun Bulgaria, Hellas, Litauen, Latvia og Romania krav om kvartalsrapportering

«Introducing differentiated disclosure regimes for companies listed on a regulated market according to their size was considered undesirable as such a regime would introduce double standards for the same market segment and would therefore be confusing for investors.»<sup>4</sup>

På denne bakgrunn legger utvalget til grunn at krav om kvartalsrapportering for store foretak vanskelig lar seg forene med direktivet. Utvalget bemerker i tillegg at et skille mellom store og små foretak vil medføre vanskelige grenseoppganger og komplisere regelverket. Hertil kommer at mange av de største foretakene trolig vil opprettholde kvartalsrapportering på frivillig basis. Verdien av å gjennomføre regulering kan dermed være begrenset.

Endelig har utvalget vurdert om det bør opprettholdes krav om kvartalsrapportering for *særskilte bransjer eller segmenter av foretak*. Utvalget antar at kvartalsrapportering som er begrunnet i særskilte behov innenfor enkelte markeder eller markedssegmenter, lettere vil kunne la seg begrunne ut fra unntaksbestemmelsen. Det er imidlertid ikke umiddelbart enkelt å identifisere hvilke grupper av utstedere eller markeder som peker seg ut. Slik utvalget ser det, vil innføring av et krav om kvartalsrapportering for enkelte markeder eller markedssegmenter før en har vunnet erfaring med opphevelsen av det generelle kravet til kvartalsrapportering, ikke være hensiktsmessig. Utvalget bemerker imidlertid at det kan oppstå situasjoner hvor markedsmessige eller bransjespesifikke forhold tilsier at kvartalsrapportering bør kunne gjennomføres for enkelte markeder eller markedssegmenter.

For å kunne innføre kvartalsrapportering på de vilkår som unntaksbestemmelsen i endringsdirektivet stiller, foreslår utvalget å erstatte dagens forskriftshjemmel i vphl. § 5-6 siste ledd med en hjemmel til å innføre regler om ytterligere delårsrapportering på de vilkår rapporteringsdirektivet fastsetter.

Utvalget foreslår samtidig å oppheve dagens hjemmel til å fastsette forskrifter om mellomliggende ledelseserklæringer som nevnt i rapporteringsdirektivet artikkel 6. Bestemmelsen om slike erklæringer er opphevet i direktivet, og muligheten til forskriftsregulering er aldri benyttet i norsk rett.

### 3.2.3.2 Kvartalsrapportering fra finansinstitusjoner

Som nevnt i punkt 3.2.2 medfører endringsdirektivet ingen innskrenkninger i nasjonale myndigheters adgang til å gi ytterligere regler om periodisk finansiell rapportering for finansinstitusjoner. Her står nasjonale myndigheter fritt til å opprettholde dagens regler. I norsk rett er det gitt særskilte regler om plikt til å utarbeide delårsregnskap for banker og forsikringsselskaper. Forskrift 16. desember 1998 nr. 1240 om årsregnskap for banker, finansieringsforetak og morselskap for slike fastslår i § 9-1 at det skal utarbeides delårsregnskap for hvert kvartal. For morselskap består delårsregnskapet av selskapsregnskap og konsernregnskap. Kravet om kvartalsrapportering er ikke knyttet til om institusjonens verdipapirer er tatt opp til notering på regulert marked, men de som ikke har noterte verdipapirer kan unnlate å utarbeide kvartalsrapport for fjerde kvartal.

Forsikringsselskaper er underlagt identiske regler, se forskrift 16. desember 1998 nr. 1241 om årsregnskap for forsikringsselskaper § 6-1. Delårsregnskapet skal etter begge regelverk offentliggjøres på institusjonens hjemmeside og skal holdes offentlig i fem år. Bestemmelsene er hjemlet i regnskapsloven, og ikke i verdipapirhandelloven med bakgrunn i rapporteringsdirektivet.

Ut fra den store samfunnsmessige betydning banker og forsikringsselskaper representerer, kan utvalget ikke se at det er urimelig at det stilles krav om mer omfattende delårsrapportering for disse institusjonene enn for andre utstedere. En rekke markedsaktører er avhengig av utviklingen i disse institusjonene, ikke bare investorer og andre aktører i verdipapirmarkedet, men låntakere, innskytere, forsikringstakere, samt representanter for disse gruppene, for eksempel forbrukerorganisasjoner. En rekke aktører har dermed sterk interesse av å følge utviklingen i slike institusjoner tett. Utvalget legger til grunn at forsikringsselskaper og banker uansett vil måtte produsere finansiell informasjon i forbindelse med myndighetsrapporteringen. Å utarbeide kvartalsrapporter vil dermed neppe utgjøre noen stor belastning for disse utstederne.

Fordi kvartalsrapporter uansett skal utarbeides etter forskrifter gitt i medhold av regnskapsloven, får det liten betydning for finansinstitusjonenes plikt til å utarbeide kvartalsrapporter at plikten etter verdipapirhandelloven faller bort. Offentliggjøring av opplysningene vil skje etter forskriftene hjemlet i regnskapsloven.

Utvalget kan derfor ikke se at det er behov for å utarbeide egne regler i verdipapirhandelloven

<sup>4</sup> Se COM (2011) 683 punkt 2.2

om kvartalsrapportering for finansinstitusjoner på det nåværende tidspunkt. Av den grunn bør ikke regelverket utvides og kompliseres ytterligere. Dersom det skulle skje endringer i forskriftene som i dag fastsetter kvartalsrapportering for finansinstitusjonene, vil kvartalsrapportering kunne innføres i medhold av forskriftshjemmelen i verdipapirhandelloven § 5-6, som utvalget foreslår å opprettholde med enkelte justeringer, se pkt 3.2.3.1.

### 3.2.3.3 Særskilt om frivillig rapportering

Selv om den lovpålagte plikten til å rapportere kvartalsvis faller bort, kan utstederne *velge* å rapportere. Utvalget antar at mange utstedere vil opprettholde kvartalsrapporteringen på frivillig grunnlag fordi markedsdeltakerne vil etterspørre informasjonen.

Et spørsmål som reiser seg er dermed *om det bør stilles krav til kvartalsrapporter som avgis på frivillig basis, selv om plikten til å avgi kvartalsrapporter faller bort*. Dersom utsteder *velger* å offentliggjøre en delårsrapport etter internasjonale standarder for finansiell rapportering får IAS 34, eller andre tilsvarende regnskapsprinsipper, anvendelse. Formålet med standarden er å foreskrive minstekrav til innholdet i en delårsrapport samt innregnings- og målingsprinsipper, slik at markedsaktørene lettere kan forstå utsteders stilling. Slike rapporter vil utgjøre en del av utsteders finansielle rapportering og vil være underlagt Finanstilsynets tilsyn etter vphl. § 15-1 tredje ledd.

IAS 34 inneholder ikke regler om offentliggjøring, lagring og rapporteringstidspunkt. Et spørsmål er dermed om foretak som *velger* å rapportere kvartalsvis etter standarden, fortsatt skal måtte gjøre dette innenfor faste rammer. Utvalget finner det imidlertid ikke naturlig å gi detaljerte regler om rapportering som utsteder gir på frivillig basis. Det legges til grunn at utsteder uansett vil måtte sørge for at rapporteringen offentliggjøres innenfor tilsvarende tidsrammer for å ha noen verdi for markedsaktørene. IAS 34 § 1 siste setning anbefaler rapportering innen 60 dager.

Uten et lovhjemlet krav om kvartalsrapportering vil imidlertid også *kravet* til å rapportere etter IAS 34, eller tilsvarende regnskapsprinsipper, falle bort. En konsekvens av dette er at utstedere vil kunne *velge* å fortsette å gi en form for rapport kvartalsvis, men gi rapportene et annet innhold enn etter dagens regler. I den grad utsteder *velger* en slik løsning, vil det kunne oppstå uklarhet om hvilken type informasjon rapporten representerer. Dette vil kunne bidra til å skape en mindre over-

siktig situasjon for markedsaktørene. I den grad utsteder avlegger rapporter som ikke avgis i henhold til fastsatte regnskapsstandarder, bør det fremgå tydelig av rapporteringen at dette ikke er en delårsrapport som følger regnskapsmessige prinsipper, for å unngå uklarhet om hvilken type informasjon rapporten representerer.

Utvalget har vurdert om hensynet til forutberegnelighet og klarhet for investorene og til ordnede forhold i markedet, tilsier at det bør opprettholdes forskriftsfestede innholdskrav til rapporteringen i alle tilfeller der utsteder *velger å rapportere kvartalsvis*. Et krav om at frivillig rapportering skal avlegges i medhold av IAS 34 eller tilsvarende regnskapsprinsipper fremstår imidlertid som relativt vidtrekkende når *plikten* til å rapportere kvartalsvis oppheves. Utvalget legger til grunn at formålet med å avvikle kvartalsrapporteringen er å lette byrdene for de noterte foretakene og legge til rette for mer «skreddersøm». Utvalget foreslår på denne bakgrunn ikke å introdusere innholdskrav eller tidsfrister for frivillig rapportering, før en har vunnet erfaring med opphevelse av den generelle plikten til å avgi kvartalsrapportering. Utvalget foreslår dermed å oppheve verdipapirforskriften § 5-5. Utvalget foreslår imidlertid å opprettholde forskriftshjemler som kan brukes til å gi innholdskrav for frivillig rapportering, dersom utviklingen tilsier at det er nødvendig for å skape forutberegnelighet og klarhet i markedet.

Hvorvidt slike rapporter vil være omfattet av Finanstilsynets kontroll med finansiell rapportering etter verdipapirhandelloven § 15-1 tredje ledd, beror på om rapporten kan betraktes som «annen finansiell rapportering». I verdipapirforskriften § 13-3 er det gitt nærmere regler om hva som skal regnes som finansiell rapportering. Her fremgår det at finansiell rapportering vil være årsregnskap, delårsregnskap og proforma tall og tilsvarende oppstillinger med tilleggsopplysninger i prospekter. Det vil bero på en konkret vurdering av det faktiske innholdet i informasjonen om den faller inn under reglene.

## 3.3 Nye regler om rapporteringsformat

### 3.3.1 Gjeldende rett

Det fremgår av vphl. § 5-12 første ledd at opplysninger som utsteder skal offentliggjøre etter bestemmelsen, samtidig som de offentliggjøres, skal sendes elektronisk til vedkommende regulerte marked. Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 21 første og annet

ledd. Det foreligger i dag ingen regler om rapporteringsformat. Opplysningene sendes til vedkommende regulerte marked (i praksis Oslo Børs) som er utpekt som offisiell lagringsmekanisme i det norske markedet, se nærmere under kapittel fem.

### 3.3.2 EØS-rett

I ny artikkel 4 nr. 7 innføres det et krav om at årsrapporten innen 1. januar 2020 skal utarbeides i et format som tillater enhetlig elektronisk rapportering. I fortalen til bestemmelsen fremheves det at et harmonisert elektronisk format for rapportering vil være fordelaktig for utstedere, investorer og for tilsynsmyndighetene, ettersom det vil forenkle rapporteringen og gjøre det lettere å få tilgang til, analysere og sammenligne årsrapporter.

Forutsetningen for gjennomføring av bestemmelsen er at den felleseuropeiske tilsynsmyndigheten European Securities and Markets Authority (heretter ESMA) utarbeider nærmere regler (såkalte tekniske standarder) for å angi det elektroniske rapporteringsformatet. ESMA skal ifølge fortalen vurdere nåværende og fremtidige teknologiske alternativer, som eXtensible Business Reporting Language (XBRL). ESMA skal samarbeide med Den europeiske banktilsynsmyndighet (EBA) og Den europeiske myndighet for forsikring og tjenestepensjoner (EIOPA) om å finne formater som skal benyttes til elektronisk rapportering.

### 3.3.3 Utvalgets forslag

Utvalget bemerker at det vil gjennomføres fullharmoniserte krav til rapporteringsformat for årsrapporter når ESMA har utarbeidet forslag til tekniske standarder og kommisjonen har vedtatt disse. Utvalget legger til grunn at dette er tekniske regler som kan innføres i forskrift. Utvalget foreslår at vphl. § 5-5 siste ledd endres slik at forskrifter kan utarbeides i medhold av denne bestemmelsen.

## 3.4 Rapportering om betaling til myndigheter (land-for-landrapportering)

Som nevnt under pkt. 1.2, stiller den nye bestemmelsen i rapporteringsdirektivet artikkel 6 krav om at utstedere av noterte finansielle instrumenter skal rapportere om sine betalinger til myndig-

heter, såkalt «land-for-landrapportering» (LLR). LLR skal utarbeides i tråd med kravene i det konsoliderte regnskapsdirektivet kapittel 10.<sup>5</sup>

Ved lov 13. desember 2013 nr. 123 ble krav til LLR som svarer til det konsoliderte regnskapsdirektivet kap. 10 gjennomført i norsk rett ved nye bestemmelser i regnskapsloven § 3-3d og verdipapirhandelloven § 5-5a. Finansdepartementet fastsatte ved forskrift 20. desember 2013 nr. 1682 mer detaljerte regler om land-for-landrapportering til utfylling av reglene i regnskapsloven § 3-3d og vphl. § 5-5a.

Bestemmelsen i § 5-5a første ledd fastslår at utstedere av noterte verdipapirer som driver virksomhet innen utvinningsindustrien og skogsdrift i ikke-beplantet skog, skal utarbeide og offentliggjøre en årlig rapport om betalinger til myndigheter knyttet til slik virksomhet. Rapporten skal avgis som en egen rapport som er separat fra foretakenes årsregnskap. Rapporteringspliktige utstedere pålegges etter tredje punktum å gi opplysninger i foretakets årsberetning om hvor rapporten er offentliggjort.

Bestemmelsens annet ledd pålegger ansvarlige personer hos utstederen å bekrefte at rapport etter § 5-5a er utarbeidet i samsvar med kravene i lovbestemmelsen med tilhørende forskrift.

I bestemmelsens tredje ledd er det gitt unntak fra plikten til å utarbeide rapport etter første ledd for utstedere som har utarbeidet en årlig rapport etter tilsvarende utenlandsk regelverk. Videre gis det unntak når utsteders betalinger til myndigheter er inntatt i morforetakets årlige konsernrapport med opplysninger om konsernets betalinger til myndigheter utarbeidet etter norske LLR-regler eller tilsvarende utenlandsk regelverk. Med «tilsvarende utenlandsk regelverk» er det i første rekke siktet til nasjonale LLR-krav i samsvar med direktiv 2013/34/EU, samt regler i tredjeland som etter en eventuell innlemmelse i EØS-avtalen av EU-kommisjonens beslutning, er ansett ekvivalente med reglene i direktiv 2013/34/EU.

Endringen i vphl. § 5-12 annet ledd medfører at rapporteringspliktige utstedere skal sende inn rapport om betalinger til myndigheter til Finanstilsynet. Paragraf 5-13 tredje ledd fastslår at opplysningene i rapporten ikke må gis på norsk.

Verdipapirhandelloven § 5-5a oppfylder langt på vei kravene som følger av rapporteringsdirektivet art. 6. Imidlertid stiller den nye bestemmelsen krav om at land-for-landrapporten skal gjøres offentlig tilgjengelig i minst 10 år. Dette kravet er

<sup>5</sup> Direktiv 2013/34/EU



ikke reflektert i vphl. § 5-5a og bør etter utvalgets syn innarbeides for å sikre tilfredsstillende gjennomføring av rapporteringsdirektivet i norsk rett.

Spørsmålet om offentliggjøring ble vurdert av departementet i forbindelse med gjennomføring av LLR rapportering etter regnskapsloven. I Prop. 1 LS (2012–2013) under punkt 20.11.3 uttaler departementet:

«Etter departementets syn er offentliggjøring av LLR-rapporten i Regnskapsregisteret og i informasjonssystemet til Oslo Børs ikke tilstrekkelig for å ivareta formålet med LLR-rapporteringen. Som vist i punkt 20.5.3, er hovedformålet med LLR å bidra til økt åpenhet om virksomheten til foretak som driver med uttak av ikke-fornybare naturressurser, for på denne måten å ansvarliggjøre myndighetene for forvaltningen av inntekter fra landets naturressurser. Departementet kan vanskelig se at innsendelse av LLR-rapport til Regnskapsregisteret og Oslo Børs' informasjonssystem, i tråd med reglene i regnskapsloven og verdipapirhandelloven, vil ivareta formålet med LLR. Dette er informasjonskanaler som er vanskelig tilgjengelig for befolkningen i de aktuelle landene hvor foretakene opererer. Departementet slutter seg derfor til arbeidsgruppens vurdering om at formålet med LLR tilsier at LLR-rapporten offentliggjøres på foretakets hjemmeside på internett. Etter departementets vurdering vil dette innebære minimalt med kostnader for foretakene, samtidig som rapporten blir atskilning mer tilgjengelig for allmenheten. Arbeidsgruppen har lagt til grunn at kravet til offentliggjøring på foretakenes hjemmeside skal gjelde generelt, uavhengig av om rapporteringsplikten er hjemlet i regnskapsloven eller verdipapirhandelloven. Departementet slutter seg til dette.»

Uttalelsen i proposisjonen ble imidlertid ikke fulgt opp med forslag til regler på området. Utvalget er enig med departementet i at offentliggjøring på utsteders hjemmeside vil innebære minimalt med kostnader for utsteder, samtidig som formålet med rapporteringen ivaretas på en langt bedre måte. Kombinert med en regel om plikt til å holde rapporteringen tilgjengelig i ti år, vil en slik regel ivareta at rapporteringsdirektivet artikkel 6 er gjennomført i norsk rett.

Utvalget bemerker at de overordnede kravene til offentliggjøring av opplysninger fremgår av verdipapirhandelloven § 5-12. I tillegg er det gitt for-

skriftshjemmel i bestemmelsens siste ledd hvor det fremgår at departementet kan fastsette nærmere regler om offentliggjøring og oppbevaring av opplysninger, «herunder at offentliggjøring og oppbevaring skal skje på annen måte enn angitt i bestemmelsen her». Nærmere regler om offentliggjøring er fra før gitt i verdipapirforskriften § 5-9. Her er det blant annet gitt regler om hvordan offentliggjøring av års- og delårsrapporter skal foretas. Utvalget anser at en regel om metode for offentliggjøring av opplysninger etter vphl. § 5-5a systematisk hører hjemme her.

Utvalget foreslår imidlertid at en bestemmelse som pålegger utsteder å holde opplysningene tilgjengelig i 10 år, skal fremgå som et tillegg til vphl. § 5-5a. På denne måten følges mønsteret som fra før er lagt for hvilke regler som skal fremgå av loven og hvilke som kan fremgå av forskrift i vphl. §§ 5-5 og 5-6. I begge bestemmelsene er tidsperioden utsteder er pliktig til å holde opplysningene offentlige innarbeidet i lovbestemmelsen.

Utvalget viser videre til at endringsdirektivet artikkel 28a stiller krav om tilfredsstillende tilsyns- og sanksjonsbestemmelser ved brudd på rapporteringsdirektivets regler om LLR rapportering. Disse reglene er ikke innarbeidet i verdipapirhandelloven. Utvalget viser her til kapittel 6 og 7 i utredningen.

### **3.5 Endringer i reglene om opplysninger om lån og vedtekter**

#### **3.5.1 Gjeldende rett**

Verdipapirhandelloven § 5-8 fjerde ledd fastslår at utstedere som har sine omsettelige verdipapirer tatt opp til handel på regulert marked, straks skal offentliggjøre utstedelsen av nye lån, herunder garantier eller sikkerhet som er stilt for slike lån. Bestemmelsen ble innført for å gjennomføre rapporteringsdirektivet artikkel 16 nr. 3. Bestemmelsen hadde ikke noe motstykke i norsk rett før rapporteringsdirektivet.

Verdipapirhandelloven § 5-8 sjette ledd fastslår at utsteder som har til hensikt å endre sine vedtekter skal sende forslag om endringer til Finanstilsynet og vedkommende regulerte marked. Bestemmelsen ble innført fordi det ble ansett nødvendig for å gjennomføre rapporteringsdirektivet artikkel 19 nr. 1 annet ledd. I forarbeidene blir det understreket at forslagene til vedtektsendringer kun skal sendes til orientering uten at det skal skje noen vurdering eller annen oppfølging.

### 3.5.2 EØS-rett

Endringsdirektivet opphever rapporteringsdirektivet artikkel 16 nr. 3 om offentliggjøring av lån og artikkel 19 nr. 1 om innsending av vedtekter. For så vidt gjelder artikkel 16 nr. 3, fremhever fortalet at bestemmelsen har ført til mange praktiske problemer og at anvendelsen av bestemmelsen har vist seg å være komplisert. I tillegg fremheves det at opplysningene som kreves gir liten nytteverdi for investor ved siden av opplysningene som kreves etter markedsmisbruksdirektivet. For så vidt gjelder artikkel 19 nr. 1 annet ledd bemerker fortalet at bestemmelsen kan bidra til å skape forvirring om tilsynsmyndighetenes rolle. For begge

bestemmelser fremhever fortalet at de representerer en unødvendig administrativ byrde for utsteder.

### 3.5.3 Utvalgets vurderinger

Utvalget bemerker at verdipapirhandelloven § 5-8 fjerde og sjette ledd utelukkende kom inn i det norske regelverket for å gjennomføre korresponderende direktivbestemmelser. Ingen av bestemmelsene har vist seg å være nyttige i praksis. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at bestemmelsene oppheves i tråd med endringene i direktivet.

## Kapittel 4

# Flaggeplikt

### 4.1 Innledning

---

Verdipapirhandelloven §§ 4-1, 4-3 og 4-4 og verdipapirforskriften §§ 4-1 til 4-7 regulerer plikten til å flagge endringer i innehav av større aksjeposter, rettigheter til aksjer og stemmeretter i utstedere med aksjer tatt opp til handel på regulert marked. Reglene gjennomfører rapporteringsdirektivets bestemmelser i artikkel 9 til 15 om flagging, samt utfyllende regler gitt i kommisjonsdirektivet 2007/14/EC, artikkel 8 til 11.

Virkeområdet for bestemmelsene om flaggeplikt følger av vphl. § 4-1. Bestemmelsene gjelder for aksjer tatt opp til handel på regulert marked i en utsteder med Norge som hjemstat. Norge skal anses som hjemstat for utsteder som nevnt i vphl. § 5-4 annet til fjerde ledd. Der Norge er vertsstat for en utsteder, gjelder hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder forholdene regulert i lovens kap. 4.

Verdipapirhandelloven § 4-3 første ledd fastslår at det skal sendes melding til Finanstilsynet, eller den Finanstilsynet utpeker, hvis en aksjeiers eller annen persons andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer når opp til, overstiger eller faller under 5 prosent, 10 prosent, 15 prosent, 20 prosent, 25 prosent, 1/3, 50 prosent, 2/3 og 90 prosent av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene som følge av erverv, avhendelse eller annen omstendighet. Mottak av flaggemeldinger og offentliggjøring av disse er ved forskrift delegert til regulert marked der aksjene er tatt opp til handel. For tiden er det bare Oslo Børs som tar opp aksjer til notering som regulert marked i Norge. Krav til melding følger av vphl. § 4-4 annet ledd, jf. verdipapirforskriften § 4-1.

Et sentralt hensyn bak flaggereglene er å gi markedet informasjon om vesentlige eierendringer i foretak notert på regulert marked, som skal gjøre investorer i stand til å fatte velfunderte investeringsbeslutninger. Flaggemeldinger kan også gi viktig informasjon i markedsovervåkingssaker.

Endringsdirektivet gjør enkelte endringer i rapporteringsdirektivet. Blant annet utvides flaggeplikten til å gjelde flere finansielle instrumenter. Som følge av dette er det også fastsatt nye bestemmelser for beregning av flaggepliktig beholdning. Etter endringsdirektivet skal det utarbeides tekniske reguleringsstandarder vedrørende reglene om flagging på enkelte områder. Disse er fastsatt gjennom kommisjonsforordning 2015/761/EU. I tillegg er det gjort enkelte endringer knyttet til unntakene for flaggeplikt, samt mindre endringer i kommisjonsdirektiv 2007/14/EC.

I tillegg til tekniske reguleringsstandarder skal ESMA etter direktivet utarbeide en veiledende liste over finansielle instrumenter som er omfattet av reglene om flagging. ESMA offentliggjorde en særskilt rapport i forbindelse med at utkast til tekniske reguleringsstandarder og veiledende liste ble utarbeidet – «Final report on draft Regulatory Technical Standards on major shareholdings and an indicative list of financial instruments subject to notification requirements under the revised Transparency Directive, 29 September 2014, 2014/1187». I denne rapporten har ESMA blant annet gitt uttrykk for sin forståelse av enkelte bestemmelser i direktivet.

### 4.2 Nasjonale valgmuligheter etter endringsdirektivet

---

Utgangspunktet etter rapporteringsdirektivet artikkel 3 har vært at hjemstaten skal kunne stille strengere krav til den flaggepliktige enn reglene i direktivet. Endringsdirektivet er et fullharmoniseringsdirektiv med hensyn til flagging, slik at muligheten til å gi strengere regler for hvert enkelt medlemsland snevres inn. Det er likevel gitt begrensede valgmuligheter knyttet til enkelte bestemmelser om flagging. Etter den nye bestemmelsen i direktivet artikkel 3 nr. 1a, fjerde ledd, kan hjemstaten ikke stille strengere krav til en

flaggepliktig som er nevnt i artikkel 10 eller 13, unntatt når:

- det fastsettes lavere eller ytterligere terskler for melding enn dem som er fastsatt i artikkel 9 nr. 1, og det kreves tilsvarende meldinger for terskler basert på kapitalinnhav,
- det anvendes strengere krav enn dem som er nevnt i artikkel 12 (regulerer innholdet i flaggemeldinger, hvordan det skal flagges og særlige konsolideringsunntak), eller
- det anvendes lover eller forskrifter vedtatt i forbindelse med overtakelsestilbud, fusjonstransaksjoner og andre transaksjoner som påvirker eierskapet til eller kontrollen over selskaper som er underlagt tilsynsmyndigheter.

Fortalen til endringsdirektivet punkt 12 fremhever at en harmonisert ordning for flaggeplikt vil «forbedre rettssikkerheten, øke innsynet og redusere den administrative byrden for investorer som driver virksomhet over landegrensene».

Norge har gjennomført strengere flagge-regler enn direktivet legger opp til. Det gjelder blant annet en ytterligere flaggeterskel på 90 prosent (som samsvarer med terskel for tvangsinnløsning) og en kortere tidsfrist for flagging («straks»). Ny artikkel 3 i direktivet medfører ikke behov for endring av disse bestemmelsene. Det vil likevel være hensiktsmessig å vurdere reglene i lys av erfaring med dagens regelverk og en noe endret tekst i ny artikkel 12 nr. 2 som omhandler frist for flagging. Det vises til nærmere omtale av frist for flagging i punkt 4.9 nedenfor. Det vil også, slik som før, foreligge en mulighet til å legge opp til strengere regler for innhold av melding om flagging etter direktivet artikkel 12 nr. 1.

Som en konsekvens av det nye kravet om fullharmonisering, er det elementer i norsk rett som må vurderes på nytt og endres der kravene avviker fra det som følger av direktivet. Dette gjelder særlig gjennomføringen av konsolideringsreglene i artikkel 10, men vil også kreve en gjennomgang av øvrige bestemmelser som gjennomfører artikkel 10. Det vises til nærmere omtale av artikkel 10 i punkt 4.8 nedenfor. Videre krever fullharmonisering av direktivet visse øvrige endringer, herunder at gjeldende flaggeplikt for rettigheter til å kreve aksjer utstedt oppheves for å være i samsvar med artikkel 13 nr. 1, se punkt 4.3 nedenfor. Det innføres flaggeplikt både for utlåner og låntaker i forbindelse med lån av finansielle instrumenter, se punkt 4.4 nedenfor.

## 4.3 Nye finansielle instrumenter omfattet av flaggeplikten

### 4.3.1 Gjeldende rett

Etter norsk rett gjelder det flaggeplikt for aksjer, depotbevis, konvertible obligasjoner, egenkapitalbevis, terminer og rettigheter til aksjer. Som rettighet til aksjer regnes lån som nevnt i allmennaksjeloven § 11-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter. Dette er regulert i vphl. § 4-3 første, fjerde og syvende ledd.

Det gjelder flaggeplikt både for stemmer og aksjekapital, ved at erverv eller avhendelse som fører til at den flaggepliktiges andel av «aksjekapitalen eller en tilsvarende del av stemmene» i selskapet når opp til, overstiger eller faller under flaggegrensene skal flagges etter vphl. § 4-3 første ledd. Aksjelovene åpner for at aksjene i en aksjeklasse ikke skal kunne gi stemmerett eller skal kunne ha begrenset stemmevekt. Andel av stemmene i selskapet vil ha betydning der selskapet har stemmerettsløse aksjer typisk i form av flere aksjeklasser med ulik stemmevekt. I selskaper med stemmerettsløse aksjer, skal en ved erverv og avhendelse av stemmebærende aksjer beregne hvor mye den flaggepliktige eier av den totale aksjekapitalen og av den stemmebærende kapitalen. Ved erverv av stemmerettsløse aksjer skal det beregnes flaggeplikt ut fra den totale aksjekapitalen. Det er den registrerte aksjekapitalen som legges til grunn, inkludert eventuelle aksjer eid av selskapet selv.

### 4.3.2 EØS-rett

Flaggeplikt etter rapporteringsdirektivet har omfattet aksjer som det er knyttet stemmerett til, depotbevis og finansielle instrumenter som gir en ubetinget rett til erverv av allerede utstedte og noterte aksjer med stemmerett, jf. artikkel 9 nr. 1 og 13 nr. 1. Plikten til å flagge utvides nå til å gjelde finansielle instrumenter som er knyttet til allerede utstedte aksjer og som har en lignende økonomisk effekt som det å eie aksjer eller rettigheter til aksjer, uavhengig av om disse har fysisk eller finansielt oppgjør.

Bakgrunnen for endringen er omtalt i fortalen til endringsdirektivet punkt 9. Det har vært en finansiell utvikling som har ført til nye kategorier av finansielle instrumenter med økonomisk eksponering overfor selskaper på en tilsvarende måte som innhav av aksjer eller rettigheter til å erverve aksjer. Offentliggjøring av eierskap i finansielle instrumenter med finansielt oppgjør

har ikke vært del av rapporteringsdirektivet. Regler om dette innføres gjennom endringsdirektivet. Slike finansielle instrumenter kan benyttes for å gjøre aksjer utilgjengelig for øvrige aktører uten at dette blir kjent for markedet, siden motparten ofte vil erverve de underliggende aksjene. Dette kan igjen føre til et misvisende bilde av økonomisk interesse og eierskap i børsnoterte selskaper. For å sikre offentlighet rundt eierskap har flaggeplikten blitt utvidet til å omfatte alle finansielle instrumenter som er knyttet til aksjer og som har lignende økonomisk virkning som det å inneha aksjer og ha rett til å erverve aksjer, uavhengig av om instrumentet gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør. Fysisk oppgjør innebærer at de underliggende aksjene leveres ved oppgjør mens finansielt oppgjør innebærer en kontantavregning ved oppjøret.

Det har i flere land i EØS-området de senere år forekommet tilfeller der finansielle instrumenter med liknende økonomisk effekt som å eie aksjer og rettigheter til å erverve aksjer, har blitt benyttet med intensjon om å påvirke eller erverve kontroll i et selskap, bygge interesse og påvirke styringen. Det kan illustreres med et tilfelle med Porsche Automobil Holding SE (Porsche) og Volkswagen AG (Volkswagen). I oktober 2008 bygget Porsche i det skjulte opp en 31,5 prosent posisjon i Volkswagen gjennom kontantoppkjøpte finansielle instrumenter med liknende økonomisk effekt som å eie aksjer og rettigheter til å erverve aksjer. I tillegg hadde Porsche en direkte eierandel på ca. 42 prosent av aksjene i Volkswagen. Totalt sett hadde Porsche dermed en posisjon i Volkswagen på ca. 74 prosent av Volkswagens aksjer. Den uventete offentliggjøringen av denne posisjonen i Volkswagen signaliserte til markedet at fri flyt av aksjer i Volkswagen sannsynligvis var redusert til under 6 prosent. Dette provoserte frem en betydelig økning i Volkswagens aksjekurs, angivelig fordi hedgefond måtte skynde seg for dekke inn sine korte (short) posisjoner.

Utvidelsen av flaggeplikten er tatt inn ved endringer i rapporteringsdirektivet i artikkel 13 og korresponderende endringer i kommisjonsdirektiv 2007/14/EC artikkel 11.

I ny artikkel 13 nr. 1, første ledd i rapporteringsdirektivet er følgende bestemmelse tatt inn:

«Meldingskravene fastsatt i artikkel 9 får også anvendelse på en fysisk person eller et rettssubjekt som direkte eller indirekte innehar

- a) finansielle instrumenter som ved forfall gir innehaveren, i henhold til en formell avtale,

enten ubetinget rett til å erverve eller mulighet til å erverve allerede utstedte aksjer som det er knyttet stemmerett til, fra en utsteder hvis aksjer er opptatt til notering på et regulert marked,

- b) finansielle instrumenter som ikke er omfattet av bokstav a), men som er knyttet til aksjer nevnt i bokstav a), og har lignende økonomisk virkning som finansielle instrumenter nevnt i bokstav a), uansett om de gir rett til fysisk oppgjør eller ikke.»

Ny artikkel 13 nr. 1, første ledd, bokstav a i direktivet oppstiller flaggeplikt for andre finansielle instrumenter enn aksjer som gir innehaveren en ubetinget rett til å erverve aksjer eller til på diskresjonært grunnlag å erverve aksjer notert på regulert marked. Innholdet i bestemmelsen er ikke nytt, men det er foretatt enkelte språklige endringer.

Ny artikkel 13 nr. 1, første ledd, bokstav b i direktivet innfører flaggeplikt for finansielle instrumenter som er knyttet til allerede utstedte aksjer som har lignende økonomisk virkning som finansielle instrumenter nevnt i artikkel 13 nr. 1, bokstav a uansett om de gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør. Flaggeplikten vil dermed omfatte alle finansielle instrumenter som er knyttet til aksjer og som har lignende økonomisk virkning som det å inneha aksjer og ha rett til å erverve aksjer.

I ny artikkel 13 nr. 1b i direktivet er det gitt en bestemmelse som nærmere angir hva som skal anses som finansielle instrumenter og dermed kunne medføre flaggeplikt etter artikkel 13 nr. 1:

«Ved anvendelse av nr. 1 skal følgende anses som finansielle instrumenter, forutsatt at de oppfyller noen av vilkårene i nr. 1 første ledd bokstav a) eller b):

- a) omsettelige verdipapirer,  
 b) opsjoner,  
 c) terminkontrakter med løpende avregning,  
 d) bytteavtaler,  
 e) framtidige renteavtaler,  
 f) differansekontrakter, og  
 g) alle andre kontrakter eller avtaler med lignende økonomiske virkninger som kan gjøres opp fysisk eller finansielt.

ESMA skal opprette og regelmessig ajourføre en veiledende liste over finansielle instrumenter som er underlagt meldingskravene i henhold til nr. 1, samtidig som det tas hensyn til den tekniske utvikling i finansmarkedene.»

For at flaggeplikt skal inntre, må instrumentet i tillegg til å falle inn under oppregningen også oppfylle de øvrige vilkår i ny artikkel 13 nr. 1, første ledd, bokstav a eller b.

Eksempler på finansielle instrumenter som ikke er underlagt flaggeplikt i artikkel 13 nr. 1, første ledd, bokstav a, men som avhengig av kontraktsvilkårene kan komme til å omfattes av bokstav b vil være utstedte salgsopsjoner, bytteavtaler (swaps) og differansekontrakter (CFDer) knyttet til noterte aksjer. Det nevnes i den sammenheng at bokstav g i oppregningen dekker «alle andre kontrakter eller avtaler med lignende økonomiske virkninger som kan gjøres opp fysisk eller finansielt». Den nye bestemmelsen gjør at innehaveren ikke lenger kan unngå offentlighet for eierskapet gjennom å utforme vilkårene for det finansielle instrumentet slik at det kun gis rett til finansielt oppgjør. Som følge av henvisningen i bokstav b til bokstav a er det likevel slik at flaggeplikt kun oppstår for finansielle instrumenter der de underliggende aksjene er utstedte og tatt opp til notering på regulert marked.

Gjennom denne utvidelsen av flaggeplikten vil eierstrukturen med hensyn til flere typer finansielle instrumenter bli offentliggjort. Dette reduserer mulighetene til å gjøre skjulte erverv i selskaper og skaffe seg fordeler for eksempel i en oppkjøpssituasjon.

Etter ny artikkel 13a nr. 2 i direktivet skal stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter som allerede er meldt i samsvar med artikkel 13, meldes på nytt dersom den flaggepliktige har ervervet de underliggende aksjene, og et slikt erverv fører til at det samlede antall stemmeretter knyttet til aksjer som er utstedt av den samme utstederen, når eller overskrider tersklene for flagging. Denne bestemmelsen er i fortalen til endringsdirektivet punkt 11 begrunnet i hensynet til «å sikre tilstrekkelig innsyn i betydelige eierandeler».

Når det gjelder flaggeplikt ved erverv eller avhendelse av aksjer, er det basert på at andelen av stemmer («proportion of voting rights») i selskapet som følge av ervervet/avhendelsen passerer flaggegrensene, jf. rapporteringsdirektivet artikkel 9 nr. 1, første ledd. Direktivet åpner imidlertid for at det etter nasjonal rett kan kreves tilsvarende flaggeplikt basert på innehav av selskapets kapital, jf. ny artikkel 3 nr. 1a, fjerde ledd, punkt (i).

#### 4.3.3 Utvalgets vurderinger

Det kreves fullharmonisering av rapporteringsdirektivet artikkel 13 og 13a, og bestemmelsene må gjennomføres i norsk rett.

Utvalget foreslår å flytte flaggeplikt for rettigheter til aksjer ut i en egen bestemmelse. Utvalget anser dette hensiktsmessig både av hensyn til brukervennlighet og for å få en lovstruktur som ligger tettere opp mot direktivet.

Artikkel 13 nr. 1, første ledd, bokstav a fastsetter flaggeplikt for finansielle instrumenter som ved forfall gir innehaveren rett til å erverve allerede utstedte aksjer. Etter gjeldende vphl. § 4-3 første ledd er det flaggeplikt for rettigheter til aksjer. Med rettigheter til aksjer menes lån som nevnt i allmennaksjeloven § 11-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter.

Gjeldende flaggeplikt for rettigheter går lenger enn plikten etter direktivet, som kun gjelder finansielle instrumenter som gir en ubetinget rett til erverv av *allerede utstedte aksjer*. De endringene som er gjort i direktivet gjør ingen endring i kravet om at rettighetene må være knyttet til *allerede utstedte aksjer*. Dette innebærer at instrumenter som tegningsretter og ordinære konvertible obligasjoner ikke er omfattet av flaggeplikten etter direktivet dersom de kun gir rett til å kreve aksjer utstedt. Ettersom det er krav om fullharmonisering av artikkel 13 nr. 1, må gjeldende flaggeplikt for rettigheter til å kreve aksjer utstedt oppheves. Utvalget bemerker at dette kan synes lite hensiktsmessig, da opplysninger om hvem som innehar denne type rettigheter også er av betydning for markedet. Direktivkravene medfører imidlertid at det ikke foreligger nasjonal valgmulighet på dette punkt.

Flaggeplikten for rettigheter til aksjer omfatter både ubetingede rettigheter og rettigheter der innehaveren på diskresjonært grunnlag kan velge å erverve aksjene. Terminer vil være et eksempel på finansielle instrumenter der innehaveren har en ubetinget rett til å erverve de underliggende aksjene. Denne typen instrument skal etter endringene flagges etter bestemmelsen om flagging av rettigheter til aksjer.

Det vises til forslag til ny vphl. § 4-4 første ledd bokstav a.

For å gjennomføre ny artikkel 13 nr. 1, første ledd, bokstav b i direktivet i norsk rett foreslår utvalget at det innføres en bestemmelse som pålegger flaggeplikt for andre finansielle instrumenter enn aksjer som er knyttet til aksjer, og har lignende økonomisk virkning som det å inneha aksjer og ha rett til å erverve aksjer, uavhengig av om instrumentet gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør. Det er ikke noe krav om at det finansielle instrumentet gir innehaveren rett til å erverve de underliggende aksjene. Det er tilstrekkelig at innehavet av instrumentet gir en eksponering mot

oppgang og/eller nedgang i aksjekursen, og på den måten gir en økonomisk lignende effekt som det å eie aksjene.

Vilkåret om at det finansielle instrumentet må ha lignende økonomisk virkning som det å eie aksjer eller å ha rett til å erverve aksjer må vurderes ut fra kontraktsvilkårene. Hva instrumentet kalles er ikke avgjørende. Eksempler på finansielle instrumenter som vil kunne oppfylle vilkåret, er opsjoner, bytteavtaler (swaps) og finansielle differansekontrakter. Varederivater og rentederivater vil falle utenfor. Det vises til forslaget § 4-4 første ledd bokstav b. ESMA har uttalt<sup>1</sup> at artikkel 13 nr. 1, første ledd, bokstav b ikke krever at betingelsen som utløser rett til erverv av aksjer må kontrolleres av den flaggepliktige, og at utstedelse av salgsopsjoner vil kunne ha lignende økonomisk eksponering som det å eie aksjer eller å ha rett til å erverve.

Utvalget anser det ikke nødvendig eksplisitt å gjennomføre artikkel 13 nr. 1b som angir hvilke finansielle instrumenter som omfattes av flaggeplikten, forutsatt at de oppfyller kravene etter artikkel 13 nr. 1, første ledd, bokstav a eller b. Bakgrunnen for dette er at instrumentene i listen er omfattet av definisjonen av finansielle instrumenter i gjeldende vphl. § 2-2, og at denne bestemmelsen lest sammen med ny § 4-4 første ledd innholdsmessig dekker artikkel 13 nr. 1b slik utvalget ser det. Det vil særlig være omsettelige verdipapirer som nevnt i vphl. § 2-2 annet ledd nr. 3 og derivater som nevnt i § 2-2 femte ledd som vil kunne være flaggepliktige forutsatt at de oppfyller kravene i utkastet § 4-4 første ledd.

For å gjennomføre ny artikkel 13a nr. 2 i direktivet i norsk rett foreslår utvalget at det i vphl. § 4-4 tredje ledd innføres en bestemmelse om at det for stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter som allerede er flagget, skal gis flaggemelding på nytt dersom den flaggepliktige har ervervet de underliggende aksjene og et slikt erverv fører til at det samlede antall stemmeretter knyttet til aksjer som er utstedt av den samme utstederen, når eller overstiger tersklene for flagging.

Utvalget har vurdert om det er hensiktsmessig å beholde gjeldende flaggeplikt for stemmerettsløse aksjer. Som det fremkommer over, er det fremdeles adgang til å ha nasjonale regler om dette, selv om rapporteringsdirektivet ikke pålegger flaggeplikt for slike instrumenter.

Stemmerettsløse aksjer, typisk med opprettelse av aksjeklasser med og uten stemmerett (typisk A og B aksjer), har vært benyttet i mindre grad av selskaper i Norge de siste tiår. Slik sett har ikke betydningen av flaggeplikt for stemmerettsløse aksjer hatt noe stor betydning for markedet. I den senere tid har det vært en noe økende interesse for bruken av aksjer uten stemmerett og aksjer med ulik stemmevekt. Likevel er det slik at dette fortsatt kun dreier som et fåtall av alle noterte selskaper. I de tilfeller der det foreligger stemmerettsløse aksjer, eller aksjer med begrenset stemmevekt, vil aksjeeierne i mange tilfeller fortsatt ha betydningsfulle rettigheter knyttet til eierskapet, ettersom også aksjer uten stemmerett teller med som «kapitalstemmer», jf. asal. § 5-18 første ledd, og kan slik sett bidra til å blokkere en vedtektsendring, en fusjon mv. Bevegelser i eierskapet til slike aksjer kan være informasjon av stor interesse for markedet, for eksempel i en oppkjøpsituasjon. Slik sett er det vesentlig at informasjon om dette gis markedet via flaggeplikten. Etter det utvalget erfarer, vil flaggeplikten i Sverige, Danmark og Finland videreføres for så vidt gjelder erverv eller avhendelse av stemmerettsløse aksjer.

Utvalget kan ikke se at det har fremkommet tilstrekkelige tungtveiende momenter som gjør det naturlig å foreslå å oppheve reglene om flaggeplikt for stemmerettsløse aksjer. Det legges i den sammenheng vekt på utviklingen de senere år i det norske markedet med utstedelse av aksjer med begrenset eller ingen stemmevekt, og behovet for informasjon til markedet om eierskapet til disse. Samtidig vil det antakelig også fremover kun være et lite mindretall av selskaper der flaggeplikten for henholdsvis stemmer og aksjekapital vil skille seg fra hverandre. I de relativt få tilfellene vil de flaggepliktige måtte forholde seg til et mer omfattende flaggeregime. Utvalget foreslår at flaggeplikt for andel av aksjekapital videreføres i norsk rett. Det vises til forslaget til ny vphl. § 4-3 annet ledd.

Som nevnt over, foreslås det imidlertid at flaggeplikt som følge av erverv av rettigheter til aksjer flyttes til en egen bestemmelse i utkastet til lov § 4-4 første ledd bokstav a. For flagging av rettigheter til aksjer etter denne bestemmelsen, vil flaggeplikten knytte seg til aksjer med stemmeretter som underliggende og ikke andel av aksjekapital.

## 4.4 Lån av finansielle instrumenter

### 4.4.1 Gjeldende rett

Det følger av vphl. § 4-3 tredje ledd at *innlån* og *tilbakelevering* av aksjer skal flagges. I utgangs-

<sup>1</sup> Final report on draft Regulatory Technical Standards on major shareholdings and an indicative list of financial instruments subject to notification requirements under the revised Transparency Directive 29 September 2014, 2014/1187, paragraph 155 and 156.

punktet vil et utlån ikke være en flaggepliktig avhendelse, men det må vurderes konkret etter den privatrettslige avtalen, der det blant annet må ses hen til om den enkelte avtale har bestemmelser om godtgjørelse til utlåner for mottatt utbytte og andre fordeler samt hvorvidt risikoen for kursvingninger fortsatt ligger hos utlåner. Innlån og tilbakelevering skal imidlertid alltid regnes som et erverv/avhendelse for låntaker. Verdipapirhandelloven § 4-3 tredje ledd er en videreføring av tilsvarende bestemmelse fra verdipapirhandelloven av 1997.

#### 4.4.2 EØS-rett

Rapporteringsdirektivet regulerer ikke eksplisitt spørsmålet om flagging ved utlån av finansielle instrumenter, og dette er heller ikke tatt inn ved endringsdirektivet. Flaggeplikt for utlån har vært noe ulikt praktisert i EU. ESMA har imidlertid uttalt<sup>2</sup> at rapporteringsdirektivet artikkel 9 omfatter enhver form for overdragelse av aksjer med stemmerett, også midlertidig overdragelse i form av utlån. Dette betyr at både utlåner og låntaker må flagge slike transaksjoner. ESMA viser samtidig til at midlertidig overdragelse av stemmeretter vil være flaggepliktig etter artikkel 10, bokstav b. Det uttales videre at utlåner samtidig med flaggingen av overdragelsen også må flagge at han har en tilbakekjøpsrett («right of recall»). Denne tilbakekjøpsretten flagges under artikkel 13 nr. 1, første ledd, bokstav a. Tilbakekjøpsretter er for øvrig også inkludert i ESMA's indikative liste over finansielle instrumenter omfattet av flaggeplikten etter artikkel 13 nr. 1.

#### 4.4.3 Utvalgets vurderinger

Det følger av gjeldende vphl. § 4-3 tredje ledd at *innlån* og *tilbakelevering* av aksjer skal flagges. For å sikre en riktig og harmonisert gjennomføring av rapporteringsdirektivet slik det er tolket i ESMA's uttalelse som nevnt, foreslår utvalget å ta inn en særlig bestemmelse om flaggeplikt for både utlåner og låntaker.

Utvalget foreslår å fastsette flaggeplikt for utlåner og låntaker i utkast til vphl. § 4-3 tredje ledd. Utlån av aksjer vil være å anse som en avhendelse, og innlån et erverv, som skal flagges i henhold til hovedregelen i utkastet til vphl. § 4-3

første ledd. Såkalte «repurchase agreements» (salgs- og gjenkjøpsavtale) og «right of recall» (tilbakekjøpsrett) vil etter forslaget være flaggepliktige rettigheter etter utkast til vphl. § 4-4 første ledd bokstav a.

## 4.5 Beregning av flaggebeholdningen

### 4.5.1 Beregningsmetode for finansielle instrumenter med finansielt oppgjør

#### 4.5.1.1 Gjeldende rett

Finansielle instrumenter som gir rett på finansielt oppgjør er ikke omfattet av flaggeplikten etter gjeldende regler i norsk rett, og det foreligger derfor ingen regler om beregningsmetode for disse.

#### 4.5.1.2 EØS-rett

Innføring av flaggeplikt for finansielle instrumenter knyttet til aksjer medfører at det må fastsettes regler for hvordan antallet stemmeretter skal beregnes. I henhold til ny artikkel 13 nr. 1a, første ledd skal stemmerettene beregnes ut fra det totale nominelle antallet underliggende aksjer for finansielle instrumenter knyttet til rettigheter til aksjer med fysisk oppgjør. Dersom instrumentet skal gjøres opp rent finansielt, skal antallet stemmeretter beregnes på deltajustert grunnlag. Deltajustert grunnlag benyttes i følge fortalen punkt 10 for «å sikre at opplysningene om det samlede antall stemmeretter som er tilgjengelig for investoren, er så nøyaktige som mulig».

Deltaverdien er en tallstørrelse som gir uttrykk for hvordan verdien av det finansielle instrumentet teoretisk sett forventes å endre seg ved endringer i prisen på de underliggende aksjene, samtidig som den representerer sannsynligheten for at instrumentet blir innløst. Deltajusteringen gir dermed et grunnlag for flaggeberegningen som ligger tettere opp mot investorens økonomiske eksponering enn om en kun hadde tatt utgangspunkt i det nominelle antallet underliggende aksjer.

Deltajusteringen skal skje gjennom å multiplisere det nominelle antallet underliggende aksjer med deltaverdien til det finansielle instrumentet. Dette medfører for eksempel at en investor som erverver derivater med finansielt oppgjør som representerer 100 000 aksjer og har en beregnet delta på 0,5 skal innberegne 50 000 aksjeekvivalenter i den flaggepliktige beholdningen. Et slikt erverv vil ikke være flaggepliktig etter dagens regelverk.

<sup>2</sup> Final report on draft Regulatory Technical Standards on major shareholdings and an indicative list of financial instruments subject to notification requirements under the revised Transparency Directive 29 September 2014, 2014/1187, paragraph 152.



I henhold til ny artikkel 13 nr. 1a, annet ledd, bokstav b i direktivet er det vedtatt tekniske reguleringsstandarder i kommisjonsforordning 2015/761/EU for å angi metodene for å fastsette delta-verdien for å beregne stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter som utelukkende gir mulighet for finansielt oppgjør.

Kommisjonsforordningen artikkel 5 regulerer dette nærmere. Når det foreligger en såkalt «linear symmetric pay-off profile» med underliggende aksje, skal stemmerettene bli regnet ut på deltajustert basis med delta lik 1. Med «linear symmetric pay-off profile» menes instrumenter med identisk eller nær identisk avkastning (tap/fortjeneste) som det underliggende instrument. Når dette ikke foreligger skal en ved utregning benytte en alminnelig anerkjent standard prissetting modell. Slike modeller inkluderer, men er ikke begrenset til, Black-Scholes, binomial og Monte Carlo modeller. Modellen skal være alminnelig benyttet i finansindustrien for det finansielle instrumentet og være tilstrekkelig robust for å hensynta elementer som er relevante for verdsettelsen av det aktuelle instrumentet. Elementer som minimum skal inkluderes er rentesats, utbyttebetalinger, forfallstid, volatilitet og pris på underliggende aksje. Innehaver av det finansielle instrumentet skal sikre at den samme modell blir benyttet konsekvent for et finansielt instrument. Informasjonsteknologisystemer som benyttes til utregning av delta skal sikre konsekvent, nøyaktig og rettidig rapportering av stemmeretter. Antallet stemmeretter skal utregnes daglig der siste sluttkurs for underliggende aksje skal hensyntas. Innehaveren av det finansielle instrumentet skal flagge når denne når, overskrider eller faller under tersklene i direktivet artikkel 9 nr. 1.

Innehaveren skal legge sammen og melde alle innehavene av finansielle instrumenter som er knyttet til aksjer utstedt av samme underliggende utsteder. Når det gjelder instrumenter med finansielt oppgjør, skal imidlertid bare lange posisjoner tas i betraktning ved beregning av stemmeretter. Lange posisjoner skal derfor ikke avregnes mot korte posisjoner knyttet til samme underliggende utsteder.

#### 4.5.1.3 Utvalgets vurderinger

Det kreves fullharmonisering av rapporteringsdirektivet artikkel 13, og bestemmelsen må gjennomføres i norsk rett.

For å gjennomføre ny artikkel 13 nr. 1a i direktivet i norsk rett foreslår utvalget at det i vphl. § 4-4

annet ledd innføres en bestemmelse som regulerer hvordan antall stemmeretter skal beregnes der det finansielle instrumentet er knyttet til rettigheter til aksjer. Bestemmelsen omfatter beregningen både ved fysisk og finansielt oppgjør.

Lange posisjoner skal ikke avregnes mot korte posisjoner knyttet til samme underliggende utsteder. Hva som anses som lange og korte posisjoner er ikke nærmere definert i rapporteringsdirektivet. Utvalget legger til grunn at en med lange posisjoner sikter til posisjoner som øker i verdi dersom underliggende verdi øker, eller som synker i verdi dersom underliggende verdi synker. Tilsvarende er korte posisjoner de som øker i verdi dersom underliggende verdi synker, eller synker i verdi dersom underliggende verdi øker.

Ettersom det er siste sluttkurs for underliggende aksje som skal benyttes ved deltajusteringen, vil intradag volatilitet i aksjen ikke få betydning for flaggeplikten.

Utvalget foreslår at det tas inn en hjemmel i § 4-4 fjerde ledd til å gjennomføre kommisjonsforordningen ved inkorporasjon i verdipapirforskriften.

### 4.5.2 Instrumenter knyttet til indekser mv.

#### 4.5.2.1 Gjeldende rett

Det foreligger ingen regler om beregningsmetode for finansielle instrumenter knyttet til en kurv av aksjer eller en indeks i norsk rett.

#### 4.5.2.2 EØS-rett

Kommisjonsforordning 2015/761/EU artikkel 4 fastsetter metoden for å beregne antallet stemmeretter for finansielle instrumenter knyttet til en kurv av aksjer eller en indeks.

En slik beregning skal gjøres basert på aksjenes vekt i aksjekurven eller indeksen når en av følgende betingelser er oppfylt:

- «(a) the voting rights in a specific issuer held through financial instruments referenced to the basket or index represent 1 % or more of the voting rights attached to shares of that issuer;
- (b) the shares in the basket or index represent 20 % or more of the value of the securities in the basket or index.»

Alternativ a) innebærer at dersom den flaggepliktige har foretatt en investering i en kurv av finansielle instrumenter eller en indeks i så stort omfang at denne investeringen representerer 1 prosent

eller mer av det totale antall stemmeretter som er utstedt av den relevante utsteder, skal de stemmeretter denne investeringen representerer tas med i beregningen av den flaggepliktiges samlede innehav av stemmer. Et eksempel er dersom en utsteder representerer 25 prosent av en indeks, vil en investering tilsvarende 10 prosent av den totale verdien av denne utstederen representere 2,5 prosent av stemmene i utsteder. Følgelig skal en slik investering tas med i beregningen fordi den er over 1 prosent av stemmene.

Alternativ b) innebærer at dersom den aktuelle kurv eller indeks er satt sammen slik at noen av de finansielle instrumenter som inngår i kurven eller indeksen utgjør mer enn 20 prosent av den totale verdien av alle de verdipapirene som inngår i kurven eller indeksen, skal stemmerettene investeringen representerer på tilsvarende måte tas med i beregningen. Dette gjelder uavhengig av hvor stor andel av stemmene i den aktuelle utsteder investeringen representerer for den flaggepliktige. Det medfører at også investeringer som representerer under 1 prosent av stemmene, i slike tilfeller skal tas med i beregningen. Et eksempel på en slik indeks er OBOSX som beregnes av Oslo Børs. Dette er en indeks bestående av seks ulike aksjer innen oljeservice. En av disse er aksjen utstedt av Subsea 7 S.A. Denne aksjen utgjorde per 1. desember 2015, 30,2 prosent av de aksjene som totalt inngår i indeksen OBOSX. Følgelig skal en investering i denne indeksen tas med i beregningen fordi denne utstederen representerer mer enn 20 prosent av verdien av underliggende aksjer i indeksen.

I tilfeller der det finansielle instrumentet den flaggepliktige har investert gjennom, er knyttet til flere ulike aksjekurver eller indekser, skal stemmerettene i de individuelle kurvene eller indeksene ikke legges sammen ved anvendelsen av tersklene på 1 prosent av de totale stemmerettene eller 20 prosent av total verdi, jf. kommisjonsforordningen artikkel 4 nr. 2.

#### 4.5.2.3 Utvalgets vurderinger

Utgangspunktet etter direktivet er at finansielle instrumenter som er knyttet til aksjer, enten de har fysisk eller finansielt oppgjør, er flaggepliktige forutsatt at nærmere vilkår er oppfylt. Beregningen av slike rettigheter er behandlet i punkt 4.5.1 over.

Bestemmelsen i kommisjonsforordningen artikkel 4 innebærer at finansielle instrumenter som er knyttet til en kurv av aksjer eller en indeks kun skal regnes med i flaggepliktig beholdning

dersom vektingen av den aktuelle aksjen i kurven eller indeksen er høyere enn nærmere bestemte terskelverdier. Terskelverdiene er fastsatt ut fra en vurdering av behovet for informasjon om innehav opp mot den kompleksiteten flagging av samtlige innehav ville medført.

Som det fremkommer i punkt 4.5.1 over, foreslår utvalget at det tas inn en forskriftshjemmel i vphl. § 4-4 fjerde ledd slik at kommisjonsforordningen kan gjennomføres i verdipapirforskriften.

### 4.5.3 Aggregering av ulike typer finansielle instrumenter i flaggebeholdningen

#### 4.5.3.1 Gjeldende rett

Med aggregering menes i denne sammenheng en sammenlegging av de finansielle instrumentene knyttet til samme utsteder som er underlagt flaggeplikt.

Det er i gjeldende rett ingen egen bestemmelse om aggregering. Verdipapirhandelloven § 4-3 første ledd inneholder likevel implisitt et aggregeringskrav ved at flaggeplikten gjelder dersom «andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer» når opp til, overstiger eller faller under nærmere bestemte terskelverdier. Ved beregningen av om flaggetersklene er passert, skal med andre ord aksjer og rettigheter til aksjer fra samme utsteder slås sammen i den grad samme person innehar begge deler.

#### 4.5.3.2 EØS-rett

Rapporteringsdirektivet har ikke tidligere hatt regler om aggregering av innehav av aksjer med stemmerett og innehav av finansielle instrumenter som gir rett til erverv av aksjer med stemmerett for å beregne terskler for flagging, og aggregering har blitt praktisert forskjellig innen EØS-området.

I ny artikkel 13a nr. 1, første ledd i direktivet innføres det en ny bestemmelse om aggregering som innebærer at antall stemmeretter ved å inneha aksjer etter direktivets artikkel 9 og 10 skal legges sammen med antall stemmeretter ved å inneha finansielle instrumenter som er knyttet til aksjer og gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør etter artikkel 13.

#### 4.5.3.3 Utvalgets vurderinger

Det kreves fullharmonisering av rapporteringsdirektivet artikkel 13a, og bestemmelsen må gjennomføres i norsk rett.

For å gjennomføre ny artikkel 13a nr. 1, første ledd i direktivet i norsk rett foreslår utvalget at det i vphl. § 4-7 første ledd innføres en bestemmelse som innebærer at aksjer, som innehas direkte etter utkastet § 4-3 første ledd og indirekte etter utkastet § 4-5 om konsolidering og fullmakter og innehav av andre flaggepliktige finansielle instrumenter etter § 4-4, skal aggregeres når en beregner den flaggepliktige beholdningen.

Utvalget foreslår at det i vphl. § 4-7 annet ledd tas inn en forskriftshjemmel for departementet til å fastsette nærmere regler om aggregering.

## 4.6 Unntak fra flaggeplikten

### 4.6.1 Gjeldende rett

Det er fastsatt ulike unntak fra flaggeplikten i verdipapirforskriften § 4-4 for beholdninger av aksjer og rettigheter til aksjer som er ervervet for visse formål. Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 9 nr. 4, 5 og 6.

Etter verdipapirforskriften § 4-4 første ledd bokstav a er det gjort unntak fra flaggeplikt for aksjer og rettigheter til aksjer som utelukkende erverves for å sikre avvikling av oppgjør innen en periode på tre handelsdager etter at handelen er utført. Ut fra formålet med bestemmelsen er det lagt til grunn at det ikke skal være noen utøvelse av stemmerettigheter i den korte perioden hvor disse besittes, og at de finansielle instrumentene ikke er ervervet for å påvirke forhold vedrørende utstederen.

Videre er det i verdipapirforskriften § 4-4 første ledd bokstav b fastsatt at flaggeplikten ikke kommer til anvendelse på aksjer eller rettigheter til aksjer som erverves eller avhendes av prisstiller dersom aksjene eller rettighetene når opp til, overstiger eller faller under flaggeterskelen på 5 prosent. Dette gjelder såfremt prisstilleren ikke påvirker forvaltningen av selskapet eller utøver press på selskapet for å få dette til å erverve aksjene eller rettighetene eller understøtte kursen.

Etter verdipapirforskriften § 4-4 annet ledd skal aksjer eller rettigheter til aksjer i handelsporteføljen til et verdipapirforetak eller kredittinstitusjon ikke medregnes i institusjonens beholdning. Dette gjelder så fremt verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen ikke utøver stemmerettene eller på annen måte benytter disse til å påvirke forvaltningen av selskapet, og at aksjene eller rettighetene til aksjer i handelsporteføljen hver for seg ikke overstiger flaggeterskelen på 5 prosent.

### 4.6.2 EØS-rett

I forbindelse med utvidelsen av flaggeplikten til å gjelde finansielle instrumenter knyttet til aksjer som har finansielt oppgjør, er også unntakene fra flaggeplikten etter artikkel 9 utvidet til å gjelde for de nye finansielle instrumentene som er underlagt flaggeplikt. Det følger av artikkel 13 nr. 4 at unntakene i artikkel 9 nr. 4, 5 og 6 også skal anvendes på flaggeplikten etter artikkel 13 nr. 1. Direktivet artikkel 9 nr. 4, 5 og 6 fastsetter unntak fra flaggeplikten for erverv og avhendelse av aksjer knyttet til henholdsvis oppgjørsvirksomhet/depositarer, prisstilling og verdipapirforetaks/kredittinstitusjoners handelsportefølje. Unntakene som er gitt i artikkel 12 nr. 3, 4 og 5 skal også gjøres gjeldende for disse instrumentene, jf. artikkel 13 nr. 4. Det vises til omtalen i merknadene til de enkelte bestemmelsene i punkt 9 nedenfor.

Gjeldende bestemmelse i rapporteringsdirektivet artikkel 9 nr. 6 om at stemmeretter som inngår i handelsporteføljen til en kredittinstitusjon eller et verdipapirforetak ikke skal medregnes etter artikkel 9 dersom nærmere vilkår er oppfylt var tidligere utformet slik at hjemstaten kunne velge å innføre unntaket eller ikke. Med endringsdirektivet er dette blitt en fullharmoniseringsbestemmelse, og det er ikke lenger er opp til medlemsstaten å fastsette slikt unntak.

Med hjemmel i ny artikkel 9 nr. 6b er det vedtatt tekniske reguleringsstandarder i kommisjonsforordning 2015/761/EU artikkel 2 og 3 om metoden for beregning av terskelen på 5 prosent nevnt i direktivet artikkel 9 nr. 5 om unntak for prisstiller og artikkel 9 nr. 6 om unntak for handelsportefølje. Reguleringen gjelder også der det dreier seg om konserner.

Etter disse bestemmelsene skal beholdningen i henhold til artiklene 9, 10 og 13 i direktivet legges sammen ved beregningen av 5 prosent terskelen. Dette vil si direkte og indirekte innehav av aksjer og direkte og indirekte innehav av andre finansielle instrumenter enn aksjer. Der det dreier seg om konsern, skal beholdningene bli lagt sammen på konsernnivå i samsvar med prinsippet i direktivet artikkel 10, bokstav e. Denne sier at stemmeretter som innehas, eller kan utøves som definert i artikkel 10, bokstav a til d, av et foretak skal konsolideres med person/rettssubjekt som kontrollerer foretaket.

Kommisjonsforordningen artikkel 6 presiserer at unntaket etter direktivet artikkel 9 nr. 6 for stemmeretter som inngår i handelsporteføljen til en kredittinstitusjon eller et verdipapirforetak skal gjelde for finansielle instrumenter «held by a natu-

ral person or legal entity fulfilling orders received from clients, responding to a client's request to trade otherwise than on a proprietary basis, or hedging positions arising out of such dealings». Bestemmelsen innebærer at det kun er den delen av handelsporteføljen til kredittinstitusjonen eller verdipapirforetaket som gjelder handler på vegne av kunder, eller sikring av slike handler, som er omfattet av unntaket. Foretakets egen kapitalforvaltning er ikke omfattet av unntaket. Dersom foretaket for eksempel har 4 prosent av stemmerettighetene i en utsteder liggende i handelsporteføljene tilhørende sine klienter, og i tillegg har 4,5 prosent av stemmerettighetene til samme utsteder på egen bok, skal foretaket ikke flagge denne beholdningen. Dersom innehavet i klientporteføljen øker til 6 prosent, må foretaket flagge etter hovedregelen i artikkel 9 nr. 1, og slå sammen begge disse beholdningene, slik at flaggeterskelen på 10 prosent er passert.

I ny artikkel 9 nr. 6a i rapporteringsdirektivet er det tatt inn en bestemmelse om at artikkel 9 ikke får anvendelse på stemmeretter knyttet til aksjer som er ervervet *for stabiliseringsformål*:

«Denne artikkel får ikke anvendelse på stemmeretter knyttet til aksjer som er ervervet for stabiliseringsformål i samsvar med kommisjonsforordning (EF) nr. 2273/2003 av 22. desember 2003 om gjennomføring av europa-parlaments- og rådsdirektiv 2003/6/EF med hensyn til unntak for tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter, forutsatt at stemmerettene som er knyttet til disse aksjene, ikke utøves eller på annen måte anvendes til å gripe inn i utstederens ledelse.»

Dette innebærer at aksjer som er ervervet for stabiliseringsformål av finansielle instrumenter, forutsatt at stemmerettene knyttet til disse aksjene ikke utøves eller på en annen måte anvendes til å gripe inn i utstederens ledelse, ikke skal hensyntas i relasjon til direktivet artikkel 9.

#### 4.6.3 Utvalgets vurderinger

Det kreves fullharmonisering av rapporteringsdirektivet artikkel 13, og bestemmelsen må gjennomføres i norsk rett.

Direktivets unntak fra flaggeplikt i artikkel 9 nr. 4, 5 og 6 er gjennomført i gjeldende verdipapirforskrift § 4-4 første og annet ledd. Bestemmelsen viser til flaggeplikten i gjeldende vphl. § 4-3. For å gjennomføre ny artikkel 13 nr. 4, første ledd i direktivet, må unntakene utvides til å

gjelde flaggeplikten i utkastet til ny bestemmelse i vphl. § 4-4.

Nevnte unntak fra flaggeplikten i artikkel 9 er praktiske, og utvalget foreslår at disse flyttes fra forskriften til loven for å bedre brukervennligheten. Utvalget foreslår å samle unntakene i utkast til ny § 4-6. Bestemmelsen fastsetter at unntakene gjelder for plikten til å sende flaggemelding etter både utkastet §§ 4-3 første og annet ledd og § 4-4 første ledd, og ordlyden er dermed noe endret. «Tre handelsdager» er endret til «to handelsdager» som følge av endringer i oppgjørssyklusen fra T+3 til T+2 i markedet. Unntak som ikke er så sentrale foreslås beholdt i forskriften, se utkast til forskrift § 4-2.

Utvalget foreslår at det i vphl. § 4-6 tredje ledd tas inn en forskriftshjemmel for departementet til å fastsette nærmere regler om unntak fra flaggeplikten etter vphl. §§ 4-3 og 4-4, herunder, gjennomføring av de tekniske reguleringsstandardene i kommisjonsforordningen artikkel 2 og 3 i verdipapirforskriften, og gjennomføring av kommisjonsforordningen artikkel 6 om at unntaket for handelsportefølge etter artikkel 9 nr. 6 får anvendelse på finansielle instrumenter som innehas som ledd i utførelse av kundeordrer eller sikring av disse. Bestemmelsene i kommisjonsforordningen art. 2 og 3 innebærer at en ved utregningen av 5 prosent-terskelen i utkastet til § 4-6 første ledd bokstav b og c skal legge sammen beholdningen i henhold til utkastet §§ 4-3, 4-4 og 4-5. Der det dreier seg om konsern, skal beholdningene bli lagt sammen på konsernnivå i samsvar med prinsippet om konsolidering av foretak i konsern i utkastet § 4-5 annet ledd.

For å gjennomføre ny artikkel 9 nr. 6a i direktivet i norsk rett foreslår utvalget at det i verdipapirforskriften § 4-2 femte ledd innføres en ny bestemmelse som gir unntak på visse nærmere vilkår for flaggeplikt for stemmeretter knyttet til aksjer som er ervervet for stabiliseringsformål.

## 4.7 Meldingens innhold

### 4.7.1 Gjeldende rett

Verdipapirforskriften § 4-1 oppstiller krav til flaggemeldingen med hjemmel i gjeldende § 4-4 annet ledd. Meldingen skal blant annet inneholde navn på utsteder av aksjene, dato da den aktuelle flaggeterskel ble passert, navn på flaggepliktige, antall aksjer meldingen omfatter og den omstendigheten som utløste flaggeplikten. Videre skal meldingen inneholde hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar i form av rettigheter til aksjer.

#### 4.7.2 EØS-rett

Etter ny artikkel 13 nr. 1, annet ledd i rapporteringsdirektivet skal meldingen omfatte en oppdeling etter type finansielle instrumenter som innehas i samsvar med henholdsvis bokstav a og bokstav b i artikkel 13 nr. 1, første ledd, og det skal skilles mellom finansielle instrumenter som gir rett til henholdsvis fysisk oppgjør og finansielt oppgjør.

I henhold til ny artikkel 13a nr. 1, annet ledd i direktivet skal meldingen om flagging omfatte en oppdeling av antallet stemmeretter ved å inneha aksjer i samsvar med artikkel 9 og 10, og antallet stemmeretter ved å inneha finansielle instrumenter som er knyttet til aksjer og gir rett til fysisk og finansielt oppgjør i henhold til artikkel 13.

#### 4.7.3 Utvalgets vurderinger

Det kreves fullharmonisering av rapporteringsdirektivet artikkel 13 og 13a, og bestemmelsene må gjennomføres i norsk rett.

Ettersom innholdskravene i gjeldende verdipapirforskrift § 4-1 om meldingens innhold er godt innarbeidet i norsk rett, foreslår utvalget å videreføre denne. Det foreslås imidlertid enkelte utvidelser som følge av at det blir flere situasjoner som utløser flaggeplikt enn etter gjeldende rett og det forhold at endringene i rapporteringsdirektivet krever større grad av presiseringer i meldingen.

For å gjennomføre ny artikkel 13 nr. 1, annet ledd i direktivet foreslår utvalget at verdipapirforskriften § 4-1 utvides med nytt annet ledd, med krav om at meldingen skal deles opp etter type finansielle instrumenter som innehas i samsvar med artikkel 13 nr. 1, første ledd henholdsvis bokstav a og bokstav b, og at det skal skilles mellom finansielle instrumenter som gir rett til henholdsvis fysisk oppgjør og finansielt oppgjør.

For å gjennomføre ny artikkel 13a nr. 1, annet ledd i direktivet i norsk rett foreslår utvalget at bestemmelsen i verdipapirforskriften § 4-1 utvides med nytt tredje ledd med krav om at meldingen skal omfatte en oppdeling av antallet stemmeretter knyttet til aksjer som innehas i samsvar med vphl. §§ 4-3 og 4-5, og stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter etter vphl. § 4-4.

### 4.8 Konsolidering og fullmaktsforhold mv.

#### 4.8.1 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven § 4-3 femte ledd fastsetter at nærstående innehav av aksjer, rettigheter til

aksjer og stemmerettigheter skal regnes likt med aksjeeiers egne når det gjelder flaggeplikten. Aksjeeierens innehav skal dermed konsolideres med nærstående innehav ved beregningen av om noen av tersklene som utløser flaggeplikt er passert. Nærstående-begrepet er definert i vphl. § 2-5. Etter bestemmelsen omfattes blant annet ektefeller og samboere, mindreårige barn og selskap innen samme konsern. I tillegg omfattes noen som det må antas at vedkommende har et forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av de aktuelle finansielle instrumentene.

Flaggeplikten etter vphl. § 4-3 første ledd utløses ved erverv, avhendelse eller «annen omstendighet». Bestemmelsen pålegger flaggeplikt i andre situasjoner enn erverv og avhendelse, og er ment å dekke en del av forholdene som er omfattet av rapporteringsdirektivet artikkel 10.

Verdipapirforskriften § 4-3 presiserer hvilke situasjoner som anses som «annen omstendighet» i relasjon til flaggeplikten. Blant annet anses inngåelse eller opphør av avtale om finansiell sikkerhet og tildeling og tilbakekall av fullmakt som andre omstendigheter som utløser flaggeplikt. Videre vil inngåelse av avtale mellom avhender og erverver av aksjer om at avhenderen kan utøve rettigheter som aksjeeier frem til disse går over til erverver etter allmennaksjeloven § 4-2 være en annen omstendighet som utløser flaggeplikt. Etablering og oppløsning av konsernforhold og inngåelse og oppløsning av forpliktende samarbeid utløser også flaggeplikt som «annen omstendighet». Det samme vil selskapsbegivenheter som endrer stemmerettsfordelingen. Inngåelse eller opphør av avtale om overføring av stemmerettigheter knyttet til aksjer i utenlandske utstedere med Norge som hjemstat, som nevnt i verdipapirforskriften § 4-2, utløser også flaggeplikt etter forskriften § 4-3.

#### 4.8.2 EØS-rett

Rapporteringsdirektivet artikkel 10 gjør flaggeplikten etter artikkel 9 nr. 1 og 2 gjeldende ved utøvelse av stemmerettigheter til aksjer ved ulike fullmakts- og kontrollforhold. Flaggeplikten etter artikkel 10 utløses dersom en person har rett til å erverve, avhende eller utøve stemmerett i nærmere bestemte tilfeller. Enkelte av bestemmelsene er konsolideringsbestemmelser, mens andre pålegger personer som ikke selv eier aksjer, og som ikke har noen form for tilknytning til aksjeeierne utover avtaleforholdet, flaggeplikt. Det gjøres ingen endringer i bestemmelsens ordlyd ved

endringsdirektivet, men det stilles krav om fullharmonisering.

Etter artikkel 10, bokstav a utløses flaggeplikt der en person som kan utøve stemmerettigheter har inngått avtale med en tredjemann om å føre en langsiktig, felles strategi med hensyn til forvaltningen av den aktuelle utsteder gjennom en samordnet bruk av sine stemmeretter. Bestemmelsen er en konsolideringsbestemmelse. Dersom en slik avtale foreligger skal det flagges for de samlede stemmerettene av begge parter i avtalen.

Artikkel 10, bokstav b pålegger flaggeplikt dersom en person kan utøve stemmerettigheter som følge av avtale med en tredjepart om midlertidig overføring av stemmerettigheter mot vederlag.

Etter bokstav c utløses flaggeplikt for en person i den utstrekning han har mottatt aksjer som sikkerhet, forutsatt at vedkommende kontrollerer stemmerettighetene og har erklært at han har til hensikt å bruke dem.

Bokstav d pålegger flaggeplikt i tilfeller der den flaggepliktige får evigvarende rettigheter til aksjer med stemmerett.

Bestemmelsen i artikkel 10, bokstav e fastsetter at flaggeplikten etter artikkel 9 nr. 1 og 2 gjelder stemmeretter som innehas, eller som kan utøves etter nevnte bokstav a til d, av et foretak som kontrolleres av nevnte person. Bestemmelsen er en konsolideringsbestemmelse, og medfører at aksjeeiers eget innehav skal konsolideres med innehavet til foretak vedkommende kontrollerer. Kontrollert foretak er nærmere definert i artikkel 2 nr. 1, bokstav f og nr. 2. Dersom en fysisk eller juridisk person sitter med flertallet av stemmerettene, har rett til å utnevne eller avsette flertallet av medlemmene i administrasjons-, ledelses- eller kontrollorganet og samtidig er aksjeeier i foretaket, eller har rett til å utøve, eller faktisk utøver, dominerende innflytelse eller kontroll, vil foretaket normalt kontrolleres av nevnte person.

Etter artikkel 10, bokstav f pålegges flaggeplikt når aksjer deponeres hos den flaggepliktige og som, i mangel av instruks, kan utøve stemmerettighetene etter eget skjønn.

Aksjer med stemmeretter som den flaggepliktige har overført til tredjemann i tredjemanns navn, er underlagt flaggeplikt for reell eier etter bokstav g.

Etter bokstav h utløses flaggeplikt der en person kan utøve stemmerettigheter etter fullmakt, forutsatt at personen kan benytte fullmakten etter eget skjønn uten instruks fra aksjeeieren.

### 4.8.3 Utvalgets vurderinger

Som nevnt i punkt 4.2 over, er det nødvendig å vurdere artikkel 10 for å sikre at bestemmelsen er tilstrekkelig gjennomført i norsk rett. Bakgrunnen er at endringsdirektivet stiller krav om fullharmonisering, og at det ikke åpnes for nasjonale valg på dette punktet. Dette betyr at det ikke kan fastsettes strengere regler på dette området enn det som følger av artikkel 10.

Artikkel 10 er i dag gjennomført i vphl. § 4-3 og verdipapirforskriften § 4-3. Det følger av vphl. § 4-3 første ledd at «annen omstendighet» kan utløse flaggeplikt. Verdipapirforskriften § 4-3 presiserer nærmere hva som anses som «annen omstendighet». Blant annet er ulike fullmaktsforhold og andre situasjoner som nevnes i artikkel 10 omfattet. Konsolideringsdelene av artikkel 10, det vil si bokstav a og e, er gjennomført i vphl. § 4-3 femte ledd, jf. § 2-5. Gjeldende rett gjelder både kapital og aksjer med stemmerett, men for å tilpasse til direktivet vil den foreslåtte konsolideringsbestemmelsen knyttes til innehav av stemmeretter. Utvalgets vurdering er at regelverket vil bli uhenksommessig komplisert dersom kapital tas med i disse reglene. Det gjøres imidlertid ett unntak fra dette, ved at konsolidering etter ny vphl. § 4-5 annet ledd for kontrollerte foretak skal beregnes ut fra både stemmeretter og aksjekapital.

Artikkel 10 fremstår for utvalget som vanskelig tilgjengelig, særlig da bestemmelsen omfatter forhold som ikke er relevante for norske allmennaksjeselskaper. Ettersom flere av selskapene som er notert på Oslo Børs er regulert av utenlandsk selskapslovgivning, kan det ikke utelukkes at de forholdene som er behandlet i art. 10 kan være relevante. Bestemmelsen tar opp i seg flere ulike situasjoner som har lite annet til felles enn at de omfatter tilfeller der andre enn den som faktisk eier aksjer i et foretak kan øve eierinnflytelse ved bruk av stemmeretter. Utvalget foreslår å samle gjennomføringen av artikkel 10 i én bestemmelse i verdipapirhandelloven, og gjøre lovteksten mer lik direktivteksten, jf. utkast til ny vphl. § 4-5. Utvalget mener dette også vil bidra til å sikre en riktigere gjennomføring av bestemmelsen. Dette vil videre kunne gjøre eventuelle endringer i direktivet og utfyllende kommisjonsbestemmelser enklere å gjennomføre senere, samt øke overføringsverdien av tolkningsuttalelser og eventuelle retningslinjer fra ESMA.

Når det gjelder artikkel 10, bokstav a om forpliktende samarbeid, er denne bestemmelsen gjennomført i vphl. § 4-3 femte ledd ved en henvis-

ning til nærståendebestemmelsen i vphl. § 2-5. § 2-5 nr. 5 fastslår at noen det må antas at aksjeeieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres, anses som nærstående til aksjeeieren. Bestemmelsen går lenger enn artikkel 10, bokstav a, hovedsakelig fordi nærståendebestemmelsen i § 2-5 også gjelder for tilbudsplikten etter verdipapirhandelloven kapittel 6. Utvalget anser det nødvendig av hensyn til riktig gjennomføring av direktivet å fastsette egne bestemmelser for konsolidering for så vidt gjelder flagging. Henvisningen til vphl. § 2-5 foreslås derfor tatt ut. Kravet om langsiktig felles strategi vil medføre at færre avtaler antas å falle inn under bestemmelsen, da det etter gjeldende rett er tilstrekkelig at det må antas å foreligge et forpliktende samarbeid om bruk av stemmerettene. Utvalget foreslår å gjennomføre artikkel 10, bokstav a i utkast til ny § 4-5 første ledd bokstav a. Flaggeplikten vil etter forslaget utløses både ved inngåelse og opphør av slike avtaler.

Avtale om overføring av stemmerettigheter mot vederlag er flaggepliktig etter artikkel 10, bokstav b. Bestemmelsen vil kunne være aktuell ved utlån av stemmerettigheter mot vederlag. Slike låneavtaler er imidlertid ikke, så vidt utvalget er kjent med, tillatt i store deler av EU, og er heller ikke tillatt i norsk rett. Bestemmelsen kan også omfatte tilfeller der avtalen mellom partene ikke dekker overføring av stemmeretter, men der dette er en logisk konsekvens av avtalen. Utvalget forstår bestemmelsen slik at det er låntaker, eller den som får overført stemmerettene til seg mot vederlag, som pålegges flaggeplikt.

Etter norsk selskapsrett er det som utgangspunkt ikke anledning til å skille stemmerettigheter fra aksjene. Det er imidlertid et unntak fra dette i allmennaksjeloven § 4-2 annet ledd. Etter denne bestemmelsen kan erverver og avhender av en aksje avtale at avhenderen skal kunne utøve rettigheter som aksjeeier frem til disse går over til erververen, det vil si i perioden mellom eierskiftet avtales og til rettighetene er gått over til erververen. Gjeldende verdipapirhandellov § 4-3 annet ledd nr. 3 slår fast at stemmerettigheter som kan utøves i medhold av en slik avtale skal tas med ved beregning av flaggepliktig beholdning. Videre er inngåelse og opphør av slike avtaler ansett som en omstendighet som utløser flaggeplikt etter verdipapirforskriften § 4-3 bokstav c.

I Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) punkt 16.1.5 er det lagt til grunn at slike avtaler etter omstendighetene vil omfatte en eller flere av bestemmelsene

i artikkel 10. Utvalget antar at artikkel 10, bokstav b er blant disse. For å sikre en riktig gjennomføring av bestemmelsen, foreslår utvalget at den norske reguleringen i stedet utformes i tråd med direktivet, uten å henvise til allmennaksjeloven § 4-2. En slik utforming av det norske regelverket vil ivareta situasjoner som kan være tillatt i aksjeeierens hjemstat, og som omfattes av direktivet. Utvalget antar at avtaler etter allmennaksjeloven § 4-2 etter omstendighetene vil omfattes, selv om det ikke uttrykkelig fremkommer av lovteksten. Bestemmelsen i vphl. § 4-3 annet ledd nr. 3 ivaretas av aggregeringsbestemmelsen i utkastet § 4-7, se omtale i punkt 4.5.3 over og merknadene til forslaget. Det vises til utkastet § 4-5 første ledd bokstav b.

Artikkel 10, bokstav c fastsetter flaggeplikt for personer i den utstrekning de har rett til å utøve stemmerettigheter i tilfeller hvor aksjer med tilknyttede stemmerettigheter er stilt som sikkerhet til vedkommende, forutsatt at han kontrollerer stemmerettighetene og har erklært at han har til hensikt å bruke dem. Bestemmelsen er gjennomført i verdipapirforskriften § 4-3 bokstav a, som omhandler inngåelse og opphør av avtale om finansiell sikkerhetsstillelse. Etter vphl. § 4-3 annet ledd nr. 1 skal stemmerettigheter som kan utøves med grunnlag i avtale etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse §§ 3 og 4 tas med ved beregning av flaggepliktig beholdning, forutsatt at sikkerhetshaver overfor sikkerhetsstiller erklærer at han har til hensikt å stemme for aksjene.

Etter norsk rett vil en pantlover normalt ikke ha anledning til å stemme for en pantsatt aksje uten særskilt fullmakt, bortsett fra ved avtaler etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse som nevnt. Gjennomføringen av artikkel 10, bokstav c i gjeldende norsk rett er begrenset til å gjelde denne typen avtaler. En slik gjennomføring tar ikke hensyn til at utenlandske aksjeeiere i foretak med Norge som hjemstat kan være underlagt andre rettslige rammer enn lov om finansiell sikkerhetsstillelse. Gitt at artikkel 10 nå må gjennomføres på en slik måte at norsk rett er fullharmonisert med direktivbestemmelsen, foreslår utvalget at henvisningen til lov om finansiell sikkerhetsstillelse tas ut og at bestemmelsen formuleres mer i tråd med direktivteksten. Bestemmelsen vil omfatte de tilfellene der aksjer er stilt i sikkerhet hos en tredjeperson forutsatt at vedkommende kan stemme for aksjene og har erklært at vedkommende har til hensikt å stemme. Utvalget antar at avtaler etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse vil være omfattet selv om henvisningen til loven tas ut. Forslaget er ikke ment å endre gjel-

dende rettstilstand på dette punktet, men å sørge for at også andre avtaler av denne typen i andre jurisdiksjoner omfattes, i tråd med direktivet. Det vises til utkast til § 4-5 første ledd bokstav c.

Stemmeretter som er knyttet til aksjer som en person eller rettssubjekt har evigvarende rettighet til er flaggepliktige etter artikkel 10, bokstav d. Denne bestemmelsen er ikke gjennomført i norsk rett. Utvalget foreslår å gjennomføre denne i utkastet § 4-5 første ledd bokstav d.

Artikkel 10, bokstav e er en tradisjonell konsolideringsbestemmelse som angir at stemmeretter holdt av selskap som kontrolleres av vedkommende person eller rettssubjekt, skal medregnes i vurderingen av om vedkommende er flaggepliktig.

Verdipapirhandelloven § 4-3 femte ledd henviser som nevnt til § 2-5 om nærstående. Når det gjelder kontrollerte foretak, går § 2-5 nr. 3 og 4 lenger enn artikkel 10, bokstav e, da også selskap der vedkommendes ektefelle eller mindreårige barn har kontrollerende innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd anses som nærstående. Verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 1 og 2, som omhandler personlige nærstående som ektefelle og mindreårige, er særnorske bestemmelser. Artikkel 10 har ikke tilsvarende bestemmelser om konsolidering av personlig nærstående.

Utvalget viser til kravet om fullharmonisering som nevnt ovenfor. Dette betyr at de norske konsolideringsbestemmelsene om konsernforhold og personlig nærstående i vphl. § 2-5 ikke kan beholdes slik de står i dag. Tilsvarende som foreslått ovenfor om samarbeidsavtaler, foreslår utvalget at henvisningen til § 2-5 tas ut for så vidt gjelder konsolidering av kontrollerte foretak og personlig nærstående. Konsolideringsbestemmelser som svarer til artikkel 10, bokstav e foreslås i stedet tatt inn i utkastet § 4-5 annet ledd. Definisjon av kontrollert foretak foreslås tatt inn i utkastet § 4-5 tredje ledd.

Siden det foreslås en egen konsolideringsbestemmelse for flagging i utkastet § 4-5 vil det innebære forskjellige konsolideringsregler for flagging og for eksempel tilbudsplikt da gjeldende vphl. § 2-5 fortsatt vil gjelde for tilbudsplikt. Dette vil kunne medføre en asymmetri i enkelte tilfeller når konsolidering slår inn for de to regelsettene, utover den asymmetri som følger av gjeldende § 2-5. Utover dette vises det til den kommende utredning av tilbudspliktreglene, jf. Verdipapirlovutvalgets mandat punkt III, nr. 10.

Artikkel 10, bokstav e omfatter etter sin ordlyd konsolidering for så vidt gjelder flaggeplikten

etter artikkel 9, det vil si aksjer med tilknyttede stemmerettigheter, men artikkel 13 nevnes ikke i denne sammenheng. Etter artikkel 13 nr. 4 skal imidlertid unntakene i artikkel 12 nr. 3, 4 og 5 gjelde tilsvarende for flaggeplikten etter artikkel 13. Artikkel 12 nr. 4 og 5 gjør unntak fra plikten til å legge sammen beholdningene etter artikkel 9 og 10 for henholdsvis morselskap til forvaltningsselskap og morselskap til verdipapirforetak på visse betingelser. Selve konsolideringen av beholdningen til morselskap til forvaltningsselskap og morselskap til verdipapirforetak er hjemlet i den generelle konsolideringsbestemmelsen i artikkel 10, bokstav e. Dersom det skal gi mening å gi *unntak* også for konsolidering av stemmerettigheter etter artikkel 13 for henholdsvis morselskap til forvaltningsselskap og morselskap til verdipapirforetak, må det også forutsettes at disse er å anse som konsolidert etter artikkel 10, bokstav e i utgangspunktet.

Videre er konsolideringsbestemmelsen i bokstav e sentral og av vesentlig betydning også for flaggeplikten etter artikkel 13. Opplysninger om et konserns samlede beholdning av finansielle instrumenter som nevnt i artikkel 13 er åpenbart av interesse for investorer, på lik linje med aksjer etter artikkel 9. Utvalget forstår rapporteringsdirektivet dithen at konsolideringsbestemmelsen i artikkel 10, bokstav e gjelder tilsvarende for artikkel 13. Uten en slik konsolidering vil det være en fare for omgåelse av flaggeplikten ved at innehav av denne typen instrumenter legges i datterselskap. Konsernets samlede beholdning av disse instrumentene vil dermed ikke være underlagt flaggeplikt. Utvalget foreslår derfor å ta inn en henvisning til utkastet § 4-4 første ledd i utkastet til § 4-5 annet ledd.

Artikkel 10, bokstav f er ikke eksplisitt gjennomført i norsk rett. Bestemmelsen gjelder flaggeplikt for stemmeretter som er knyttet til aksjer som er deponert hos nevnte person, og som personen eller rettssubjektet kan benytte etter eget skjønn, i mangel av særlig instruks fra aksjeeierne. Utvalget forstår dette slik at det dreier seg om tilfeller der vedkommende oppbevarer aksjer som vedkommende kan stemme for uten at det foreligger noen avtale om sikkerhetsstillelse. Så vidt utvalget er kjent med, er dette ikke særlig praktisk etter norske forhold, men dette kan være aktuelt for utenlandske personer der utstederforetaket har Norge som hjemstat. Utvalget foreslår å gjennomføre tilsvarende regel i utkast til § 4-5 første ledd bokstav e.

Artikkel 10, bokstav g regulerer flaggeplikt for stemmeretter som innehas av en tredjemann i



eget navn, men på vegne av aksjeeier. Reell eier må flagge sitt innehav etter denne bestemmelsen, selv om aksjene er overført til tredjemann, for eksempel ved forvalterregistrering. Flaggeplikten etter artikkel 10, bokstav g må ses i sammenheng med rapporteringsdirektivet artikkel 2 nr. 1, bokstav e, som definerer som aksjeeier enhver som innehar aksjer på vegne av en annen i eget navn. Forvaltere som registrerer aksjer i eget navn må etter artikkel 2 nr. 1, bokstav e flagge på samme måte som reell eier. For ordens skyld nevnes at forvaltere er unntatt flaggeplikt for aksjer hvor forvalteren bare kan utøve stemmerettene til aksjene etter instruks fra den reelle eieren etter artikkel 9 nr. 4.

Forvalter i norsk verdipapirregister kan etter allmennaksjeloven § 4-10 tredje ledd bare utøve økonomiske rettigheter til aksjer omfattet av forvalteroppdraget. Det har dermed ikke vært ansett å være behov for å ta med aksjer utstedt av norske selskaper i verdipapirforskriften § 4-6, som gjennomfører artikkel 10, bokstav g. Forskriften gjennomfører derfor rapporteringsdirektivet artikkel 10, bokstav g og artikkel 2 nr. 1, bokstav e, punkt (ii) for aksjer utstedt av utenlandske utstedere.

Utvalget foreslår å flytte gjennomføringen av artikkel 10, bokstav g til verdipapirhandelloven for å få en samlet gjennomføring av bestemmelsen. Etter norsk rett kan det gis fullmakt til forvalteren om å utøve stemmerettigheter, og forholdet vil da omfattes av artikkel 10, bokstav h om fullmaktsforhold, se omtale nedenfor. Utvalget viser imidlertid til at bestemmelsen som gjennomfører artikkel 10, bokstav g må omfatte både aksjer som er utstedt av norske og utenlandske utstedere, og at det for utenlandske utstedere vil kunne være tillatt for forvalter å utøve stemmerett uten fullmakt. Utvalget foreslår på denne bakgrunn å bruke direktivets ordlyd for å sikre en riktig gjennomføring av bestemmelsen. Det vises til utkastet § 4-5 første ledd bokstav f. Artikkel 2 nr. 1, bokstav e, punkt (ii) foreslås gjennomført i utkastet § 4-5 fjerde ledd.

Etter artikkel 10, bokstav h må en person flagge dersom vedkommende kan utøve stemmerettigheter som fullmektig for en aksjeeier etter eget skjønn uten spesifikke instruksjoner fra aksjeeieren. Bestemmelsen innebærer for eksempel at en aktiv forvalter har flaggeplikt dersom forvalteren har en generell rett til å stemme. Det er adgang til å la fullmektiger utøve stemmerett etter allmennaksjeloven §§ 5-2, jf. 5-4. Bestemmelsen er gjennomført i gjeldende verdipapirforskrift § 4-3 bokstav b. At slike stemmeretter skal tas med ved beregningen av flaggepliktig beholdning følger av

vphl. § 4-3 annet ledd nr. 2. Utvalget foreslår å videreføre denne bestemmelsen i utkastet § 4-5 første ledd bokstav g. Aggregeringsbestemmelsen i gjeldende lov § 4-3 annet ledd nr. 2 ivaretas av utkastet § 4-7.

Utvalget foreslår at det i vphl. § 4-5 sjette ledd tas inn en forskriftshjemmel for departementet til å fastsette nærmere regler om flagging som følge av annen omstendighet, herunder konsolidering.

## 4.9 Fremsettelse av melding – fristen for å flagge

---

### 4.9.1 Gjeldende rett

Melding om flagging skal sendes utsteder og det regulerte markedet hvor aksjen er tatt opp til handel, jf. vphl. § 4-3 første ledd og forskrift 6. desember 2007 nr. 1359 om innsendelse av flaggemeldinger mv. § 1. Fristen for å flagge er regulert i vphl. § 4-3 sjette ledd. Melding skal gis «straks» etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått, eller vedkommende blir kjent med eller burde ha blitt kjent med annen omstendighet som fører til at vedkommende når, passerer eller faller under en terskel i første ledd. Aktsomhetsvurderingen knytter seg etter ordlyden til «annen omstendighet», men tilsvarende vurdering er i praksis innfortolket også for erverv og avhendelse. Tidspunktet den flaggepliktige burde ha blitt kjent med omstendigheten, vil bero på en konkret vurdering.

Kravet til straks å sende flaggemelding vil i utgangspunktet si den tiden det tar å formulere og sende flaggemeldingen. Dersom meldetidspunktet faller utenfor åpningstiden for det regulerte markedets meldingssystem, er det imidlertid praktisert slik at det er tilstrekkelig at flaggemelding gis før markedsplassen åpner neste dag. Videre er kravet om at det skal flagges «straks» praktisert med stor grad av skjønn. Det tas for eksempel hensyn til at en konsolidert gruppes aksjeinnehav (typisk finanskonsern) kan ha behov for noe lengre tid på å beregne konsolidert posisjon før flaggemelding sendes. Det forutsettes at slike aktører har interne systemer og rutiner som sikrer oversikt over det totale aksjeinnehav i konsernet som gjør at gruppen kan flagge raskt, men det stilles ikke krav om at det er etablert rutiner som sikrer fullstendig løpende oppdatering av en konsolidert gruppes aksjeinnehav. Det tas også hensyn til at det for konserner med selskap i ulike tidssoner kan være behov for noe mer tid for å beregne konsolidert posisjon, typisk at det må meldes innen børsåpning neste dag. Hvorvidt fris-

ten for å fremsette flaggemelding er overtrådt beror i praksis på de konkrete forhold i en konsolidert gruppe.

Flaggeplikten oppstår når en flaggegrense nås eller passerer. Denne plikten bortfaller ikke ved at en motsatt handel avtales før flaggefristen har inntrådt. Dette kan eksempelvis få betydning for bilateral handel som utføres utenfor meldeplikt-systemets åpningstid. Det foreligger altså ingen netting av flaggeposisjon etter norsk rett. Det skal flagges hver gang en flaggegrense nås eller passerer uansett om det for eksempel skjer i løpet av samme handelsdag.

Etter gjeldende rett er utsteder ikke ansvarlig for offentliggjøring av flaggemeldinger. Norge har med dette benyttet muligheten for å frita utstedere fra forpliktelse om å offentliggjøre flaggemeldinger etter rapporteringsdirektivet artikkel 12 nr. 7. Det fremkommer av vphl. § 4-4 tredje ledd at Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker er ansvarlig for offentliggjøring. I dag er denne arbeidsoppgaven overført til regulert marked (for tiden Oslo Børs) ved forskrift 6. desember 2007 nr. 1359 om innsendelse av flaggemeldinger mv. § 2.

#### 4.9.2 EØS-rett

Innledningen til rapporteringsdirektivet artikkel 12 nr. 2 lyder som følger etter endringsdirektivet:

«Meldingen til utstederen skal gis straks, men senest innen fire handelsdager etter...»

Dette innebærer at bestemmelsen har fått endret ordlyd fra «snarest mulig, men senest innen fire handelsdager» til «straks, men senest innen fire handelsdager». Utover endringen av ordlyd fra «snarest mulig» til «straks», synes det kun å være språklige endringer. For ordens skyld nevnes at det i engelsk ny direktivtekst benyttes «promptly, but not later than four trading days», mot tidligere «as soon as possible, but not later than four trading days». Resten av artikkel 12 nr. 2 lyder som tidligere:

- «...datoen da aksjeeieren, eller den fysiske personen eller rettssubjektet nevnt i artikkel 10,
- a) får kjennskap til ervervet, avhendingen eller muligheten til å utøve stemmerett, eller ut fra omstendighetene burde ha fått kjennskap til dette, uavhengig av datoen da ervervet, avhendingen eller muligheten til å utøve stemmerett trer i kraft, eller
  - b) underrettes om hendelsen nevnt i artikkel 9 nr. 2.»

Fristen for å sende flaggemelding må sees i sammenheng med direktivet artikkel 12 nr. 6 som bestemmer at utsteder ved mottak av melding i henhold til direktivet artikkel 12 nr. 1, og ikke senere enn tre handelsdager, skal offentliggjøre all informasjon flaggemeldingen inneholder. Etter direktivet artikkel 12 nr. 7 kan imidlertid hjemstaten frita utstedere fra forpliktelsen til å offentliggjøre meldingen etter direktivet artikkel 12 nr. 6 dersom flaggemeldingen blir offentliggjort av hjemstatens kompetente myndighet i henhold til vilkårene fastsatt i direktivet artikkel 21, ved mottak av meldingen, og ikke senere enn tre handelsdager deretter.

#### 4.9.3 Utvalgets vurderinger

Bestemmelsen i rapporteringsdirektivet artikkel 12 krever minimumsharmonisering, men ikke fullharmonisering, da det fortsatt kan stilles strengere krav i nasjonal rett enn det som er oppstilt i artikkel 12, jf. fortalen punkt 12 i endringsdirektivet og ny artikkel 3 nr. 1a, fjerde ledd, punkt (ii) i direktivet.

Ordlyden i ny artikkel 12 nr. 2 i direktivet endres fra at melding skal gis «snarest mulig, men senest innen fire handelsdager» til at melding skal gis «straks, men senest innen fire handelsdager». I engelsk direktivtekst benyttes «promptly» mot tidligere «as soon as possible». Utvalget legger til grunn at «promptly» i enkelte sammenhenger kan ha en noe videre betydning enn «straks» på norsk. Etter gjeldende norsk rett er det allerede et krav om at melding om flagging skal gis «straks», men ikke gitt noen øvrig siste frist. Etter direktivteksten er det en klar oppfordring om at det skal flagges raskt, men det er samtidig satt en siste frist på fire handelsdager.

Norge hadde også etter verdipapirhandelloven av 1997 i § 3-2 femte ledd krav om at det skal flagges ved melding til børsen «straks» etter at «avtale om erverv eller avhendelse er inngått». Strakskravet for flagging har altså eksistert i norsk rett i lengre tid.

Endringen av ordlyden i direktivet fra «snarest mulig» til «straks» krever slik utvalget ser det ingen endring av norsk rett. Utvalget har likevel funnet det hensiktsmessig å vurdere om norsk rett fortsatt skal ha en strengere regel enn direktivet artikkel 12 krever, slik også Sverige har hatt frem til nå (senest «handelsdagen etter»). De større europeiske markedene, som for eksempel Tyskland, Frankrike og Spania, har i nasjonal rett ved tidligere gjennomføring av rapporterings-

direktivet lagt seg nærmere det mer lempelige kravet etter direktivet.

I Sverige er det i nasjonal rett basert på endringsdirektivet innført en regel om at flaggepliktig skal gi melding til utsteder og Finansinspektionen «så snart som möjligt, men senast tre handelsdagar efter» at flaggeplikt oppstår.

I Danmark er det i nasjonal rett inntatt en regel om at flaggepliktig «straks» skal gi melding til utsteder og Finanstilsynet. Dette er en endring fra «hurtigst mulig» til «straks» i tråd med endringen i direktivteksten. Utgangspunktet er at den flaggepliktige senest skal sende melding innenfor handelsdagen, altså innen midnatt den dagen transaksjonen foretas. Det siste er ingen endring i dansk rett.

I Finland er det i nasjonal rett videreført en regel om at flaggepliktig skal «utan obefogat dröjsmål, dock senast handelsdagen efter» gi melding til utsteder og Finansinspektionen. Det er gjort en mindre endring i ordlyden, men innholdsmessig er det likt som tidligere. «Utan obefogat dröjsmål» kan oversettes til norsk som «uten ugrunnet forsinkelse».

I Storbritannia (UK) er det i nasjonal rett videreført en regel om at flaggepliktig skal gi melding til utsteder «as soon as possible, but not later than four trading days in the case of a non-UK issuer and two trading days in all other cases».

Det bør utvises forsiktighet med å ha regler som innebærer konkurransemessig ulempe for selskaper som har finansielle instrumenter notert på norsk regulert marked. Det er imidlertid ikke åpenbart at en kort flaggefrist er noen konkurransemessig ulempe for nevnte utstedere. Informasjon om eierskap i selskaper er av stor interesse for markedet og bør i utgangspunktet spres så raskt som mulig. Investorer bør ikke kunne bygge seg opp større eierposter uten at det blir offentlig for markedet, særlig i oppkjøpssituasjoner. Lik tilgang på informasjon i markedet er sentralt. En kort flaggefrist kan bidra til å hindre ulik informasjon i markedet og mulighetene for ryktespredning. Til sammenligning kan det neves at den nye shortsalg-forordningen (EU/236/2012) fastsetter frist for offentliggjøring av short-posisjoner til innen kl. 15.30 påfølgende handelsdag. Imidlertid gjelder dette et annet EU-regelverk med ulik tidsfristregulering. Utvalget mener derfor at disse reglene har begrenset vekt i relasjon til flagging.

Forholdet til oppgjør av verdipapirhandler i Verdipapirsentralen (VPS) og innsyn i aksjeeierregisteret er et moment som må tas med i vurderingen av flaggefristen. Normal oppgjørssyklus for VPS-registrerte finansielle instrumenter er T+2,

som innebærer at handler gjøres opp og aksjeeierregisteret oppdateres to dager etter handelsdatoen. En handel som gjøres for eksempel mandag, vil dermed være synlig i aksjeeierregisteret på onsdag morgen. I Norge er det imidlertid, i motsetning til i de fleste andre land, utstrakt bruk av enkeltkonto i verdipapirregisteret i istedenfor forvalterkonto. Etter norsk rett er det kun utenlandske aksjeeiere (herunder utenlandske selskaper) som kan ha sine aksjer og egenkapitalbevis i norske selskaper registrert i VPS på forvalterkonto, mens norske aksjeeiere (herunder norske selskaper) må ha sine aksjer og egenkapitalbevis registrert på enkeltkonto. Aksjeeierregistrene til norske selskaper er offentlige i form av innsynsrett etter aksjeloven § 4-6 og allmennaksjeloven § 4-5. Det er ingen tilsvarende offentlig innsynsrett i eierregisteret for obligasjoner. I utgangspunktet er det utstedernes informasjon som finnes i aksjeeierregisteret, og utstederne må kontaktes for å få innsyn i aksjeeierboken. Ut fra ovennevnte vil en flaggefrist som er lengre enn oppgjørssyklusen på T+2 kunne gi asymmetrisk informasjon i markedet.

I den sammenheng nevnes også markedsmissbruksforordningen (EU/596/2014) artikkel 19 vedrørende primærinnsideres meldeplikt som trer i kraft i EU innen 3. juli 2016. Melding skal sendes «promptly and no later than three business days after the date of the transaction». Utvalget legger til grunn at det ikke bør innføres en flaggefrist som er lenger enn fristen for primærinnsideres meldeplikt. Det vises til den kommende utredning av markedsmissbruksreglene, jf. Verdipapirlovutvalgets mandat punkt I, nr. 4.

På den annen side er det også argumenter mot en kort flaggefrist. Enkelte investorer har spredte innhav av finansielle instrumenter, gjerne i flere markeder og fordelt på datterselskaper og utenlandske filialer. For å holde oversikt over flaggeforpliktelser kreves rutiner og systemer. En utvidelse av flaggepliktige instrumenter, og med krav om deltaberegninger for finansielle instrumenter med kontantoppgjør, vil kreve noe mer av investorene for å holde oversikt over og overholde flaggefristen. Hertil kommer at forslaget innebærer at sanksjonene for overtredelse av flaggereglene kan bli noe mer inngripende enn det som har vært tilfelle hittil, blant annet fordi sanksjoner på visse vilkår skal kunne rettes mot fysiske personer som inngår i selskapets ledelse og styre der overtredelsen er begått av et foretak. I tillegg innføres det mulighet for suspensjon av stemmerettigheter. Et noe skjerpet sanksjonsregime kan tale for at flaggefristen ikke bør være for kort.

Utvalget mener at dagens fleksible praktisering av fristkravet som redegjort for, der for eksempel investorer med selskaper i forskjellige tidssoner har fått noe mer rom før flaggefristen anses å ha inntrådt, er hensiktsmessig. Utvalget mener videre at en ved praktiseringen etter endringsdirektivet må hensynta at det blant annet vil innføres flaggeplikt for finansielle instrumenter med kontantoppgjør der det kreves bruk av delta-beregninger, som vil kunne gjøre flaggeberegninger noe mer komplisert. Utvalget har for øvrig i den forbindelse vurdert om det bør være en todeling av flaggefristen slik at flagging som er basert på finansielle instrumenter som krever delta-beregning, får en noe lengre flaggefrist enn øvrige situasjoner. Imidlertid finner utvalget det ikke hensiktsmessig med en slik todeling da det kan bli unødvendig komplisert for markedet.

Et flertall av utvalgets medlemmer, bestående av Bjerkestrand, Grandal, Skallerud, Stray og Truyen foreslår at dagens frist om at flaggemelding skal gis «straks» i gjeldende vphl. § 4-3 sjette ledd opprettholdes. Det legges til grunn at straks-kravet under enhver omstendighet vil oppfylle direktivets yttergrense på «senest innen fire handelsdager» ved at «straks» ikke vil kunne innebære en flaggefrist utover fire handelsdager. Dette anses dermed ikke nødvendig å innta i lovteksten.

Et mindretall av utvalgets medlemmer, bestående av Harto, Nygaard og Solem foreslår at det istedenfor straks-kravet innføres et krav om at flagging skal gjøres «uten ugrunnet opphold, men senest innen fire handelsdager» etter at flaggeplikt oppstår. Mindretallet er av den oppfatning at ved å erstatte dagens «straks» krav med «uten ugrunnet opphold», vil man i større grad gjenspeile dagens praktisering av fristkravet i form av den konkrete vurdering som gjøres i relasjon til utenlandske investorer med flere filialer i forskjellige tidssoner, teknisk svikt mv, uten at dette innebærer en lempning av dagens regler. Dette vil skape bedre forutberegnelighet, noe som blant annet er viktig for å gjøre det norske verdipapirmarkedet attraktivt for utenlandske investorer. Samtidig vil et slikt krav i større grad gjenspeile det forhold at det fremover må utføres mer sam-

mensatte og kompliserte flaggeberegninger etter innføring av kravene etter endringsdirektivet. Når det gjelder kravet om at flagging skal gjøres «senest innen fire handelsdager», mener mindretallet at hovedregelen i direktivet bør følges da det ikke foreligger spesielle forhold ved det norske markedet som tilsier en avvikende regel, og at de andre nordiske landene også i en eller annen variant har lagt opp til en maksimumsfrist. Mindretallet mener at ordlyden «uten ugrunnet opphold», på samme måte som «straks», også vil være i samsvar med direktivteksten, som er «promptly».

Et øvrig mindretall av utvalgets medlemmer, bestående av Vidjeland, deler flertallets vurdering om at det er hensiktsmessig å videreføre dagens lovtekst om at melding skal sendes straks, men foreslår at det i tillegg til dagens hovedregel introduseres en maksimumsfrist. Frist for flagging med maksimumsfrist vil været i tråd med den systematikk som benyttes i rapporteringsdirektivet. Videre benyttes maksimumsfrist i de fleste andre EØS-stater det er naturlig å sammenligne med. Slik frist bør, av hensyn til risikoen for asymmetrisk spredning av relevant informasjon, ikke være lenger enn oppgjørssyklus for aksjer registrert i VPS. Dette er særlig relevant for det norske markedet på grunn av det åpne aksjeeierregisteret i norske selskaper og utstrakt bruk av enkeltkonto i stedet for forvalterkonto. Mindretallet foreslår derfor at flagging må gjøres «straks, men senest innen åpning av regulert marked andre handelsdag».

Ut fra ovennevnte vurderinger, for å gjennomføre ny artikkel 12 nr. 2 i direktivet i norsk rett, foreslår utvalget at det i utkastet til lov § 4-8 første ledd tas inn frist for flaggemelding i tråd med gjeldende rett. Meldingen skal gis «straks» etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått, eller vedkommende blir kjent med eller burde ha blitt kjent med erverv, avhendelse eller annen omstendighet som fører til at vedkommende når, passerer eller faller under en terskel som nevnt i § 4-3 første ledd.

Utvalget foreslår at det i vphl. § 4-8 annet ledd tas inn en forskriftshjemmel for departementet til å fastsette nærmere regler om fristen for melding.

## Kapittel 5

# Nye regler om innsending av lagringspliktige opplysninger til ESMA

### 5.1 Gjeldende rett

---

Verdipapirhandelloven § 5-12 gir regler om offentliggjøring og lagring av informasjonspliktige opplysninger. Bestemmelsen fastslår at utsteder, eller annen person som har søkt om opptak til handel uten utsteders samtykke,<sup>1</sup> skal offentliggjøre informasjonspliktige opplysninger på en effektiv og ikke-diskriminerende måte, samtidig som de sendes elektronisk til vedkommende regulerte marked som skal oppbevare opplysningene på betryggende vis.

Reglene om offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger gjelder både for utstedere med Norge som hjem- og vertsstat. Det er imidlertid bare utstedere med Norge som hjemstat som skal sende lagringspliktige opplysninger til norsk regulert marked. Utsteder med Norge som vertsstat skal sende opplysningene til hjemstatens offisielle lagringsmekanisme, se vphl. § 5-12 fjerde ledd.

Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 21 som fastslår at «regulated information», det vil si informasjon som er gjenstand for informasjonsplikt etter rapporteringsdirektivet og markedsmisbruksdirektivet, skal offentliggjøres på en effektiv og ikke diskriminerende måte, samt sendes til en «officially appointed mechanism» (heretter OAM) hvor slik informasjon skal lagres.

I forbindelse med gjennomføring av rapporteringsdirektivet ble det vurdert hvem som skulle utpekes som OAM i Norge. I Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) under punkt 17.5 uttalte departementet at det er hensiktsmessig at det regulerte markedet mottar informasjonspliktige opplysninger og er lagringssystem for opplysningene. Denne løsningen innebærer minst kostnader totalt sett fordi systemer for mottak og oppbevaring av opplysninger allerede eksisterer på markedsplassen.

<sup>1</sup> Se Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) pkt. 10.1 om opptak til handel, på s. 207 flg. vedrørende opptak til handel uten utsteders samtykke.

Finanstilsynet fører tilsyn med regulerte markeder og kan således kontrollere at ordningen fungerer tilfredsstillende. Det er gitt hjemmel for å gi nærmere regler om offentliggjøring og oppbevaring av informasjonspliktige opplysninger i forskrift.

Det finnes enkelte utstedere som etter rapporteringsdirektivet har Norge som hjemstat, men som ikke er notert på norsk regulert marked. For disse utstederne fungerer Oslo Børs som OAM fordi de ellers vil stå uten. Etter det utvalget kjenner til, har denne ordningen ikke budt på problemer i praksis.

Nærmere regler om offentliggjøring av informasjon er gitt i verdipapirforskriften § 5-9. Det er imidlertid ikke gitt nærmere regler om lagring av informasjon.

### 5.2 EØS- rett

---

Det gjøres ingen endringer i rapporteringsdirektivets regler om offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger. Det legges imidlertid opp til omfattende endring av reglene om spredning og lagring av informasjonen. I ny artikkel 21a gis det således regler om et felles europeisk tilknytningspunkt for nasjonale OAMer. Etter bestemmelsen skal det innen 1. januar 2018 opprettes en nettportal som skal fungere som et felles europeisk tilknytningspunkt for alle OAMene i Unionen. Denne lagringsmekanismen skal opprettes og drives av ESMA.

Bakgrunnen for endringene er nærmere omtalt i fortalen til direktivet. Her fremheves det at investorer enkelt bør få tilgang til informasjonspliktige opplysninger for alle selskaper notert på regulert marked i Unionen, fordi dette vil bidra til å fremme investering over landegrensene. Det påpekes at eksisterende nettverk av offisielt utpekte nasjonale OAMer ikke sikrer enkel søking etter informasjonspliktige opplysninger.

For å gjennomføre prosjektet innføres en rekke hjemler til å gi utfyllende rettsakter og tekniske standarder som skal fastsettes av kommisjonen. Disse er foreløpig ikke ferdig utarbeidet, men skal i henhold til ny artikkel 22 inneholde bestemmelser om tekniske krav til kommunikasjonsteknologi som skal benyttes av nasjonale OAMer, tekniske krav knyttet til drift av det elektroniske tilknytningspunktet, tekniske krav til identifikasjon av utstedere, felles format for levering av opplysninger samt felles regler om kategorisering av informasjonspliktige opplysninger. I tillegg til tekniske standarder utarbeidet i medhold av artikkel 22 kan kommisjonen gi utfyllende rettsakter etter ny artikkel 21 nr. 4, blant annet for å sikre interoperabilitet mellom nasjonale OAMer og det felles tilknytningspunktet hos ESMA.

### 5.3 Utvalgets vurderinger

---

Utvalget bemerker at gjennomføring av rapporteringsdirektivets nye bestemmelser om felles europeisk tilknytningspunkt krever endringer i verdipapirhandelloven med tilhørende forskrifter. Idet direktivbestemmelsene kun fastslår at det skal utarbeides utfyllende rettsakter som skal gi nærmere regler, er det nå ikke mulig å utarbeide nødvendige regler. De utfyllende rettsaktene vil gis i form av tekniske standarder i forordningsform og vil være av svært teknisk karakter. Det vil ikke foreligge rom for nasjonale valg. Utvalget foreslår på denne bakgrunn at det utarbeides en forskriftshjemmel for å gi de nødvendige reglene, sammen med eksisterende forskriftshjemmel i vphl. § 5-12.

## Kapittel 6

# Tilsyn med bestemmelsene som gjennomfører rapporteringsdirektivet

### 6.1 Bestemmelsene om tilsyn

Finanstilsynet fører tilsyn med *overholdelsen av verdipapirhandellovens bestemmelser*, se vphl. § 15-1 annet ledd. For finansiell rapportering er det en særskilt tilsynsbestemmelse i vphl. § 15-1 tredje ledd hvor det heter at Finanstilsynet fører kontroll med den finansielle rapporteringen fra utstedere av omsettelige verdipapirer som er eller søkes notert på regulert marked i EØS med Norge som hjemstat.

Bestemmelsene om tilsyn gjennomfører blant annet rapporteringsdirektivet artikkel 24 som fastslår at tilsynsmyndigheten skal ha en rekke virkemidler til rådighet for å forestå tilsynet.

I Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) i punkt 22.1.5 er det gitt detaljert redegjørelse for gjennomføring av rapporteringsdirektivet artikkel 24 i verdipapirhandelloven. Endringsdirektivet innebærer ingen endringer for så vidt gjelder krav til tilsynsmyndighetens virkemidler og kompetanse. Utvalget viser til nevnte proposisjon for en nærmere beskrivelse av gjeldende rett og gjennomføring av tilsynsbestemmelsene i artikkel 24.

Endringsdirektivet gir imidlertid i artikkel 24 i nye punkt a) og b) to generelle «fanebestemmelser». I førstnevnte presiseres det at tilsynsmyndigheten skal gis «all investigative powers that are necessary» for å kunne utføre sine oppgaver. Idet utvalget legger til grunn at Finanstilsynet allerede har de hjemler til å utføre sine oppgaver som rapporteringsdirektivet omtaler, kan ikke utvalget se at presiseringen medfører noe behov for endringer i norsk rett.

I sistnevnte fastslås det at tilsynsmyndigheten skal utøve sin sanksjonsmyndighet enten direkte, i samarbeid med andre myndigheter, på eget ansvar ved delegering til slike myndigheter, eller etter søknad til rettsmyndighetene. Utvalget kan heller ikke se at denne bestemmelsen genererer behov for endringer i norsk rett idet ingen oppgaver utøves på andre enn de foreskrevne måtene.

### 6.2 Særskilt om tilsyn med land-for-landrapportering

Det kan reises spørsmål om tilsyn med overholdelsen av bestemmelsen om land-for-landrapportering i vphl. § 5-5a skal føres i medhold av vphl. § 15-1 annet eller tredje ledd. Dette har blant annet betydning for om verdipapirforskriften kapittel 13 II kommer til anvendelse.

Spørsmålet om tilsyns- og sanksjonsregime ble drøftet i forbindelse med innføring av land-for-landrapportering. I rapport til Finansdepartementet fra arbeidsgruppen for land-for-landrapportering under pkt. 6.2, bemerket arbeidsgruppen at oppfølging av land-for-landrapporteringen ville følge et tosporet system, der etterlevelsen av rapporteringen blir ivaretatt av Finanstilsynet for foretak som faller inn under vphl. § 5-5a, og av Regnskapsregisteret for foretak som kun har rapporteringsplikt etter regnskapsloven § 3-3d. Tilsvarende vil sanksjonsbestemmelsene følge av henholdsvis verdipapirhandelloven kapittel 17 og regnskapsloven kapittel 8. Det ble imidlertid ikke tatt stilling til hvilket av alternativene i § 15 -1 som kommer til anvendelse for foretak som faller under Finanstilsynets tilsyn.

Utvalget legger til grunn at land-for-landrapporteringen faller inn under tilsynsbestemmelsen i vphl. § 15-1 tredje ledd. Selv om det er noe uklart om land-for-landrapporteringen etter en streng språklig fortolkning kan karakteriseres som «*annen finansiell rapportering*» er det likefullt bestemmelser om utstederes rapportering om nærmere bestemt finansiell informasjon i regnskapsdirektivet og rapporteringsdirektivet. Systematisk og innholdsmessig hører tilsynet hjemme sammen med tilsynet med den finansielle rapporteringen. Det bør fremgå klart om land-for-landrapporteringen faller inn under det ene eller det andre alternativet, blant annet fordi det har betydning for hvilke tilsyns- og sank-

sjonsbestemmelser som kommer til anvendelse. Utvalget foreslår derfor at det foretas en presisering i § 15-1 tredje ledd slik at det uttryk-

kelig fremgår at land-for-landrapporteringen faller inn under denne bestemmelsen.



## Kapittel 7

# Forvaltningsmessige tiltak og sanksjoner

### 7.1 Gjeldende rett

#### 7.1.1 Pålegg om retting

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, se vphl. § 15-7 sjette ledd. Pålegget kan omfatte ethvert tiltak som er nødvendig for å bringe overtredelsen til opphør.

Etter verdipapirforskriften §§ 13-8 flg. kan Finanstilsynet pålegge utstederforetak å endre sin fremtidige regnskapspraksis, å korrigere feil i neste rapportering, herunder gi noteopplysninger om forholdet, og å gi offentlig tilleggsinformasjon ved melding til børsen eller på annen måte dersom den finansielle rapporteringen i dokumenter ikke er i samsvar med lov eller forskrift. I medhold av forskriftens § 13-9 kan Finanstilsynet pålegge utstedere å avlegge nytt regnskap og ny beretning hvis den finansielle informasjonen i rapporteringen avviker vesentlig fra det som følger av lov eller forskrift. Dersom Finanstilsynets pålegg ikke etterkommes, kan utsteder ilegges dagmulkt, se verdipapirforskriften § 13-10.

I mange tilfeller vil et pålegg om retting ved overtredelse av regelverket være lite hensiktsmessig. For eksempel kan overtredelse ha inntruffet seg allerede, eller situasjonen kan ha opphørt. Et eksempel er brudd på flaggeplikten, hvor flaggemelding som regel vil være gitt før saken er ferdig behandlet. Tilsvarende gjelder ofte i saker om forsinket regnskapsrapportering. Her vil Finanstilsynet isteden kunne rette kritikk mot overtredelse og pålegge vedkommende å sørge for rutiner som hindrer nye overtredelser.

Etter stedlige eller dokumentbaserte tilsyn utarbeider Finanstilsynet tilsynsmerknader. I merknadene gjennomgår Finanstilsynet de funn som er gjort på tilsynet og påpeker blant annet eventuelle brudd på verdipapirhandelloven med forskrifter. Ofte vil foretaket ha inntruffet seg på grunnlag av foreløpige bemerkninger fra Finans-

tilsynet. I slike tilfeller vil Finanstilsynet isteden kunne rette kritikk mot overtredelse og understreke viktigheten av at foretakets rutiner skjerpes.

Dokumenter som inneholder kritikk for regelverksbrudd er i utgangspunktet offentlige og blir publisert på Finanstilsynets hjemmeside, se nærmere under pkt. 7.1.4.

#### 7.1.2 Ileggelse av overtredelsesgebyr

Finanstilsynet har hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr for en rekke overtredelser av verdipapirhandellovens bestemmelser, herunder bestemmelser som gjennomfører rapporteringsdirektivet.

Etter vphl. § 17-4 kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr *ved forsettlig eller uaktsom overtredelse* av reglene om flaggeplikt i §§ 4-3 og 4-4 første og annet ledd, eller forskrifter gitt i medhold av disse bestemmelsene. Medvirkning kan sanksjoneres på samme måte. Det samme gjelder forsøkshandlinger.

Etter vphl. § 17-4 kan Finanstilsynet ilegge *utstedere* som nevnt i § 15-1 tredje ledd (det vil si utstedere av omsettelige verdipapirer som er eller søkes notert på regulert marked i EØS og som har Norge som hjemstat) overtredelsesgebyr dersom foretakets finansielle rapportering ikke er i samsvar med lov eller forskrift når overtredelsen har skjedd forsettlig eller uaktsomt. Klage over slike gebyrer følger reglene som er fastsatt for behandling av klager på vedtak knyttet til finansiell rapportering, se vphl. § 17-4 siste setning.

Ved utmåling av overtredelsesgebyr etter vphl. § 17-4, skal det særlig legges vekt på overtredelsens omfang og virkninger, samt graden av skyld.

Overtredelse av sentrale bestemmelser i verdipapirhandelloven kan straffes med bøter og fengsel, se vphl. § 17-3. Påtale finner bare sted når allmenne hensyn krever det. Vurdering av straffebestemmelsene er ikke en del av denne utredningen. Utvalget skal foreta en samlet vurdering av straffebestemmelsene i delutredning nummer to.

### 7.1.3 Kort om andre tiltak Finanstilsynet kan iverksette

I medhold av bestemmelsene i verdipapirhandelloven kapittel 15 og finanstilsynsloven, kan Finanstilsynet iverksette en rekke tiltak for å gjennomføre tilsyn og sørge for overholdelse av regelverket som hører under Finanstilsynets område, blant annet kreve opplysninger, få dokumenter utlevert og utveksle informasjon med andre tilsynsmyndigheter. Pålegg- og sanksjonshjemler som ikke berøres av endringsdirektivets bestemmelser omtales ikke i det følgende.

### 7.1.4 Offentliggjøring av opplysninger

Hovedregelen i norsk rett er at alle dokumenter utarbeidet av et offentlig organ *er offentlige*, se Lov 19. mai 2006 nr. 16 om rett til innsyn i dokument i offentlig verksemd (heretter offentliglova eller offl.) § 3. Et dokument anses utarbeidet når det er sendt ut av organet, eller ferdigstilt, se offl. § 4. Innsyn kan utsettes dersom nærmere bestemte vilkår er til stede, blant annet hvis dokumentet kan gi et misvisende bilde av saken. Offentliggjøring skal skje gjennom offentlig journal i medhold av offl. § 10. Det offentlige organet som har utarbeidet dokumentet kan etter samme bestemmelse gjøre dokumentet tilgjengelig på internett. Unntak fra sistnevnte gjelder for visse personopplysninger. Det kan gjøres unntak fra hovedregelen om offentliggjøring i lovbestemte tilfeller. Unntak fra offentliggjøring kan videre gjøres for opplysninger som er underlagt taushetsplikt, se offl. § 13. Etter offl. § 24 kan det for eksempel gjøres unntak dersom innsyn i dokumentet motvirker enkelte kontroll- og regulerings tiltak eller kan lette gjennomføringen av lovbrudd.

Finanstilsynet *publiserer* etter dagens praksis alle tilsynsmerknader på verdipapiriområdet på sitt nettsted. Tilsvarende gjelder vedtak om sanksjoner rettet mot foretak og personer, for sistnevnte etter en nærmere vurdering og eventuelt i anonymisert form. Formålet med offentliggjøring er å opplyse om Finanstilsynets praksis og å motvirke overtredelser av regelverket.

Verdipapirhandelloven § 15-6 tredje ledd setter visse skranke for offentliggjøring. Bestemmelsen fastslår at enhver som utfører tjeneste for Finanstilsynet eller departementet har taushetsplikt om opplysninger som omhandler tiltak og sanksjoner som knytter seg til overtredelse av bestemmelser i lovens kapittel tre, fire eller fem, dersom offentliggjøring av opplysningene kan skape alvorlig uro

på finansmarkedene eller påføre de berørte parter uforholdsmessig stor skade.

## 7.2 EØS-rett

### 7.2.1 Innledning

Rapporteringsdirektivets bestemmelser om forvaltningsmessige tiltak og sanksjoner endres vesentlig. Bakgrunnen for endringen er et ønske om å forbedre overholdelsen av kravene i direktivet og tilsynsmyndighetenes evne til å følge opp brudd på bestemmelsene. Det er også et uttalt hensyn at sanksjonene skal virke tilstrekkelig preventive. I bestemmelsene er det ikke noe klart skille mellom hva som skal anses som et forvaltningsmessig tiltak og hva som er å betrakte som en sanksjon. Dette beror i stor grad på rettstradisjonen i hvert enkelt land. Det sentrale er imidlertid at det legges opp til at alle land skal ha visse administrative minimumsbeføyelser til rådighet.

Mens dagens bestemmelser om sanksjoner fastslår at nasjonale myndigheter skal ha mulighet for å gi sanksjoner som er «effective, proportionate and dissuasive», men i stor grad overlater til nasjonale myndigheter å fastsette regler om hvilke sanksjoner som skal anvendes, krever endringsdirektivet at nasjonale tilsynsmyndigheter *skal* ha nærmere angitte tiltak og sanksjoner til rådighet ved brudd på nasjonale regler som gjennomfører rapporteringsdirektivets bestemmelser. Direktivet gir dermed minimumsregler men med mulighet for nasjonale myndigheter til å gi strengere regler, herunder kan sanksjonsbestemmelsene gjøres gjeldende for brudd på flere av direktivets bestemmelser og gi strengere sanksjoner enn direktivets minimum. Bestemmelsene krever at nasjonale myndigheter ikke bare innfører sanksjonsbestemmelser overfor foretak som bryter regelverket, men også overfor den personkrets som kan holdes ansvarlig for brudd på regelverket i foretaket.

Av fortalen til endringsdirektivet fremgår det at styrkingen av sanksjonsbestemmelsene i rapporteringsdirektivet er en del av oppfølgingen av kommisjonens meddelelse av 9. desember 2010, «Reinforcing sanctioning regimes in the financial sector» (heretter meddelelsen).<sup>1</sup> Målsetningen er en helhetlig opprustning og samordning av sanksjonsbestemmelsene på finansområdet.

<sup>1</sup> COM (2010) 716 Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee of the regions, Reinforcing sanctioning regimes in the financial services sector

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 for å ilegge overtredelsesgebyr, eller har for lave satser for slike gebyrer, noen mangler mulighet for 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 administrative sanksjoner, eller en kombinasjon av disse. Endelig er det stor forskjell på effektiviteten i håndhevelsen av regelverket og om sanksjoner i praksis ilegges.

Kommisjonen påpeker at de store variasjonene i effektiviteten i sanksjonsregimet blant annet kan medføre mangelfull overholdelse av regelverket og redusert tillit til finansmarkedet. På denne bakgrunn foreslår kommisjonen en rekke tiltak som kan styrke og samordne nasjonale tilsynsmyndigheters sanksjonering av brudd på de ulike direktivbestemmelsene på finansområdet, herunder innføring av regler som stiller minimumskrav til de nasjonale sanksjonsregimene, blant annet om typer av sanksjoner, offentliggjøring, tilstrekkelig høye overtredelsesgebyrer, og krav om at sanksjonene skal omfatte både juridiske personer og individer.

### 7.2.2 Nærmere om de nye sanksjonsbestemmelsene

Nedenfor følger en fremstilling av de nye sanksjonsbestemmelsene. For å lette fremstillingen, beskriver utvalget direktivteksten uten at sitatorm benyttes systematisk.

Artikkel 28 nr. 2 gir regler om *hvem som skal kunne ilegges sanksjoner ved brudd på regelverket*. Når et foretak har forpliktelser etter regelverket som gjennomfører rapporteringsdirektivet, og overtrer disse reglene, skal medlemsstatene sørge for at sanksjoner kan anvendes mot medlemmer av foretakets «administrasjons-, ledelses- eller kontrollorganer, og mot andre fysiske personer som i henhold til nasjonal lovgivning er ansvarlig for overtredelsene» på de vilkår som er fastsatt i nasjonal lovgivning.

Hverken artikkelen selv eller fortalen gir nærmere redegjørelse for personkretsen som skal kunne omfattes av ansvaret og på hvilke vilkår. De nye sanksjonsreglene bygger imidlertid på meddelelsen fra kommisjonen. Under punkt 4.2 i meddelelsen på s. 13 heter det:

«Sanctions should be imposed on the individual responsible for a violation and/or on the financial institution to the benefit of which those individuals are acting when committing a breach. Sanctioning the individuals responsible for a violation may be more appropriate where a violation is exclusively their responsibility. On the other hand, where that individual is part of a financial institution, fining the financial institution is frequently appropriate if the person responsible acted to the benefit of a financial institution. It could also encourage financial institutions to take the organizational measures and provide the staff training necessary to prevent violations.

The Commission considers that subject to the specificities of each legislative act administrative sanctions should be available against the individuals responsible and the financial institutions to the benefit of which the individual acted.

The Commission is considering introducing appropriate provisions specifying that administrative sanctions should be applicable to all the persons responsible for an infringement. This should include the individual responsible for a violation and/or, where that individual is part of a financial institution, the financial institution to the benefit of which he acted when carrying out the violation.»

Meddelelsen omfatter innføring av nye sanksjonsregler på alle direktivområder og må leses i denne konteksten. I Kommisjonens «impact assessment» til endringene i rapporteringsdirektivet henvises det til meddelelsen for så vidt gjelder de nye sanksjonsreglene i rapporteringsdirektivet.<sup>2</sup> Meddelelsen utgjør dermed et viktig bakteppe når en skal vurdere hvordan rapporteringsdirektivets sanksjonsregler er å forstå. Her fremgår det at gebyrer skal kunne ilegges både foretak og personer i den ansvarlige ledelsen dersom vilkårene for å ilegge gebyr er oppfylt.

Etter ny artikkel 28a skal tilsynsmyndigheten minst kunne ilegge nærmere bestemte administrative sanksjoner, herunder overtredelsesgebyr, *ved brudd på følgende bestemmelser i direktivet:*

- Utsteder har ikke offentliggjort opplysninger som kreves i henhold til nasjonale bestemmelser som gjennomfører artikkel 4, 5, 6, 14 og 16, innen den fastsatte fristen.
- Noen (fysisk eller juridisk person) har ikke meldt fra om erverv eller avhendelse av en

<sup>2</sup> Se SEC (2011) 1279 final/2, Report from the Commission, Commission staff working paper, Impact Assessment, pkt. 7

betydelig eierandel i samsvar med nasjonale bestemmelser som gjennomfører artikkel 9, 10, 12, 13 og 13a, innen den fastsatte fristen.

Det vil si at sanksjonsbestemmelsene må omfatte brudd på nasjonale bestemmelser som gjennomfører rapporteringsdirektivets regler om årsrapport, halvårsrapport, land-for-landrapportering, flagging og (gjenværende bestemmelser om) endringer i aksjekapital, lånerettigheter mv. i vphl. § 5-8.

Ved overtredelse av bestemmelsene som nevnes i ny artikkel 28a skal tilsynsmyndigheten i henhold til ny artikkel 28b *minst kunne pålegge følgende administrative tiltak og sanksjoner*:

- a. Gi en offentlig erklæring om at en person eller et foretak har brutt regelverket, og om overtredelsens karakter.
- b. Gi pålegg om at den som bryter regelverket opphører med atferden og ikke gjentar handlingen.
- c. Gi administrative overtredelsesgebyrer som:

For en juridisk person skal være:

- opp til 10 000 000 euro eller opp til 5 % av den samlede årsomsetningen 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 årsomsetningen, eller tilsvarende inntekt etter relevante regnskapsdirektiver, etter siste tilgjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsen i det overordnede morforetaket, *eller*
- opptil to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, når det er mulig å fastsette dette

der det høyeste beløpet anvendes. I den engelske versjonen av direktivteksten benyttes begreper «whichever is higher» for så vidt gjelder maksimumsbeløpet som skal velges. Dette innebærer at maksimumsbeløpet kan settes høyere enn 10 000 000 euro dersom alternativ to i strekpunkt en eller strekpunkt to gir høyere beløp.

For en fysisk person skal være:

- opp til 2 000 000 euro, eller
  - opp til to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, når det er mulig å fastsette dette,
- der det høyeste beløpet anvendes.

Ny artikkel 28b nr. 1, siste ledd fastslår at de starter som ikke har euro som offisiell valuta skal

beregne overtredelsesgebyr ut fra tilsvarende verdi i nasjonal valuta basert på valutakursen på ikrafttredelsesdatoen til endringsdirektivet.

Etter ny artikkel 28b nr. 2 skal medlemsstatene sørge for at det innføres regler i nasjonal rett som medfører at stemmerettigheter til aksjer kan oppheves midlertidig ved overtredelse av reglene i artikkel 28a bokstav b (reglene om flagging). Medlemstaten kan velge å gjøre reglene gjeldende bare for alvorlige overtredelser.

Ny artikkel 28b nr. 3 fastslår at medlemstatene kan fastsette regler om ytterligere sanksjoner eller tiltak og høyere overtredelsesgebyrer enn det som fastsettes i direktivet.

Ny artikkel 28c gir detaljerte regler om hva nasjonale tilsynsmyndigheter skal legge vekt på når sanksjonsmyndigheten utøves. 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. den fysiske eller juridiske personens grad av ansvar,
- c. overtrederens finansielle soliditet, for eksempel med utgangspunkt i samlet omsetning eller årlige inntekt,
- d. betydningen av den fortjeneste som er oppnådd, eller det tap som er unngått i den grad dette kan fastslås,
- e. tap påført tredjemann som følge av overtredelsen i den grad dette kan fastslås,
- f. overtrederens vilje til å samarbeide med myndighetene,
- g. tidligere overtredelser vedkommende har gjort seg skyldig i.

Etter ny artikkel 29 skal medlemsstatene sørge for at tilsynsmyndigheten uten ugrunnet opphold skal offentliggjøre alle beslutninger om sanksjoner og tiltak som ilegges for overtredelse av rapporteringsdirektivet. Det skal minst gis opplysninger om overtredelsens art og karakter og om hvem som er skyldig i overtredelsen.

Tilsynsmyndigheten kan utsette offentliggjøringen av en beslutning eller offentliggjøre beslutningen i anonymisert form, i følgende tilfeller:

- a. Når sanksjonene ilegges en person og offentliggjøring etter en forhåndsvurdering fremstår som urimelig.
- b. Når offentliggjøringen kan utgjøre en alvorlig trussel mot finanssystemets stabilitet eller en pågående offisiell etterforskning.
- c. Når offentliggjøringen, i den grad dette kan fastslås, påfører de berørte institusjoner eller personer uforholdsmessig stor skade.

## 7.3 Utvalgets vurderinger

### 7.3.1 Kort om EØS-relevans av sanksjonsbestemmelsene

Et grunnleggende utgangspunkt for EU-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 nærmere bestemte sanksjoner for å sikre håndhevelse av fellesskapsretten. Utgangspunktet kan imidlertid fravikes dersom krav om nærmere angitte sanksjoner (eller sentralisert håndheving) følger direkte av direktiver og forordninger. Krav i direktiver og forordninger kan dermed begrense medlemsstatenes valgfrihet.

De nye sanksjonsbestemmelsene i rapporteringsdirektivet er utformet som minimumsbestemmelser, slik at nasjonale myndigheter plikter å gjennomføre bestemmelsene, men står fritt til å fastsette strengere regler. Dette fremgår av den nye bestemmelsen i artikkel 28b nr. 3 hvor det heter at «*Medlemsstatene kan fastsette ytterligere sanksjoner eller tiltak og større administrative økonomiske sanksjoner enn dem som er fastsatt i dette direktiv*».

Straffesanksjoner er ikke omfattet av EØS-avtalen. Bestemmelser som setter krav om innføring av administrative sanksjoner for brudd på fellesskapslovgivningen i EU-retten kan derimot være EØS-relevante og skal i så fall innarbeides i EØS-avtalen. Avgjørende for spørsmålet om EØS-relevans er om sanksjonene er å regne som administrative eller om de har en slik strafferettslig karakter at de faller utenfor EØS-avtalens saklige virkeområde.

Utvalget er kjent med at den danske konstitusjonen er til hinder for at det gjennomføres administrative gebyrer på finansområdet. Den danske posisjonen er dermed at det fortsatt er adgang til å velge straffesporet istedenfor å gjennomføre regler om administrative gebyrer. Det legges til grunn at det ene eller annet alternativ må velges i sin helhet. Så langt utvalget har kunnet bringe i erfaring er dette standpunktet også lagt til grunn for så vidt gjelder endringene i rapporteringsdirektivet, selv om formuleringene her skiller seg fra øvrige direktiver på finansområdet. I de nye bestemmelsene til rapporteringsdirektivet peker ordlyden i retning av at forvaltningsmessige minimumsbeføyelser må gjennomføres, men at straffe-

rettslige sanksjonshjemler kan fastsettes i tillegg. I Sverige er det lagt til grunn at direktivets minimumssanksjoner må gjennomføres. Utvalget nøyer seg med å bemerke at det i Norge allerede er gjennomført bestemmelser om administrative gebyrer som dekker de fleste områdene endringsdirektivet omfatter.

Spørsmålet om EØS-relevans av rapporteringsdirektivets sanksjonsbestemmelser har vært gjenstand for en foreløpig vurdering i et brev fra Utenriksdepartementet til Finansdepartementet. Utenriksdepartementets foreløpige konklusjon er at samtlige av endringsdirektivets sanksjonsbestemmelser er EØS-relevante og må gjennomføres i norsk rett. Departementet vurderer blant annet betydningen av at sanksjonsbestemmelsene inneholder minimumsregler som fastsetter overtredelsesgebyr med høye maksimumsbeløp for brudd på regelverket. Utenriksdepartementet fremhever at nivået på gebyrene ikke i seg selv er avgjørende, men må ses i sammenheng med overtredelsens karakter og i hvilken grad reaksjonen bærer preg av straff. Utenriksdepartementet fremhever også at direktivet på en tydelig måte gir uttrykk for at sanksjonene ikke er å betrakte som straff idet det understrekes at sanksjonene i direktivet er uten betydning for nasjonale myndigheters adgang til å gjennomføre straffebestemmelser (i tillegg). Utvalget bemerker at spørsmålet om EØS-relevans først blir endelig avgjort når endringsdirektivet 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 Utenriksdepartementets foreløpige vurderinger.

### 7.3.2 Pålegg om retting

Etter ny artikkel 28b nr. 1, bokstav b, skal tilsynsmyndigheten ha mulighet for å pålegge den som overtrer nærmere angitte bestemmelser i direktivet å avslutte atferden og avstå fra å gjenta slik atferd. Tilsynsmyndigheten skal i tillegg kunne gi en offentlig erklæring med opplysninger om at vedkommende har overtrådt rapporteringsdirektivets bestemmelser med opplysninger om overtredelsens karakter.

Utvalget viser til beskrivelsen av gjeldende rett under 7.1.1. Verdipapirhandelloven § 15-7 sjette ledd fastslår 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. I tillegg gir verdipapirforskriften i §§ 13-8 flg. hjemler til å pålegge korrigerende regnskapsinformasjon. Dette innebærer at lovverket allerede inneholder bestemmelser som tilsvarer rapporteringsdirektivet på dette punktet. Lovendringer er dermed ikke nødvendig.

For så vidt gjelder adgangen til å rette offentlig kritikk, 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, påtale brudd på bestemmelsene i loven. Finanstilsynet retter denne typen kritikk i dag, for eksempel i forbindelse med utforming av tilsynsrapporter. Finanstilsynet har allerede etter dagens regler lang og systematisk praksis for å legge tilsynsrapporter og kritikkbrev ut på sin hjemmeside. Utvalget kan ikke se at det er behov for å utarbeide ytterligere lovhjemler for å ivareta direktivets bestemmelser på dette punktet.

### 7.3.3 Suspensjon av stemmeretter

Rapporteringsdirektivet artikkel 28b nr. 2 krever at medlemsstatene innfører regler om midlertidig suspensjon av stemmerettene til aksjer ved brudd på nasjonale bestemmelser som gjennomfører artikkel 9,10, 12,13 og 13a, det vil si reglene om flagging. Medlemsstatene kan fastsette at suspensjon av stemmerettene bare skal kunne besluttes ved de mest alvorlige overtredelser av regelverket. Det foreligger ikke tilsvarende bestemmelser i norsk rett. Det er dermed behov for å foreslå bestemmelser som gjennomfører direktivbestemmelsen.

Utvalget bemerker at artikkel 28b nr. 2 kun fastslår at det skal utformes regler. Vilkår og fremgangsmåte overlates til nasjonale myndigheter. Utvalget legger til grunn at formålet med en slik bestemmelse primært vil være å beskytte andre markedsaktører i en situasjon hvor regelverket er overtrådt, samt å bringe handlingen til opphør, og ikke å sanksjonere overtredelsen.

En grunnleggende forutsetning ved gjennomføring av sanksjonsreglene i rapporteringsdirektivet er at reaksjonene skal være effektive, proporsjonale og preventive. Et midlertidig forbud mot å utøve stemmeretter til aksjer er en meget inngripende reaksjon, idet aksjeeieren fratras en sentral side ved den eierposisjonen han har i

medhold av selskapsretten. Utvalget legger til grunn at suspensjon av stemmeretter kun bør tilates ved alvorlige overtredelser av regelverket. Utvalget legger videre til grunn at suspensjon kun skal omfatte stemmerettene til aksjer over terskelen den manglende eller mangelfulle flaggemeldingen gjelder. En suspensjon av stemmeretter knyttet til aksjeeiers samlede beholdning av aksjer vil etter utvalgets syn være unødig inngripende og gå ut over formålet bestemmelsen skal ivareta.

Utvalget legger videre til grunn at momenter i vurderingen av om suspensjon av rettene skal besluttes, er om tiltaket er nødvendig for å hindre at tredjepart lider tap eller skade eller at overtredelsen medfører fare for skade, eller forstyrrelser i markedet, og ikke om det er behov for å sanksjonere overtredelse av flaggeplikten.

I tilfeller der brudd på flaggereglene forekommer i tilknytning til viktige begivenheter i utstederforetaket, kan en regel om suspensjon frem til flagging faktisk er foretatt være utilstrekkelig ut fra formålet. Brudd på flaggeplikten nær opp til viktige selskapsbegivenheter vil kunne medføre at andre stemmeberettigete ikke får nødvendig tid til å områ seg på bakgrunn av en forsinket flaggemeldingen. Utvalget legger til grunn at det nettopp er i situasjoner der manglende flagging har karakter av overrumpling, at suspensjon kan ha en preventiv funksjon og beskytte øvrige markedsdeltakere. Utvalget foreslår derfor at Finanstilsynet skal kunne suspendere stemmeretten for en nærmere angitt periode og uavhengig av om forholdet rettes.

Utvalget legger til grunn at en bestemmelse om suspensjon av stemmeretter systematisk hører hjemme i lovens kapittel 15. Etter mønster fra vphl. § 15-7, fjerde ledd om suspensjon av stemmeretter til aksjer i verdipapirforetak ved brudd på eierbegrensningsreglene som gjelder for verdipapirforetak, foreslår utvalget at Finanstilsynet skal gis myndighet til å beslutte suspensjon. Vedtaket bør utformes som et pålegg til den flaggepliktige om at stemmerettene ikke kan utøves, men vil ikke ha direkte selskapsrettslig betydning. Et pålegg kan påklages etter alminnelige forvaltningsrettslige regler og gjøres til gjenstand for prøving for domstolene når klageadgangen er uttømt.

Utvalget foreslår at det tas inn en ny bestemmelse i paragraf § 15-7 siste ledd hvor regler om suspensjon av stemmeretter ved brudd på flaggereglene innarbeides.

### 7.3.4 Overtredelsesgebyr

#### 7.3.4.1 Utgangspunkter

Utvalget legger til grunn at dagens regler om overtredelsesgebyrer ikke er i samsvar med rapporteringsdirektivets nye bestemmelser. For det første krever rapporteringsdirektivet gebyr for noen flere overtredelser enn det norske regelverket. For det andre innføres høye maksimumsbeløp. For det tredje er kretsen av rettssubjekter som skal kunne ilegges gebyr videre enn etter de norske reglene, idet det settes krav om at overtredelsesgebyrer skal kunne ilegges foretaks ledelse og styre. Endelig gis det detaljerte regler om hvilke hensyn som skal vektlegges når overtredelsesgebyrer skal utmåles. Gjennomføring av direktivbestemmelsene krever omfattende endringer i verdipapirhandellovens regler om overtredelsesgebyrer. Utvalget legger til grunn at endringene bør innarbeides i vphl. § 17-4 som fra før har bestemmelser om overtredelsesgebyrer.

Innledningsvis gjøres det oppmerksom på at utvalget i denne utredningen foreslår bestemmelser som er nødvendige for å gjennomføre rapporteringsdirektivet i norsk rett. I delutredning nr. 2 vil utvalget i tråd med mandatet, foreta en enhetlig gjennomgang av børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser om straff og administrative sanksjoner. For å få en så bred gjennomgang som mulig tilstreber utvalget å la fellesspørsmål ligge til behandlingen i delutredning nr. 2. Dette gjelder for eksempel spørsmålet om aktsomhetsvurdering når overtredelsesgebyr ilegges foretak og drøftelser av hensiktsmessigheten av valg av reaksjonsform.

#### 7.3.4.2 Forholdet til Grunnloven

Utvalget har vurdert de nye sanksjonsbestemmelsene i rapporteringsdirektivet i lys av Grunnloven (heretter Grl.) § 96. Reaksjoner som utgjør straff i Grl. § 96 forstand kan bare ilegges ved dom. Er reaksjonen derimot ikke straff etter Grl. § 96 kan den ilegges administrativt med mulighet for den private part til å bringe saken inn for domstolene.

Vurderingen er først og fremst relevant for krav om overtredelsesgebyr. Utvalget viser i tillegg til korte bemerkninger under punkt 7.3.3 om suspensjon av stemmerettigheter ved brudd på flaggerregelverket.

Utvalget bemerker innledningsvis at det allerede i dag er adgang til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på de fleste av reglene i verdipapirhandelloven som gjennomfører rapporteringsdirektivet. De nye bestemmelsene skiller seg imidlertid fra de eksisterende ved at det er satt

høye maksimumsgebyrer, samt at personkretsen som kan ilegges gebyrer utvides.

I NOU 2003: 15 på s. 54 vurderer sanksjonslovutvalget hvilke skranker Grl. 96 setter for forvaltningsmessig ilagte sanksjoner. Her fremgår det at grensen for hva som er straff må vurderes konkret med utgangspunkt i reaksjonens art og omfang, samt hva slags overtredelse den er en reaksjon på. Uttalelser fra utredningen s. 57 er av særlig betydning for vurderingen:

«Utvalget mener etter denne gjennomgangen at det ikke er tilstrekkelige holdepunkter for å anta at det bare er bagatellmessige sanksjoner eller sanksjoner på helt spesielle områder som vil gå klar av skrankene i Grunnloven § 96 dersom de ikke formelt er rubrisert som straff etter straffeloven §§ 15 og 16. Det foreligger etter utvalgets syn ingen avgjørelser som endrer den tradisjonelle oppfatning om at lovgivers karakteristikk av en sanksjon normalt er avgjørende også i forhold til Grunnloven, selv om reaksjonen har et klart pønalt formål, så lenge det ikke er tale om frihetsberøvelse.

Til tross for dette kan det selvsagt ikke utelukkes at en administrativ sanksjon unntaksvis kan bli bedømt som straff i Grunnlovens forstand. Hensyn ved vurderingen vil være reaksjonens art og omfang, samt hva slags overtredelse den er en reaksjon på. Forholdet til Grunnloven må vurderes for den enkelte sanksjonshjemmel i lovverket og i prinsippet også i forhold til den konkrete sak der en sanksjonshjemmel benyttes.»

Videre uttaler sanksjonslovutvalget på side 58:

«Utvalget legger til grunn at også mer inngripende rettighetstap, større overtredelsesgebyrer og tap av offentlig ytelse for et større beløp eller et lengre tidsrom vil være forenlig med Grunnloven dersom ordningene er saklig begrunnet, bygget opp med gode rettssikkerhetsgarantier – herunder klageadgang og adgang til domstolsprøvelse – og lovgiver har gitt uttrykk for at sanksjonene ikke skal anses som straff i Grunnlovens forstand.»

I lys av dette legger utvalget til grunn at bestemmelsene om overtredelsesgebyr etter rapporteringsdirektivet ikke er å betrakte som straffebestemmelser som faller inn under Grl. § 96. Utvalget bemerker at det tydelig fremgår av direktivet at bestemmelsene ikke er ment som straff, idet det uttrykkelig uttales at reglene «ikke berører

medlemsstatenes rett til å fastsette og ilegge strafferettslige sanksjoner», se rapporteringsdirektivet artikkel 28 nr. 1. Utvalget legger således til grunn at dette ikke er straffebestemmelser.

Selv om en legger til grunn at overtredelsesgebyrene har et visst pønalt element, er det overordnede formålet å bidra til å 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 til dels krever høy grad av spesialkompetanse hos den som skal vurdere relevante sanksjoner. Slik kompetanse er i større grad bygget opp hos forvaltningen enn hos de enkelte politidistrikt. Kapasiteten hos ØKOKRIM til å følge opp slike saker er dessuten begrenset. Reglene om overtredelsesgebyr ivaretar på denne måten hensynet til markedsaktørene.

Utvalget viser videre til at bestemmelsene retter seg mot aktører som gjennomgående vil ha høy grad av profesjonalitet innenfor et gjennomregulert samfunnsområde. Vi befinner oss på et område med stor grad av internasjonal orientering. Overtredelsesgebyr vil være den vanlige reaksjonen ved brudd på regelverket i hele EØS, og dermed den reaksjon subjektene for et internasjonalt orientert regelverk vil ha forventning om å møte. Det vil neppe være noen fordel for det norske markedet og aktørene i dette, dersom det legges opp til at saker som i hovedsak løses med overtredelsesgebyr i andre markeder, primært sluses gjennom straffereittssporet i det norske markedet.

At det settes høye maksimumsgebyrer medfører i seg selv ikke at overtredelsesgebyrene får karakter av straff. Selv om et høyt overtredelsesgebyr kan være en inngripende reaksjon, må maksimumsgebyrene ses på bakgrunn av at en befinner seg på et område med potensielt store gevinster av å overtre regelverket, kombinert med at overtredere kan ha svært store finansielle evner. Utvalget bemerker videre at maksimumsgebyrets størrelse må ses på bakgrunn av at det innføres felles regler i hele Europa. Gebyrene skal således tilpasses overtredelser begått av både store internasjonale konserner og overtredelser begått av mindre foretak eller enkeltpersoner. Utvalget legger ikke til grunn at innføring av maksimumsgebyrer medfører noen vesentlig endring i praktiseringen av regelverket etter norsk

rett for så vidt gjelder størrelsen på de overtredelsesgebyrer som fastsettes.

Utvalget kan heller ikke se at Grl. § 96 er til hinder for at også mer alvorlige overtredelser avgjøres ved overtredelsesgebyr. For overtredere vil det kunne medføre en mindre belastning å få også de grovere overtredelsene avgjort ved overtredelsesgebyr, fordi en vil slippe belastningen med straffeforfølgning, samtidig som behovet for å velge straffesporet i mange saker vil være mindre fremtredende på et område som dette.

De nye reglene legger opp til at overtredelsesgebyr skal kunne rettes mot ansvarlig ledelse, når foretak kan ilegges overtredelsesgebyr for grove brudd på reglene som gjennomfører rapporteringsdirektivet, og de ansvarlige har opptrådt forsettlig eller grovt uaktsomt. Det vises til punkt 7.3.4.4. At overtredelsesgebyr kun skal ilegges ved grove brudd og ved utvist forsett eller uaktsomhet, medfører imidlertid i seg selv ikke at gebyret må anses som straff i Grl. § 96 forstand. Fortsatt vil en konkret helhetsvurdering med utgangspunkt i reaksjonens art og omfang, samt hva slags overtredelse det er tale om, danne utgangspunkt for vurderingen, selv om straffeformålet vil være mer fremtredende i slike tilfeller.

Utvalget legger til grunn at rettssikkerheten til overtrederen vil være ivaretatt ved at overtredelsesgebyr ilegges som enkeltvedtak etter forvaltningsloven slik at de alminnelige saksbehandlingsreglene for forvaltningen gjelder, herunder retten til å klage til overordnet myndighet. Kravet i Grl. § 95 om at enhver skal ha rett til å få sin sak avgjort av en uavhengig og upartisk domstol innen rimelig tid, vil være oppfylt ved bestemmelsen i vphl. § 17-4 syvende ledd annen setning. Bestemmelsen fastslår at søksmål kan reises før klageretten er uttømt dersom klagesaken ikke avgjøres innen seks måneder etter at erklæring om klage først ble fremsatt, og det ikke skyldes forsømmelser hos klager at saken ikke er avgjort.

Utvalget bemerker avslutningsvis at straffebestemmelsene i verdipapirhandelloven i denne omgang ikke skal vurderes. I delutredning nr. 2 er imidlertid utvalget bedt om å foreta en helhetlig gjennomgang av børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser om straff og administrative sanksjoner, og utrede behovet for eventuelle lovendringer.

#### 7.3.4.3 *Forholdet til den europeiske menneskerettskonvensjon (EMK)*

I tillegg til Grunnloven stiller den europeiske menneskerettskonvensjon (EMK) en rekke krav



til rettergangen (forvaltningsprosessen) dersom en administrativ sanksjon er å anse som straff i konvensjonens forstand. EMK gjelder som norsk lov – og skal ved motstrid med annen norsk lov gå foran, jf. menneskerettsloven § 2 nr. 1 bokstav b og § 3. EMK er av særlig betydning fordi en administrativ sanksjon som utgjør en straffesiktelse («criminal charge»), utløser krav om rettfærdig rettergang etter EMK artikkel 6 og fordi en administrativ sanksjon som er å anse som straffefølgning («criminal proceedings»), vil utløse et forbud mot gjentatt straffefølgning etter EMK protokoll 7 artikkel 4 nummer 1.<sup>3</sup>

En sanksjon som innebærer en straffesiktelse eller straffefølgning i konvensjonens forstand er ikke nødvendigvis straff i Grunnlovens forstand. Det innebærer at forslagene til administrative sanksjoner kan være omfattet av EMK, selv om sanksjonene faller utenfor Grunnloven. Selv om en sanksjon omfattes av straffebegrepet i EMK kan den ilegges av forvaltningen, forutsatt at avgjørelsen kan bringes inn for domstolene og domstolsprøvelsen tilfredsstiller kravene som utledes av EMK artikkel 6. EMK artikkel 6, krav til rettfærdig rettergang, omfatter flere saksbehandlingskrav som også må oppfylles av forvaltningen. Utvalget legger til grunn at forvaltningslovens alminnelige saksbehandlingsregler, herunder reglene om forhåndsvarsel, kontradiksjon, krav til begrunnelse for vedtak, rett til innsyn og klagebehandling og til å bringe saker inn for domstolene, dekker kravene til saksbehandling EMK setter. Om sanksjonen skal behandles som straff etter EMK har dermed først og fremst betydning for spørsmålet om forbudet mot gjentatt straffefølgning og forbudet mot selvinkriminering. Utvalget viser til NOU 2003: 15 pkt. 5.7.12 og 5.7.16.

#### 7.3.4.4 Aktsomhetsvurderingen

Direktivet gir ingen alminnelig anvisning på hvilke vilkår som kan fastsettes for at bestemmelsene om overtredelsesgebyr skal komme til anvendelse. Det forutsettes at nasjonale myndigheter setter vilkår for anvendelse av bestemmelsene. Utvalget legger dermed til grunn at de nye direktivbestemmelsene ikke innebærer noen innskrenkning i nasjonale myndigheters rett til å fastsette krav om en viss kvalifisering av skyldgrad ved innføring av nasjonale lovbestemmelser som gjennomfører direktivets sanksjonsbestemmelser.

Dagens regler om overtredelsesgebyr rammer *forsettlig og uaktsom overtredelse*, se vphl. § 17-4

første ledd som gjelder overtredelse av flaggebestemmelsene, og annet ledd om overtredelse av reglene om finansiell rapportering. Det skilles ikke på om overtredelsesgebyret ilegges et foretak eller en fysisk person. Det kan reises spørsmål om krav om forsett eller uaktsomhet er hensiktsmessig der overtredelsesgebyr ilegges et foretak. Overtredelse av aktsomhetsnormen må i slike tilfeller konstateres for noen som handler på foretakets vegne, men slik at også anonyme og kumulative feil vil omfattes. Spørsmålet ble vurdert i forbindelse med at det ble gitt hjemmel for å ilegge slike gebyrer i vphl. § 17-4. Utvalget viser til Ot.prp. nr. 34 punkt 12.6.

I NOU 2003: 15 under pkt. 12.3.2 er kravet til skyld ved ileggelse av overtredelsesgebyr drøftet. Her legges det til grunn at skyldkravet ved administrative sanksjoner i utgangspunktet bør være forsett eller uaktsomhet.

Utvalget legger til grunn at dagens regler bør videreføres inntil videre. Utvalget bemerker at det vil være naturlig å foreta en gjennomgående vurdering av spørsmålet om hvilken aktsomhetsnorm som bør legges til grunn i delutredning nr. 2 hvor en helhetlig vurdering av bestemmelsene om straff og administrative sanksjoner skal foretas. Slik utvalget ser det, er det naturlig at disse sidene ved foretaksstraff inngår i den helhetlige drøftelsen av sanksjonssystemet etter verdipapirhandelloven.

#### 7.3.4.5 Utvidelse av personkretsen som omfattes av reglene

Den nye bestemmelsen i artikkel 28 nr. 2 medfører at overtredelsesgebyr<sup>4</sup> skal kunne rettes mot ansvarlig ledelse, når foretak blir ilagt overtredelsesgebyr for brudd på rapporteringsdirektivets bestemmelser.

Tilsvarende regler finnes ikke i norsk rett. For så vidt gjelder overtredelse av reglene om finansiell rapportering, fremgår det uttrykkelig av loven at det er foretaket som kan ilegges overtredelsesgebyr. For flagging heter det at overtredelsesgebyr kan ilegges «Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse ...». Etter en rent språklig forståelse, vil bestemmelsen kunne omfatte de personer i foretak som bryter bestemmelsen, som er ansvarlig for handlingen. Bestemmelsen er imidlertid i praksis forstått slik at gebyret skal ilegges rettssubjektet som formelt sett er flaggepliktig. Det er

<sup>3</sup> Tilsvarende Prop. 103 L (2012–2013) pkt. 5.1.2.2.

<sup>4</sup> Artikkel 28 nr. 2 gjelder i utgangspunktet alle sanksjonene som omtales i artikkel 28 a nr. 1, men er i praksis kun relevant for overtredelsesgebyrer.

dermed behov for å foreslå regler som gjennomfører direktivbestemmelsene på en tydelig måte.

En forutsetning for å ilegge overtredelsesgebyr er at vedkommende kan holdes personlig ansvarlig for overtredelsen etter nasjonal rett. Dette medfører at personkretsen som kan ilegges overtredelsesgebyr i medhold av bestemmelsene, vil variere blant medlemslandene. I norsk rett vil det være styret og daglig leder som er ansvarlig for virksomheten. Det vil imidlertid bero på omstendighetene knyttet til den enkelte overtredelse om ansvar skal plasseres hos det ene eller det andre ledelsesorganet.

For utstedere fra andre land kan ansvarsforholdene etter deres nasjonale selskapsrett stille seg annerledes. Slik utvalget ser det, må ansvaret plasseres hos den personkretsen som sitter med det formelle ansvaret for virksomheten og ikke hos de som faktisk utfører oppgaven, for eksempel ledende ansatte. Ettersom foretak som ilegges overtredelsesgebyr, vil kunne være både norske og utenlandske (de som har Norge som hjemstat), er det ikke mulig konkret å angi den personkrets som skal omfattes. Utvalget foreslår en bestemmelse om at overtredelsesgebyr skal kunne ilegges de personer som tilhører ledelsesorganet som etter relevant lovgivning er ansvarlig for forholdet som medførte overtredelsesgebyret, men hvor det presiseres at for norske foretak er ansvarlige personer styret og daglig leder.

Det er overlatt til nasjonale myndigheter å fastsette vilkår for at overtredelsesgebyr skal kunne ilegges. Slik utvalget ser det, er personlig ansvar for brudd på foretakets plikter en inngripende reaksjon. I utgangspunktet er det i foretakenes interesse at bestemmelser som er satt til vern av markedet, overholdes. Selv om overtredelser faktisk foretas av enkeltpersoner er det normalt som ledd i virksomheten, slik at det gir en rimeligere ansvars plassering hvis foretaket bærer ansvaret. Å plassere ansvaret primært hos foretaket, vil fremme krav til internkontroll, rutiner og systemer slik at lovovertridelser kan forebygges. Slik utvalget ser det, er det kun naturlig å ilegge overtredelsesgebyr for ansvarlige personer, der det foreligger grove brudd på vedkommendes plikter etter loven, for eksempel ved å unnlate å utarbeide tilstrekkelig rutineverk, eller å gå ut over de fullmakter og instruksjoner som foreligger.

Utvalget foreslår på denne bakgrunn at overtredelsesgebyr kun skal kunne ilegges ansvarlige personer som har opptrådt forsettlig eller grovt uaktsomt.

Utvalget foreslår at nødvendige regler innarbeides i vphl. § 17-4.

#### 7.3.4.6 Hvilke overtredelser skal sanksjoneres med overtredelsesgebyr

Etter dagens regler er det hjemmel for å ilegge gebyr for overtredelse av noen av bestemmelsene som er omfattet av direktivet, men ikke alle. Utvalget bemerker at rapporteringsdirektivet gir minimumsregler for hvilke overtredelser som skal kunne medføre overtredelsesgebyr. Utvalget foreslår derfor nødvendige endringer i vphl. § 17-4.

Rapporteringsdirektivet artikkel 28a bokstav a fastslår at nasjonale myndigheter minst skal utarbeide bestemmelser om overtredelsesgebyrer for *utstedere* som ikke har offentliggjort opplysningene som kreves etter de bestemmelsene som innarbeider artikkel 4, 5, 6, 14 og 16. Det må vurderes om dagens regler om overtredelsesgebyrer omfatter alle reglene i verdipapirhandelloven som gjennomfører nevnte direktivbestemmelser.

Artikkel 4 og 5 er gjennomført i vphl. §§ 5-5 og 5-6. Etter vphl. § 15-7 annet ledd kan Finanstilsynet ilegge utstedere som ikke har offentliggjort opplysningene som kreves etter bestemmelsene overtredelsesgebyr, etter gjeldende regler.

Artikkel 6 er gjennomført i norsk rett i vphl. 5-5a om rapportering om betaling til myndigheter mv. Utvalget foreslår at det inntas en uttrykkelig henvisning til land-for-landrapportering i vphl. § 15-1 tredje ledd. Lovens § 17-4 annet ledd peker tilbake på denne bestemmelsen, hvilket medfører at det kan ilegges overtredelsesgebyr for brudd på bestemmelsen.

Artikkel 14 som omhandler utsteders flagging ved erverv og avhendelse av egne aksjer, er ikke eksplisitt gjennomført i norsk rett. I forarbeidene til verdipapirhandelloven ble det forutsatt at artikkelen dekkes av vphl. § 4-3 om flagging. Overtredelsesgebyr kan etter dagens regler ilegges i medhold av vphl. § 17-4 første ledd. Utvalgets forslag til nye bestemmelser om flagging er utformet på samme måte som gjeldende bestemmelser for så vidt gjelder hvem som er omfattet av regelverket. Dette innebærer at utsteders erverv og avhendelse av egne aksjer og andre finansielle instrumenter underlagt flaggeplikt er dekket av utkastet §§ 4-3 og 4-4. Utvalget anser det derfor ikke nødvendig å gjennomføre artikkel 14 i egen bestemmelse.

Gjenstående regler i artikkel 16 gjennomføres i § 5-8 om endringer i aksjekapital og lån. Det er i dag ikke adgang til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på bestemmelsen. Utvalget foreslår at det utarbeides hjemmel for ileggelse av gebyrer i vphl. § 17-4, første ledd sammen med bestemmelser om overtredelsesgebyrer for

brudd på reglene om utsteders plikt til å flagge ved erverv og avhendelse av egne aksjer.

Bestemmelsene nevnt under artikkel 28a bokstav b er innarbeidet i norsk rett i regelverket som omhandler flagging. Det foreslås overtredelsesgebyrer som dekker utvidelsen av flaggeplikten i utkastet § 4-4, i tråd med direktivets bestemmelser.

#### 7.3.4.7 Størrelsen på overtredelsesgebyr

Dagens regler inneholder ikke beløpsgrenser for overtredelsesgebyr. Ny artikkel 28b, bokstav c, underpunkt (i) 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. Det må dermed foretas regelendringer for å gjennomføre direktivbestemmelsene.

Maksimumsbeløp for en juridisk person skal kunne utgjøre opptil 10 000 000 euro *eller* opptil 5 % av den samlede årsomsetningen 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 årsomsetningen, eller tilvarende inntekt etter relevante regnskapsdirektiver, etter siste tilgjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsen i det overordnede morforetaket. Alternativt kan det ilegges et gebyr på opptil to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, når det er mulig å fastsette dette, der det høyeste beløpet anvendes.

For en fysisk person skal beløpet kunne settes til opptil 2 000 000 euro, eller opptil to ganger personlig oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, når det er mulig å fastsette dette, der det høyeste beløpet anvendes. For land utenfor eurosonen skal beløpet omregnes til nasjonal valuta på ikrafttredelsesdatoen til direktivet.

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. Til sammenligning ligger overtredelsesgebyrene for brudd på flaggeregelverket i dag i størrelsesorden 100.000 kroner. Det høyeste ilagte gebyret er på 200.000 kroner. Overtredelsesgebyr for forsinket regnskapsrapportering fastsettes i forhold til børsavgiften. Høyeste gebyr som er gitt er på seks millioner kroner, mens mange gebyrer ligger

på 100.000 kroner. At maksimumsbeløpet er høyt, er imidlertid av liten betydning så lenge fastsettelsen uansett skal skje etter en konkret vurdering. At de maksimale satsene på overtredelsesgebyrene samordnes, kan bidra til å hindre regelverksarbitrasje. Utvalget foreslår at bestemmelser om overtredelsesgebyrer som svarer til direktivet, innarbeides i § 17-4 som egne ledd.

#### 7.3.4.8 Momenter som skal tillegges vekt ved fastsettelsen

Ny artikkel 28c gir detaljerte regler om hva nasjonale tilsynsmyndigheter skal legge vekt på når sanksjonsmyndigheten utøves. Bestemmelsen gjelder i utgangspunktet for ileggelse av alle reaksjonene som omfattes av artikkel 28b, men har i praksis kun betydning ved ileggelse av overtredelsesgebyrer, slik norske regler er utformet. I vphl. § 17-4 femte ledd gis en tilsvarende bestemmelse, men med mindre detaljerte regler. Utvalget bemerker at de momenter som fremkommer i direktivbestemmelsen, allerede etter dagens praksis tas i betraktning ved utmåling av overtredelsesgebyrene. Utvalget ser ingen grunn til ikke å innarbeide momentene som fremkommer i ny artikkel 28c i bestemmelsen.

Vedtak om overtredelsesgebyr er enkeltvedtak som kan påklages etter reglene i vphl. § 17-4. Utvalget ser ingen behov for endringer i reglene om klageadgangen og bemerker at spørsmålet om adgang til klage ble behandlet i drøftelsen av innføring av overtredelsesgebyrer i Ot.prp. nr. 34 (2006–2007) i pkt. 22.2.5.

#### 7.3.5 Offentliggjøring av beslutninger om sanksjoner

Ny artikkel 29 krever at medlemsstatene skal fastsette at tilsynsmyndigheten uten unødig opphold *skal* offentliggjøre («publish») alle beslutninger om sanksjoner og tiltak som ilegges for overtredelse av direktivet, herunder minst opplysninger om overtredelsens art og karakter, samt identiteten til de ansvarlige fysiske personer eller rettssubjektene. Offentliggjøring kan utsettes eller anonymiseres dersom offentliggjøring av personopplysninger vurderes som urimelig, kan utgjøre en alvorlig trussel mot finanssystemets stabilitet eller en pågående offisiell etterforskning eller påfører dem som er berørt uforholdsmessig stor skade.

Finanstilsynet kan etter offl. § 10 siste ledd, publisere vedtak om sanksjoner slik artikkel 29 foreskriver. Utvalget bemerker imidlertid at

artikkel 29 går noe lenger, idet det heter at nasjonale myndigheter skal sørge for at tilsynsmyndigheten «are to publish» sine beslutninger om sanksjoner med mindre unntaksbestemmelsene kommer til anvendelse. Dette innebærer at det må foreligge en forpliktelse til å publisere sanksjonsvedtakene.

Så lenge det foreligger adgang til publisering, vil plikten til å publisere avgjørelser for eksempel kunne sikres ved instruks til Finanstilsynet. Det er ikke et krav etter direktivet at forpliktelsen skal fremgå av lovverket. Utvalget finner det ikke hensiktsmessig å foreslå regler som gjør lovverket mer omfattende enn nødvendig utelukkende ut fra behov for å kunne dokumentere at direktivforpliktelsen er oppfylt.

Finanstilsynet har allerede etter dagens regler lang praksis for å legge tilsynsrapporter og kri-

tikkbrev ut på sin hjemmeside. Dette er et viktig virkemiddel i Finanstilsynets arbeid, fordi det bidrar til opplysning om hvordan Finanstilsynet mener regelverket er å forstå og har en allmennpreventiv effekt. Opplysninger om tiltak og sanksjoner vil kunne unntas fra offentlighet blant annet etter vphl. § 15-6 tredje dersom opplysningene kan skape alvorlig uro på finansmarkedene eller påføre de berørte parter uforholdsmessig skade. Dagens unntaksbestemmelse favner dermed nettopp de situasjoner som unntakene ny artikkel 29 beskriver.

Utvalget legger til grunn at dagens regler sikrer adgang til å kunne pålegge Finanstilsynet å følge en publiseringspraksis i samsvar med direktivet. Utvalget kan følgelig ikke se at det er behov for ytterligere regler for å gjennomføre direktivet.

## Kapittel 8

# Administrative og økonomiske konsekvenser

Arbeidsgruppens mandat har i denne omgang vært å foreslå bestemmelser som gjennomfører endringene i rapporteringsdirektivet i norsk rett. I og med at det er tale om begrensede endringer er også konsekvensene av et begrenset omfang. På enkelte områder har imidlertid forslagene administrative og økonomiske konsekvenser. Disse beskrives nærmere i det følgende.

Endringene gjennomfører i stor grad fullharmoniserte direktivbestemmelser uten mulighet for nasjonale tilpasninger. Endringene skal dermed også gjennomføres i norsk rett. På enkelte punkter har det likevel vært noen valgmuligheter. I den grad dette er tilfelle, vil det fremgå nedenfor.

Utvalget bemerker at endringene i flaggereglene ikke antas å medføre vesentlige økonomiske eller administrative konsekvenser for tilsynsmyndigheten (Finanstilsynet), regulert marked (for tiden Oslo Børs) eller for utstederne. For investorer vil imidlertid det mer omfattende flaggeregelverket kunne ha enkelte økonomiske og administrative konsekvenser. Blant annet innføres det flaggeplikt for finansielle instrumenter knyttet til aksjer uansett om de gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør. I den sammenheng vil det måtte utføres mer krevende beregninger av flaggeposisjon med deltajustering for derivater med finansielt oppgjør, som vil kreve mer komplekse og kostbare teknologiske systemer. Etter endringsdirektivet kreves det i større grad en fullharmonisering av flaggereglene. Det medfører regler etter norsk rett som er mer knyttet opp mot direktivets tekst, som for visse forhold innebærer et mer omfattende og komplisert regelverk. Samtidig vil en større grad av fullharmonisering kunne medføre en forenklet etterlevelse for internasjonale og grensekryssende investorer, da disse vil ha et mer harmonisert flaggeregelverk å forholde seg til i EØS.

Endringene i reglene om periodisk rapportering vil også ha administrative og økonomiske konsekvenser av betydning. Utvalget legger til grunn at opphevelse av reglene om kvartalsrapportering innebærer en lettelse av de administra-

tive byrdene for utstedere som har sine omsettelige verdipapirer notert på regulert marked. Det bemerkes at utsteder etter forslaget vil kunne velge å rapportere to ganger i året istedenfor fem. Utvalget legger til grunn at lettelsen vil oppleves størst for små og mellomstore utstedere med begrensede administrative ressurser til rådighet. Utvalget legger til grunn at lettelsen i rapporteringsforpliktelsene vil kunne bidra til å lette kapitaltilgangen for denne delen av næringslivet, fordi kostnadene forbundet med notering senkes. For investorene vil imidlertid endringene kunne medføre at de må bruke økte ressurser på å følge med på den løpende informasjonen fra utstederne.

Endringene i rapporteringsdirektivet åpner for å utvide rapporteringsfristen for halvårsrapporter til tre måneder, men med mulighet for å opprettholde regler som gir kortere frist. Bakgrunnen for endringen er at en lengre frist vil gi økt fleksibilitet og på denne måten redusere byrdene særlig for små og mellomstore utstedere. Utvalget har likevel valgt å fremme forslag om å opprettholde dagens frist. Utvalget har vurdert de administrative og økonomiske konsekvensene av forslaget, herunder om forslaget vil kunne innebære en konkurranseulempe for det norske markedet. Utvalget bemerker at regelen om to måneders rapporteringsfrist er foreslått opprettholdt også i det svenske markedet, som er det mest relevante markedet å sammenligne med. Utvalget bemerker at det er av stor betydning for investorene at informasjonen i den periodiske rapporteringen er korrekt og aktuell. Utvalget er heller ikke kjent med at utsteder i det norske markedet har hatt vesentlige problemer med å overholde fristen for halvårsrapportering. Å opprettholde tomånedersfristen innebærer heller ikke noe behov for endringer i systemer og rutiner. Utvalget kan dermed ikke se at forslaget innebærer nevneverdige kostnader.

I tråd med endringene i rapporteringsdirektivet foreslår utvalget regler som utvider plikten til å holde årsrapport og halvårsrapport offentlig til ti år, mot fem etter dagens regler, samt at land-for-landrapporter skal holdes offentlig i 10 år. Utval-

get legger til grunn at utstederne vil måtte påregne noen kostnader til å gjennomgå rutiner og systemer for å foreta tilpasningen.

Utvalget foreslår i tillegg at land-for-landrapporter skal offentliggjøres på utsteders hjemmeside. Forslaget har ikke noe motstykke i direktivet. Utvalget kan vanskelig se at et slikt krav medfører annet enn minimale kostnader for utstederne, når rapportene likevel skal utarbeides. Samtidig vil offentliggjøring på foretakets nettside medføre at rapportene blir lettere tilgjengelig for interessentene i rapporten. Regelen vil dermed kunne bidra vesentlig til at formålet med regelverket blir oppfylt.

Det foreslås forskriftshjemler til å gjennomføre fremtidige regler om et felles tilknytningspunkt for OAMene i EØS hos ESMA og et felles rapporteringsformat. Løsningen vil antakelig medføre enklere informasjonstilgang for investorene som vil finne informasjonsspliktige opplysninger for alle utstedere som har noterte, omsettelige verdipapirer på regulerte markeder i EØS på ett sted, og på standardisert format.

Dette vil medføre behov for utvikling av felles tekniske løsninger innen EØS. Det vil dermed kunne påløpe betydelige utviklingskostnader for OAMene og nasjonale myndigheter. Idet de tekniske standardene som setter krav til utforming ennå ikke er klare, er det nå ikke mulig å anslå de utviklingskostnadene OAMene og nasjonale myndigheter må oppebære. Eventuelle utviklingskostnader for Oslo Børs, som er OAM i det norske markedet, forventes å bli dekket inn gjennom gebyrer fra lagringspliktige utstedere.

Endringene i reglene om hjem- og vertsstatsregulering er fullharmoniserte definisjonsbestem-

melser. Utvalget legger til grunn at endringene har beskjedne økonomiske og administrative konsekvenser. Endringene medfører imidlertid at reglene får en klarere og mer praktisk utforming. Avklaringene som er foretatt vil kunne bidra til at utstedere som har omsettelige verdipapirer tatt opp til notering i flere land, kan bruke mindre ressurser på tolkningsspørsmål knyttet til regelverket. For nasjonale tilsynsmyndigheter vil endringene medføre at den mest relevante tilsynsmyndigheten i større grad vil være den som har tilsynsansvaret. Dette legger grunnlag for et bedre tilsyn. På ett punkt vil imidlertid utstederne kunne oppleve noe økte administrative byrder, idet de nye reglene fastslår at utsteder i tillegg til å offentliggjøre valg av hjemstat skal varsle tilsynsmyndigheten i hjemstaten, vertsstatene og staten der utsteder har sitt forretningskontor i EØS. Det vil dermed kunne kreve noe arbeid å finne frem til og kontakte alle relevante myndigheter. Finanstilsynet må også utvikle rutiner og systemer for å motta slike meldinger.

Endringene av reglene om overtredelsesgebyr vil innebære at Finanstilsynet må gjennomgå sine rutiner og instruksjoner og oppdatere dem i henhold til nytt regelverk. Utvalget kan for øvrig ikke se at endringene vil ha vesentlige økonomiske og administrative konsekvenser for de berørte. I utredningens del II skal det foretas en samlet gjennomgang av administrative sanksjoner etter verdipapirhandelloven samt av aktuelle straffebestemmelser. Ved den helhetlige gjennomgangen er det naturlig å vurdere den samlede effekten av de endringer som foreslås i forholdet mellom administrative og strafferettslige reaksjoner.

## Kapittel 9

# Merknader til de enkelte bestemmelser

### 9.1 Merknader til lovbestemmelsene

#### Til § 4-3

Bestemmelsens *første ledd* fastsetter flaggeplikt for erverv og avhendelse av større andeler aksjer med tilknyttede stemmeretter, og gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 9 nr. 1, første ledd. Ordlyden er i det vesentlige en videreføring av gjeldende § 4-3 første ledd, men slik at flaggeplikt som følge av erverv av rettigheter til aksjer er flyttet til en egen bestemmelse i utkastet til lov § 4-4. Flaggeplikt som følge av «annen omstendighet» er tatt inn i utkastet § 4-5, se omtale i punkt 4.8.

*Annet ledd* fastsetter at det gjelder en tilsvarende plikt for flagging av andeler av aksjekapitalen som for aksjer med stemmeretter. Dette er en videreføring av det som følger av gjeldende rett i vphl. § 4-3 første ledd. Etter sin ordlyd omfatter direktivet artikkel 9 nr. 1 flaggeplikt kun for aksjer med stemmeretter, men artikkel 3 nr. 1a, fjerde ledd, punkt (i) hjemler at nasjonal rett kan ha tilsvarende flaggeterskler basert på innehav av utstederens aksjekapital, altså flaggeplikt også for stemmerettsløse aksjer. Forslaget er omtalt i punkt 4.3.

*Tredje ledd* er delvis ny i norsk rett og pålegger flaggeplikt for utlån og innlån av aksjer, samt tilbakelevering og mottak av utlånte aksjer. Dette innebærer flaggeplikt både for utlåner og innlåner av aksjene. Forslaget er omtalt i punkt 4.4.

Etter *fjerde ledd* gjelder bestemmelsene i kapitlet om flagging med tilhørende forskrifter tilsvarende for egenkapitalbevis.

Etter *femte ledd* kan departementet i forskrift fastsette nærmere regler om flagging etter denne bestemmelsen.

#### Til § 4-4

Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 13 om flaggeplikt for rettigheter til aksjer og finansielle instrumenter knyttet til aksjer med fysisk eller finansielt oppgjør.

Etter *første ledd bokstav a* er finansielle instrumenter som ved forfall gir innehaveren rett eller plikt til å erverve allerede utstedte aksjer som det er knyttet stemmerett til underlagt flaggeplikt. Instrumenter som gir innehaveren plikt til å erverve utstedte aksjer vil typisk være terminer. I slike tilfeller er det inngått bindende avtale om kjøp, men med utsatt oppgjør. Disse instrumentene er underlagt flaggeplikt i dag. Vilkåret om at rettighetene må være knyttet til allerede utstedte aksjer innebærer imidlertid en endring i gjeldende rett. Endringen medfører at færre typer finansielle instrumenter er underlagt flaggeplikt. For eksempel vil tegningsretter og konvertible obligasjoner som ikke er knyttet til allerede utstedte aksjer ikke lenger være flaggepliktige instrumenter. Flaggeplikten for rettigheter til aksjer etter denne bestemmelsen vil omfatte aksjer med stemmeretter og ikke stemmerettsløse aksjer.

*Første ledd bokstav b* er ny i norsk rett, og pålegger flaggeplikt for andre finansielle instrumenter enn aksjer som er knyttet til aksjer som nevnt i bokstav a og som har lignende økonomisk virkning som det å inneha aksjer og ha rett til å erverve aksjer, uavhengig av om instrumentet gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør. Forslagene er omtalt i punkt 4.3.

*Annet ledd* regulerer beregningen av antall stemmeretter der det finansielle instrumentet er knyttet til rettigheter til aksjer. Bestemmelsen gjelder beregningen av instrumenter både etter første ledd bokstav a og b. Utfyllende bestemmelser om beregningen følger av kommisjonsforordning 2015/761 artikkel 4 og 5. Forslaget er omtalt i punkt 4.5.1.

*Tredje ledd* gjennomfører nye artikkel 13a nr. 2 i direktivet om at det for stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter som allerede er flagget etter bestemmelsens første ledd skal flagges på nytt dersom den flaggepliktige har ervervet de underliggende aksjene og ervervet medfører at det samlede antall stemmeretter når eller overstiger tersklene for flagging. Forslaget er omtalt i punkt 4.3.

Etter *fjerde ledd* kan departementet i forskrift fastsette nærmere regler om flagging etter denne bestemmelsen, herunder beregningen etter annet ledd. Forslaget er omtalt i punkt 4.5.1 og 4.5.2.

#### Til § 4-5

Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 10 og artikkel 9 nr. 2.

*Første ledd bokstav a* gjennomfører direktivet artikkel 10, bokstav a om flaggeplikt for avtale om forpliktende langsiktig felles strategi ved samordnet bruk av stemmeretter. Tilsvarende bestemmelse har fulgt av gjeldende § 4-3 femte ledd, som viser til § 2-5, men ordlyden er endret noe i utkast til nytt regelverk. Bakgrunnen for dette er at det etter endringsdirektivet ikke lenger er adgang til å ha bestemmelser som er strengere eller lempeligere enn artikkel 10. Henvisningen til vphl. § 2-5 må derfor tas ut og erstattes med en egen bestemmelse som gjelder flaggetilfellene. Begge parter i avtalen skal flagge etter denne bestemmelsen.

*Første ledd bokstav b* gjennomfører direktivet artikkel 10, bokstav b om flaggeplikt for avtale om midlertidig overføring av stemmeretter mot vederlag. For å tilpasse dette til utenlandske utstedere er henvisningen til allmennaksjeloven, jf. gjeldende § 4-3 annet ledd nr. 3 og verdipapirforskriften § 4-3 bokstav c, ikke videreført. I stedet er det tatt utgangspunkt i direktivets ordlyd. Det er den som låner eller får overført stemmerettene som er flaggepliktig etter bestemmelsen.

*Første ledd bokstav c* gjennomfører direktivet artikkel 10, bokstav c om flaggeplikt for stemmeretter knyttet til aksjer som er mottatt som sikkerhet hvor vedkommende erklærer at han har til hensikt å stemme for aksjene. For å tilpasse dette også til utenlandske utstedere, er henvisningen til lov om finansiell sikkerhetsstillelse, jf. gjeldende § 4-3 annet ledd nr. 1, ikke videreført.

*Første ledd bokstav d* gjennomfører direktivet artikkel 10, bokstav d om flaggeplikt for stemmeretter knyttet til aksjer som vedkommende har evigvarende rettighet til. Denne bestemmelsen har ikke tidligere vært tatt inn i norsk rett.

*Første ledd bokstav e* gjennomfører direktivet artikkel 10, bokstav e om flaggeplikt for stemmeretter knyttet til aksjer deponert hos vedkommende forutsatt at vedkommende kan utøve stemmerett etter eget skjønn, i mangel av særlig instruks fra aksjeeierne. Denne bestemmelsen er ikke tidligere gjennomført særskilt i norsk rett.

*Første ledd bokstav f* gjennomfører direktivet artikkel 10, bokstav f om flaggeplikt for stemme-

retter som innehas av en tredjemann i eget navn, men på vegne av den flaggepliktige. Bestemmelsen fastsetter flaggeplikt for reell eier, selv om stemmerettene er overført til tredjemann, og må ses i sammenheng med fjerde ledd nedenfor. Denne er delvis gjennomført i gjeldende verdipapirforskrift § 4-6 (for utenlandske selskaper med Norge som hjemstat), men foreslås tatt inn i verdipapirhandelloven for å få en mest mulig samlet gjennomføring av direktivet artikkel 10. Bestemmelsen foreslås også formulert slik at den omfatter norske selskaper, for å sikre en riktig gjennomføring av direktivbestemmelsen.

*Første ledd bokstav g* gjennomfører direktivet artikkel 10, bokstav h om flaggeplikt for tildeling og tilbakekall av fullmakt forutsatt at stemmerett kan utøves etter eget skjønn, i mangel av særlig instruks fra aksjeeierne. Ordlyd er endret noe fra gjeldende § 4-3 annet ledd nr. 2 og verdipapirforskriften § 4-3 bokstav b.

*Annet ledd* gjennomfører direktivet artikkel 10, bokstav e om flaggeplikt for stemmeretter som innehas eller kan utøves som definert i første ledd bokstav a til d, av et foretak som kontrolleres av der nevnte person. Bestemmelsen erstatter den tidligere henvisningen til gjeldende verdipapirhandellov § 2-5, og medfører at plikten til å konsolidere blir innsnevret. Blant annet vil det ikke lenger være plikt til å konsolidere mellom personlig nærstående. Konsolideringsplikten gjelder også for flaggeplikten som nevnt i utkastet § 4-4 første ledd, det vil si for rettigheter til aksjer og for finansielle instrumenter knyttet til rettigheter til aksjer som har finansielt oppgjør. Konsolideringsplikten for kontrollerte foretak skal beregnes ut fra både stemmeretter og aksjekapital, jf. henvisning til § 4-3 første ledd og annet ledd.

*Tredje ledd* gjennomfører direktivet artikkel 2 nr. 1, bokstav f og nr. 2, som definerer hva som ligger i begrepet «kontrollert foretak» i annet ledd.

*Fjerde ledd* gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 2 nr. 1, bokstav e, punkt (ii) som definerer som aksjeeier enhver som innehar aksjer på vegne av en annen i eget navn. Denne bestemmelsen er ikke klart gjennomført i norsk rett tidligere. Bestemmelsen medfører blant annet at forvaltere som registrerer aksjer i eget navn som utgangspunkt må flagge på samme måte som reell eier, men det finnes unntak fra dette, se utkast til forskrift § 4-2 syvende ledd.

*Femte ledd* gjennomfører direktivet artikkel 9 nr. 2 om flaggeplikt der selskapsbegivenheter som aksjekapitalnedsettelse eller -forhøyelse medfører endringer i andelen av aksjekapitalen og stemmeretter som gjør at en flaggeterskel passe-



res. Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende verdipapirforskrift § 4-3 bokstav f.

Etter *sjette ledd* kan departementet i forskrift fastsette nærmere regler om flagging som følge av annen omstendighet, herunder konsolidering.

Forslagene er omtalt i punkt 4.8.

#### Til § 4-6

Bestemmelsen samler de mest praktiske unntaksbestemmelsene fra flaggeplikten. Unntakene er utvidet til å gjelde flaggeplikten for rettigheter til aksjer etter utkastet § 4-4 første ledd.

*Første ledd bokstav a og b* viderefører unntakene i gjeldende verdipapirforskrift § 4-4 første ledd a) og b) som gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 9 nr. 4, første alternativ, og nr. 5. Etter artikkel 13 nr. 4 skal unntakene også gjelde for flaggeplikt for rettigheter til aksjer etter utkastet § 4-4 første ledd. Ordlyden er noe endret for å dekke flaggeplikten etter både § 4-3 og etter § 4-4. «Tre handelsdager» er endret til «to handelsdager» som følge av endringer i oppgjørssyklusen fra T+3 til T+2 i markedet. Det er gitt utfyllende bestemmelser til beregningen av terskelen på 5 prosent i bokstav b i kommisjonsforordning 2015/761 artikkel 2 og 3.

*Første ledd bokstav c* viderefører gjeldende unntak i verdipapirforskriften § 4-4 annet ledd. Bestemmelsen gjennomfører direktivet artikkel 9 nr. 6, som også skal gjelde for flaggeplikt etter utkastet § 4-4 etter artikkel 13 nr. 4. Det er gitt utfyllende bestemmelser til beregningen av terskelverdien for unntaket i kommisjonsforordning 2015/761 artikkel 2 og 3, mens kommisjonsforordningen artikkel 6 fastsetter nærmere regler for hva som anses som handelsportefølje.

*Annet ledd* viderefører gjeldende bestemmelse i verdipapirforskriften § 4-4 tredje ledd som gjennomfører kommisjonsdirektiv 2007/14 artikkel 6. Bestemmelsen regulerer plikt for prisstiller til å gi melding til Finanstilsynet dersom vedkommende skal benytte unntaket i første ledd bokstav b.

Etter *tredje ledd* kan departementet i forskrift fastsette nærmere regler om unntak fra flaggeplikten i §§ 4-3 og 4-4, herunder om fastsettelsen av grensen i første ledd bokstav b og c og gjennomføring av kommisjonsforordning 2015/761/EU artikkel 6.

Forslagene er omtalt i punkt 4.6.

#### Til § 4-7

*Første ledd* gjennomfører ny artikkel 13a nr. 1, første ledd. Bestemmelsen fastslår at beholdninger

som innehas etter §§ 4-3 og 4-5 skal legges sammen med innehav etter utkastet § 4-4 ved beregninger av om terskelverdiene for flagging som nevnt i utkastet § 4-3 første ledd er passert.

Etter *annet ledd* kan departementet i forskrift fastsette nærmere regler om aggregering.

Forslagene er omtalt i punkt 4.5.3.

#### Til § 4-8

*Første ledd* regulerer fristen for å sende melding som fremkommer i gjeldende § 4-3 sjette ledd. Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 12 nr. 2, og innebærer at dagens frist om at flaggemelding skal gis «straks» i gjeldende vphl. § 4-3 sjette ledd opprettholdes.

Etter *annet ledd* kan departementet i forskrift fastsette nærmere regler om frist for melding.

Forslagene er omtalt i punkt 4.9.

#### Til § 4-9

Bestemmelsen viderefører gjeldende § 4-4. I *annet ledd* er henvisning endret til flaggebestemmelsene i utkastet §§ 4-3 til 4-8.

#### Til § 5-4:

I *første ledd* endres henvisningen til §§ 5-5 til 5-11 til §§ 5-5 til 5-10. § 5-11 ble opphevet ved lov 22. juni 2012 nr. 35 uten at henvisningen ble rettet.

Endringene i *tredje ledd* innebærer at utsteder ikke lenger kan velge hjemstat der utsteders verdipapirer tilbys offentligheten for første gang. Etter endringen kan utsteder bare velge hjemstat der verdipapirene søkes notert. Formålet med endringen er å legge bedre til rette for at hjemstaten skal være en stat hvor utsteder har et reelt tilknytningsforhold. I tillegg erstattes begrepet «instrumenter» med begrepet «omsettelige verdipapirer». Dette er en rent språklig endring.

I *fjerde ledd* presiseres det at valget av hjemstat gjelder med mindre de omsettelige verdipapirene ikke lenger er opptatt til handel på regulert marked i EØS. Presiseringen er rent språklig og medfører ikke materielle endringer.

*Femte ledd* gjennomfører rapporteringsdirektivets nye regler om utsteders adgang til å velge ny hjemstat innenfor EØS. Formålet med endringen er å legge til rette for at hjemstaten skal være en stat hvor utsteder har et reelt tilknytningsforhold.

*Sjette ledd* gir regler om offentliggjøring av hjemstat som før sto i verdipapirforskriften, samt om utsteders plikt til å opplyse tilsynsmyndig-

hetene om valget. Sistnevnte bestemmelse er ny og tar sikte på å lette tilsynsmyndighetenes arbeid.

*Syvende ledd* gjennomfører nye bestemmelser om at utsteder som ikke velger hjemstat, får tildelt hjemstat(er). Formålet er å sikre at alle utstedere av omsettelige verdipapirer i EØS er underlagt betryggende tilsyn.

*I niende ledd* legges Det europeiske finansielle stabiliseringsfond (EFSF) og tilsvarende ordninger opprettet for å tilby midlertidig finansiell bistand til stater som har euro som valuta, til de institusjonene som ikke omfattes av bestemmelsene som gjennomfører rapporteringsdirektivet. I første setning erstattes ordet «verdipapirfond» med ordet «verdipapirfondsandeler» for å rette opp en inkurie.

#### Til § 5-5

I *første ledd* endres perioden utsteder skal sørge for å holde årsrapporten offentlig fra fem til ti år. Dette er en fullharmonisert regel.

I *åttende ledd* utvides adgangen til å gi forskrifter til å omfatte rapporteringsformat for årsrapport. Det foreligger i dag ingen regler om rapporteringsformat. Bestemmelsen endres for å kunne gjennomføre varslede, fullharmoniserte regler om felles rapporteringsformat for årsrapporter i EØS innen 2020.

#### Til § 5-5a

I tråd med rapporteringsdirektivet artikkel 6, får bestemmelsen et nytt *femte ledd* som fastslår at utsteder skal sørge for at land-for-landrapporter holdes offentlig i ti år.

#### Til § 5-6

I *første ledd* endres perioden utsteder skal sørge for å holde årsrapporten offentlig fra fem til ti år. Dette er en fullharmonisert regel.

Forskriftshjemmelen i *sjette ledd* er omarbeidet. Hensikten er at det skal kunne utarbeides ytterligere regler om delårsregnskaper, herunder kvartalsrapporter, på de vilkår som er fastsatt i unntaksbestemmelsen i rapporteringsdirektivet artikkel 3.

#### Til § 5-12

Bestemmelsens *femte ledd* er endret slik at forskriftshjemmelen utvides til å omfatte regler om et felles europeisk tilknytningspunkt for de ulike

OAMene i EØS. Det er fastsatt at ESMA innen 2018 skal opprette et slikt tilknytningspunkt. Nærmere regler skal gis i tekniske reguleringsstandarder blant annet om felles tekniske løsninger, som best kan innarbeides i norsk rett i forskrifter.

#### Til § 7-7

Bestemmelsen har fått nytt *siste ledd* som gir de nye reglene i § 5-4 femte og sjette ledd tilsvarende anvendelse på prospektområdet. Endringen innebærer at bestemmelsene om rett til å bytte hjemstat harmoniseres for regler som springer ut av regelverket på prospektområdet, og regler som springer ut av rapporteringsdirektivet.

#### Til § 15-7

I bestemmelsens *tredje ledd* presiseres det at tilsyn med land-for-landrapporteringen faller inn under de tilsynsbestemmelsene som nå gjelder for finansiell rapportering. Ved å ta inn en uttrykkelig henvisning i bestemmelsen, fjernes eventuell uklarhet knyttet til om tilsyn med land-for-landrapportering faller inn under annet eller tredje ledd i § 15-7. Presiseringen medfører samtidig at det klargjøres at det er reglene om overtredelsesgebyrer i § 17-4 annet ledd som kommer til anvendelse.

Bestemmelsens *siste ledd* gjennomfører rapporteringsdirektivets nye regler om suspensjon av stemmeretter ved brudd på flaggeplikten. Bestemmelsen har ikke noe motstykke i tidligere lov. Bestemmelsen får anvendelse ved grove brudd på flaggeregelverket, hvor det er behov for å beskytte markedet og/eller andre markedsaktører.

#### Til § 17-4

Bestemmelsen endres for å gjennomføre rapporteringsdirektivets nye regler om overtredelsesgebyr.

I *første ledd* tilpasses henvisningene til flaggebestemmelsene til utkastets nye flaggereglene. I tillegg utvides adgangen til å ilegge overtredelsesgebyr til å omfatte brudd på reglene i vphl. § 5-8 første og tredje ledd i samsvar med de endrede direktivbestemmelsene. Henvisningen til straffeloven siste setning oppdateres til å gjelde relevant bestemmelse i ny straffelov.

I nytt *fjerde ledd* innføres det regler om at overtredelsesgebyr kan ilegges ansvarlige personer i ledelsesorganet til foretak som kan ilegges overtredelsesgebyr, dersom overtredelsen av regelverket er alvorlig og den ansvarlige har handlet forsettlig eller grovt uaktsomt. Hvem som er

ansvarlig i foretaket vil variere ut fra det enkelte lands nasjonale selskapsrett. For norske utstedere er ansvarlige personer styret og daglig leder.

I *femte til syvende ledd* gis det regler om maksimumsgebyr ved overtredelse av nærmere bestemte regler. Bestemmelsen er kun gjort gjeldende for overtredelse av bestemmelser som gjennomfører rapporteringsdirektivet. Innføring av maksimumsgebyrer trenger i seg selv ikke medfører noen omlegging av den praksis som allerede er fastlagt ved illeggelse av slike gebyrer. Ved standardisering av maksimumsgebyrene innen EØS, må gebyret som kan ilegges tilpasses både de største børsnoterte selskapene, små selskaper og enkeltpersoner.

*Tiende ledd* (tidligere femte ledd) bygges ut, slik at flere momenter som skal vektlegges i vurderingen ved fastsettelse av overtredelsesgebyrer fremkommer. Momentene svarer til de som rapporteringsdirektivet lister opp, men er også momenter som i henhold til praksis vektlegges ved fastsettelse av overtredelsesgebyr etter dagens regler. På denne bakgrunn gjøres bestemmelsen gjeldende i alle tilfelle der overtredelsesgebyr skal fastsettes etter verdipapirhandelloven, uavhengig av hvilke bestemmelser som er overtrådt. Oppramsingen er ikke uttømmende.

## 9.2 Merknader til forskriften

### Til § 4-1

*Første ledd* viderefører i det vesentlige kravene til innhold i meldingen som fremkommer av gjeldende forskrift § 4-1 første ledd. Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 12 nr. 1 og kommisjonsdirektiv 2007/14 artikkel 11 nr. 3. Bestemmelsen utvides til å gjelde flaggeplikt etter utkastet til verdipapirhandellov §§ 4-4 og 4-5, og ordlyden for øvrig er noe justert som følge av dette.

*Annet ledd* gjennomfører ny artikkel 13 nr. 1, annet ledd i direktivet. Bestemmelsen fastsetter at det i meldingen må fremkomme en oppdeling av de finansielle instrumentene som innehas etter utkastet til lov § 4-4 første ledd. Det skal skilles mellom de finansielle instrumentene som gir rett til fysisk og de om gir rett til finansielt oppgjør.

*Tredje ledd* gjennomfører ny artikkel 13a nr. 1, annet ledd i direktivet. Etter bestemmelsen skal meldingen inneholde en oppdeling av flaggeplikten som følger av utkastet til lov § 4-3 og § 4-5 og flaggeplikten etter § 4-4.

Gjeldende annet ledd blir nytt *fjerde ledd*. Bestemmelsen utvides til å gjelde flaggeplikt etter utkastet til verdipapirhandellov §§ 4-4 og 4-5.

Gjeldende tredje ledd blir nytt *femte ledd*. Forslagene er omtalt i punkt 4.7.

### Til § 4-2

Bestemmelsen regulerer de unntakene fra flaggeplikten som ikke er tatt inn i vphl. § 4-6. Øvrige unntak er samlet i denne bestemmelsen.

*Første ledd* fastsetter unntak fra plikten til konsolidering for konserner etter utkast til verdipapirhandellov § 4-5 annet ledd, jf. tredje ledd. Unntaket er en videreføring av deler av gjeldende forskrift § 4-5 første ledd, og gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 12 nr. 4 og artikkel 13 nr. 4, samt kommisjonsdirektivet 2007/14 artikkel 10 nr. 1. Artikkel 13 nr. 4 anses ivaretatt ved at utkast til verdipapirhandellov § 4-5 annet ledd gjelder flaggeplikt etter både § 4-3 og § 4-4. Gjeldende bestemmelse henviser til rapporteringsdirektivet artikkel 12 nr. 4 og 5. Ordlyden er endret for å unngå en slik henvisning. Gjennomføring av artikkel 12 nr. 4 og 5 foreslås splittet opp i to ledd for å gjøre bestemmelsen lettere tilgjengelig. For å ivareta investorer som ikke har tillatelse til å drive fondsforvaltning etter verdipapirfondloven, er det tatt inn en henvisning til annet regelverk som gjennomfører UCITS IV-direktivet (2009/65/EF). Endringen er ikke ment å gjøre noen realitetsendring i bestemmelsen.

*Annet ledd* gjennomfører artikkel 12 nr. 5 og artikkel 13 nr. 4, i tillegg til kommisjonsdirektivet 2007/14 artikkel 10 nr. 1. Verdipapirforetaket må ha tillatelse etter verdipapirhandelloven, eller, for utenlandske verdipapirforetak, annet regelverk som gjennomfører MiFID-direktivet (2004/39/EF). For så vidt gjelder henvisningen til vilkår som tilsvare vilkårene etter UCITS IV-direktivet (2009/65/EF), antar utvalget at dette ikke er aktuelt for norske verdipapirforetak, da disse ikke kan ha tillatelse til å drive fondsforvaltning i tillegg til investeringstjenester. Direktivets ordlyd er benyttet for å ivareta eventuelle utenlandske foretak som har tillatelse som gjør dette aktuelt.

*Tredje ledd* gjennomfører kommisjonsdirektivet 2007/14 artikkel 10 nr. 2 og 3 om at morforetak som vil benytte unntakene etter første og annet ledd må melde dette til Finanstilsynet.

*Fjerde ledd* viderefører unntaket i forskriften § 4-5 annet ledd. Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 23 nr. 6 og kommisjonsdirektiv 2007/14 artikkel 23.

*Femte ledd* gjennomfører ny artikkel 9 nr. 6a i direktivet om unntak for stemmeretter knyttet til aksjer ervervet for stabiliseringsformål. Unntaket gjelder for flaggeplikten etter utkastet til verdi-

papirhandellov § 4-3 første ledd, det vil si for aksjer med stemmeretter. Bestemmelsens ordlyd er endret for å gjøre den lettere tilgjengelig. Bestemmelsen viser til vphl. § 3-12, som gjennomfører direktiv 2003/6 (markedsmisbruksdirektivet) og kommisjonsforordning 2273/2003.

*Sjette ledd* gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 11, som fastsetter unntak fra artikkel 9 og artikkel 10, bokstav c. Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende verdipapirhandellov § 4-3 syvende ledd. Ordlyden er noe endret for bedre tilpasning til direktivets ordlyd.

*Syvende ledd* viderefører unntaket fra flaggeplikten i gjeldende forskrift § 4-6 annet ledd for aksjer som besittes som ledd i forvalterregistrering dersom forvaltere kun kan utøve eventuelle stemmeretter etter nærmere instruks fra aksjeeieren. Bestemmelsen gjennomfører rapporteringsdirektivet artikkel 9 nr. 4, annet alternativ. Bestemmelsen har sammenheng med utkastet til verdipapirhandellov § 4-5 fjerde ledd.

Forslagene er omtalt i punkt 4.6.

#### *Til § 4-3*

Bestemmelsen viderefører gjeldende forskrift § 4-7. Grunnfondsbevis er endret til egenkapitalbevis, mens ordlyden for øvrig er uendret.

#### *Til § 4-4*

Bestemmelsen viser hvilke artikler i kommisjonsforordning 2015/761 som er relevante ved beregningen av flaggepliktig beholdning etter vphl. § 4-4 og 4-6. Selve gjennomføringen av kommisjonsforordningen følger av § 4-5.

#### *Til § 4-5*

Bestemmelsen gjennomfører kommisjonsforordning 2015/761 om utfyllende regler om utregning av flaggepliktige beholdninger. Forordningen er på nåværende tidspunkt ikke tatt inn i EØS-avtalen, og av den grunn er foreløpig «[YY]» inntatt i bestemmelsen, men utvalget legger til grunn at den vil være det når forskriftsendringene trer i kraft.

#### *Til § 5-9*

Bestemmelsen får et nytt *syvende ledd* som fastsetter at utstedere skal offentliggjøre land-for-land-rapporter på sin internettside, i tillegg til de informasjonskanaler som bestemmelsen for øvrig anviser. Formålet er å bedre tilgjengeligheten av rapportene.

## Kapittel 10

### Forslag til lov- og forskriftsendringer

I lov 29. juni 2007 Nr. 75 om verdipapirhandel gjøres følgende endringer:

*I § 4-3 gjøres følgende endringer:*

*Overskriften skal lyde:*

*§ 4-3 Flagging av aksjer og stemmeretter*

*Første ledd skal lyde:*

*(1) Hvis en aksjeeiers andel av aksjer med tilknyttet stemmerett når, overstiger eller faller under 5 prosent, 10 prosent, 15 prosent, 20 prosent, 25 prosent, 1/3, 50 prosent, 2/3 og 90 prosent som følge av erverv eller avhendelse, skal aksjeeieren gi melding til utstederen og Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker.*

*Annet ledd oppheves.*

*Nytt annet ledd skal lyde:*

*(2) Bestemmelsen i første ledd får tilsvarende anvendelse for aksjeeiers andel av aksjekapitalen.*

*Tredje ledd skal lyde:*

*(3) Utlån og innlån av aksjer, tilbakelevering og mottak av utlånte aksjer, skal regnes som erverv og avhendelse etter denne bestemmelsen.*

*Fjerde ledd oppheves.*

*Nytt fjerde ledd skal lyde:*

*(4) Bestemmelsene i dette kapitlet, og forskrifter fastsatt i medhold av bestemmelser i dette kapitlet, gjelder tilsvarende for egenkapitalbevis.*

*Femte ledd oppheves.*

*Nytt femte ledd skal lyde:*

*(5) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om flagging etter denne bestemmelsen.*

*Sjette til niende ledd oppheves.*

*§ 4-4 blir ny § 4-9.*

*Ny § 4-4 skal lyde:*

*§ 4-4 Flagging av andre finansielle instrumenter*

*(1) Plikten til å sende melding etter § 4-3(1) får tilsvarende anvendelse på den som direkte eller indirekte innehar, erverver eller avhender*

*a) finansielle instrumenter som ved forfall gir innehaveren en ubetinget rett eller rett til etter eget skjønn å erverve allerede utstedte aksjer som det er knyttet stemmerett til,*

*b) finansielle instrumenter som ikke er omfattet av bokstav a), men som er knyttet til aksjer nevnt i bokstav a), og har lignende økonomisk virkning som finansielle instrumenter nevnt i bokstav a), uansett om de gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør.*

*(2) Antallet stemmeretter skal beregnes ut fra det totale nominelle antallet aksjer som er underliggende for det finansielle instrumentet. Dersom det finansielle instrumentet utelukkende gir mulighet for finansielt oppgjør, skal antallet stemmeretter beregnes på deltajustert grunnlag ved å multiplisere det nominelle antallet underliggende aksjer med instrumentets deltaverdi. Alle finansielle instrumenter som er knyttet til samme underliggende utsteder skal legges sammen og meldes. Bare lange posisjoner skal tas i betraktning ved beregning av stemmeretter. Lange posisjoner skal ikke avregnes mot korte posisjoner knyttet til samme underliggende utsteder.*

*(3) Dersom det er gitt flaggemelding i henhold til første ledd, skal det gis melding på nytt dersom vedkommende har ervervet de underliggende aksjene, og et slikt erverv fører til at det samlede antall stemmeretter når eller overstiger tersklene fastsatt i § 4-3(1).*

*(4) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om flagging etter denne bestemmelsen, herunder beregningen etter annet ledd.*

Ny § 4-5 skal lyde:

§ 4-5 *Flagging som følge av annen omstendighet*

(1) *Plikten til å sende melding etter § 4-3 (1) får tilsvarende anvendelse for stemmeretter som den flaggepliktige innehar i følgende situasjoner:*

- a) *stemmeretter som innehas av en tredjeperson og som den flaggepliktige i henhold til avtale har forpliktet seg til å føre en langsiktig, felles strategi med, ved samordnet utøvelse av stemmeretter,*
- b) *midlertidig overdragelse av stemmerett til den flaggepliktige mot vederlag,*
- c) *aksjer med stemmeretter som den flaggepliktige mottar som sikkerhet og hvor den flaggepliktige kan utøve stemmerett etter eget skjønn og erklærer at vedkommende har til hensikt å stemme for aksjene,*
- d) *aksjer med stemmerett som den flaggepliktige har fått evigvarende rettigheter til,*
- e) *aksjer med stemmerett som den flaggepliktige mottar for deponering og der den flaggepliktige i mangel av instruks kan stemme for aksjene etter eget skjønn,*
- f) *aksjer med stemmerett som en tredjeperson oppbevarer i eget navn på vegne av den flaggepliktige, og/eller*
- g) *tildeling eller tilbakekall av fullmakt uten instruks til den flaggepliktige.*

*Innehav av aksjer skal beregnes både ved inngåelse og opphør av slike avtaler, herunder ved tildeling og tilbakekall av fullmakt.*

(2) *Plikten til å sende melding etter § 4-3(1) og (2) samt § 4-4(1) får også anvendelse på en fysisk eller juridisk person når denne har rett til å erverve, avhende eller utøve stemmeretter som innehas eller kan utøves etter første ledd bokstav a) til d), av et foretak som nevnte person kontrollerer.*

(3) *Med kontrollert foretak menes foretak der en fysisk eller juridisk person*

- a) *sitter med flertallet av stemmerettene,*
- b) *har rett til å utnevne eller avsette flertallet av medlemmene i administrasjons-, ledelses- eller kontrollorganet og samtidig er aksjeeier eller deltaker i foretaket,*
- c) *er aksjeeier eller deltaker og alene kontrollerer flertallet av aksjeeiernes og deltakernes stemmeretter, i henhold til en avtale inngått med andre aksjeeiere eller deltakere i foretaket, eller*
- d) *har rett til å øve, eller faktisk øver, dominerende innflytelse eller kontroll.*

*Rett til å utnevne og avsette som nevnt i bokstav b) skal omfatte rettigheter som innehas av ethvert annet foretak som kontrolleres av aksjeeieren, og rettigheter som innehas av en fysisk eller juridisk*

*person som opptrer på vegne av aksjeeieren, eller på vegne av annet foretak som kontrolleres av aksjeeieren, selv om vedkommende opptrer i eget navn.*

(4) *Meldeplikten etter § 4-3(1) gjelder også for fysiske eller juridiske personer som direkte eller indirekte innehar aksjer på vegne av andre i eget navn.*

(5) *Bestemmelsen i § 4-3(1) og (2) gjelder tilsvarende ved endringer som følge av selskapsbevisgiverheter.*

(6) *Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om flagging som følge av annen omstendighet, herunder konsolidering.*

Ny § 4-6 skal lyde:

§ 4-6 *Unntak fra flaggeplikten*

(1) *Plikten til å sende melding etter §§ 4-3 og 4-4 gjelder ikke*

- a) *ervert utelukkende for å sikre avvikling av oppgjør innen en periode på to handelsdager etter at handelen er utført,*
- b) *prisstillers ervert eller avhending av en betydelig eierandel som når eller overstiger terskelverdien på 5 %, når denne opptrer som prisstiller, forutsatt at prisstilleren ikke påvirker forvaltningen av selskapet eller øver innflytelse på utstederen for at denne skal kjøpe slike aksjer eller rettigheter eller støtte aksjekursen,*
- c) *aksjer eller eksponeringer som nevnt i § 4-4(1) i handelsporteføljen til et verdipapirforetak eller kredittinstitusjon skal ikke medregnes i institusjonens beholdning dersom denne ikke utøver stemmerettene eller på annen måte benytter disse til å påvirke forvaltningen av selskapet, og aksjene eller eksponeringen i handelsporteføljen hver for seg ikke overstiger 5 prosent grensen.*

(2) *Prisstiller som handler aksjer eller rettigheter til aksjer i en utsteder med Norge som hjemstat, skal uten ugrunnet opphold gi melding til Finanstilsynet dersom vedkommende vil benytte unntaket i første ledd bokstav b). Prisstilleren skal opplyse om hvilke utstedere dette gjelder. Tilsvarende melding skal gis ved opphør av prisstillingsaktiviteten.*

(3) *Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om unntak fra flaggeplikten i §§ 4-3 og 4-4.*

Ny § 4-7 skal lyde:

§ 4-7 *Aggregering*

(1) *Plikten til å sende melding etter §§ 4-3 til 4-5 får tilsvarende anvendelse når antallet stemmeretter som direkte eller indirekte innehas av en fysisk eller juridisk person etter §§ 4-3 og 4-5, sammenlagt med antallet stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter som direkte eller indirekte*

*innehas etter § 4-4, når, overstiger eller faller under tersklene fastsatt i § 4-3 (1).*

*(2) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om aggregering.*

*Ny § 4-8 skal lyde:*

*§ 4-8 Frist for melding*

*(1) Meldingen skal gis straks etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått, eller vedkommende blir kjent med eller burde ha blitt kjent med erverv, avhendelse eller annen omstendighet som fører til at vedkommende når, passerer eller faller under en terskel som nevnt i § 4-3 (1).*

*(2) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om frist for melding.*

*§ 4-4 blir ny § 4-9 og skal lyde:*

*§ 4-9 Krav til melding*

*(1) Melding etter § 4-2 skal inneholde opplysninger om:*

- 1. navn på den meldepliktige,*
- 2. bakgrunn for meldingen,*
- 3. navn på utsteder,*
- 4. beskrivelse av det finansielle instrumentet,*
- 5. type transaksjon,*
- 6. tidspunkt og marked for transaksjonen,*
- 7. kurs og volum på transaksjonen og*
- 8. beholdning etter transaksjonen.*

*(2) Melding etter §§ 4-3 til 4-8 skal inneholde opplysninger som fastsatt av departementet i forskrift.*

*(3) Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker skal offentliggjøre meldinger som nevnt i denne bestemmelse på en måte som angitt i § 5-12.*

*(4) Melding etter dette kapittel kan gis på norsk eller engelsk.*

*I § 5-4 gjøres følgende endringer:*

*Første ledd skal lyde:*

*(1) §§ 5-5 til 5-10 gjelder for utstedere med Norge som hjemstat hvis omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på regulert marked.*

*Tredje ledd skal lyde:*

*(3) Norge er hjemstat for utsteder fra land utenfor EØS som har utstedt omsettelige verdipapirer som nevnt i annet ledd nr. 1 eller 2, dersom verdipapirene er opptatt til handel på norsk regulert marked og utsteder har valgt Norge som hjemstat.*

*Fjerde ledd skal lyde:*

*(4) Norge er hjemstat for utsteder som ikke er omfattet av annet og tredje ledd, dersom utsteder har valgt Norge som hjemstat. Slik utsteder må enten ha forretningskontor i Norge eller ha sine omsettelige verdipapirer opptatt til handel på norsk regulert marked. Valget av Norge som hjemstat etter denne bestemmelsen skal gjelde i minst tre år, med mindre de omsettelige verdipapirene ikke lenger er opptatt til handel på regulert marked i EØS.*

*Femte ledd skal lyde:*

*(5) Utsteder som nevnt i tredje og fjerde ledd som ikke lenger har verdipapirer tatt opp til notering på norsk regulert marked, men som har sine verdipapirer tatt opp til notering på regulert marked i en eller flere andre stater i EØS, kan velge ny hjemstat blant en av disse statene eller den staten der utsteder har sitt forretningskontor i EØS.*

*Sjette ledd skal lyde:*

*(6) Utsteder skal offentliggjøre sin hjemstat etter annet til femte ledd på samme måte som nevnt i § 5-12. I tillegg skal utsteder opplyse om sin hjemstat til tilsynsmyndighetene i hjemstaten, vertsstaten(e) og staten der utsteder har sitt forretningskontor i EØS.*

*Syvende ledd skal lyde:*

*(7) Dersom utsteder som nevnt i annet ledd nr. 1 og 2, ikke offentliggjør sin hjemstat innen en frist på tre måneder fra datoen da utsteders omsettelige verdipapirer første gang blir opptatt til notering på et regulert marked i EØS, skal utsteder ha Norge som hjemstat hvis verdipapirene er notert på norsk regulert marked.*

*Femte ledd blir nytt åttende ledd*

*Sjette ledd blir nytt niende ledd og skal lyde:*

*§§ 5-5 til 5-10 gjelder ikke for stat, regional eller lokal myndighet i stat, internasjonalt offentlig organ eller organisasjon som minst en EØS-stat er medlem i, EØS-sentralbank og Den europeiske sentralbank, samt Det europeiske finansielle stabiliseringsfond (EFSF) og tilsvarende ordninger opprettet for å tilby midlertidig finansiell bistand til stater som har euro som valuta. §§ 5-5 til 5-10 gjelder heller ikke for utsteder som bare utsteder gjeldsinstrumenter hvis pålydende er minst 100 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, eller for utstedere av verdipapirfondsandeler. Departementet kan i forskrift gjøre*

ytterligere unntak fra §§ 5-5 til 5-10, samt gi regler om lovens anvendelse for verdipapirfond.

*Syvende og åttende ledd blir nytt tiende og ellefte ledd.*

*I § 5-5 gjøres følgende endringer:*

*Første ledd skal lyde:*

(1) Utsteder skal utarbeide årsrapport i henhold til bestemmelser fastsatt i og i medhold av denne lov. Årsrapporten skal offentliggjøres senest fire måneder etter regnskapsårets utgang. Utstederen skal sørge for at årsrapporten forblir offentlig i minst *ti* år.

*Åttende ledd skal lyde:*

(8) Departementet kan i forskrift fastsette regler om innhold, utarbeidelse, *offentliggjøring og rapporteringsformat* for årsrapport og om ansvarlige personer som nevnt i annet ledd nr. 3.

*Nytt § 5-5a første ledd:*

Utstedere som driver virksomhet innen utvinningsindustrien, skal utarbeide og offentliggjøre en årlig rapport med opplysninger om sine betalinger til myndigheter på land- og prosjektnivå. Det samme gjelder utstedere som driver skogsdrift innen ikke-beplantet skog. Det skal i årsberetningen opplyses om hvor rapporten er offentliggjort. *Utsteder skal sørge for at rapporten forblir offentlig i minst ti år.*

*I § 5-6 gjøres følgende endringer:*

*Første ledd skal lyde:*

(1) Utsteder skal utarbeide halvårsrapport for regnskapsårets første seks måneder i henhold til bestemmelser fastsatt i og i medhold av denne lov. Halvårsrapporten skal offentliggjøres så raskt som mulig og senest to måneder etter regnskapsperiodens utgang. Utsteder skal sørge for at halvårsårsrapport forblir offentlig i minst *ti* år.

*Sjette ledd skal lyde:*

(6) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innhold, avleggelse og offentliggjøring av halvårsrapport og om ansvarlige personer som nevnt i annet ledd nr. 3. Departementet kan i forskrift fastsette krav om ytterligere delårsrapportering, inkludert delårs-

regnskaper, *samt om innhold, avleggelse og offentliggjøring av delårsregnskaper.*

*I § 5-8 gjøres følgende endringer:*

*Fjerde og sjette ledd oppheves.*

*Femte ledd blir nytt fjerde ledd.*

*§ 5-12 femte ledd skal lyde:*

(5) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om offentliggjøring og oppbevaring av opplysninger, herunder at offentliggjøring og oppbevaring skal skje på annen måte enn angitt i bestemmelsen her. *Departementet kan fastsette forskrifter om tilknytning til et felles europeisk tilknytningspunkt for offisielt utpekte lagringsmekanismer for lagringspliktig informasjon.*

*§ 7-7 sjette ledd skal lyde:*

(8) § 5-4 femte og sjette ledd gjelder tilsvarende så langt de passer.

*§ 15-1 tredje ledd skal lyde:*

(3) Finanstilsynet fører kontroll med at årsregnskap, årsberetning, halvårsregnskap og annen finansiell rapportering, *samt rapportering om betaling til myndigheter*, fra utstedere av omsettelige verdipapirer som er eller søkes notert på regulert marked i EØS, er i samsvar med lov eller forskrifter. Departementet kan fastsette forskrifter om slik kontroll og tiltak for å sikre at det blir gitt korrekt informasjon i tilfeller der den finansielle rapporteringen ikke er i samsvar med lov eller forskrifter. Departementet kan også delegere Finanstilsynets myndighet etter dette ledd eller bestemmelser fastsatt i medhold av dette ledd til regulert marked. Kontroll etter dette ledd føres med den finansielle rapporteringen til utstedere som har Norge som hjemstat.

*§ 15-7 niende ledd skal lyde:*

*Ved grove brudd på §§ 4-3 til 4-5, § 4-7 og § 4-9 kan Finanstilsynet gi pålegg om at stemmerettene til aksjene fra og med terskelen den manglende eller mangelfulle flaggemeldingen gjelder, ikke kan utøves før forholdet er brakt til opphør eller for en nærmere angitt periode. Det skal legges vekt på overtredelsens omfang og på om pålegget er nødvendig for å beskytte andre markedsdeltakeres interesser eller markedets integritet.*



*I § 17-4 gjøres følgende endringer:*

*Første ledd skal lyde:*

(1) Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av § 3-6 tredje, fjerde og sjette ledd, §§ 4-2 til 4-5, § 4-7, § 4-9 og § 5-8 første og tredje ledd, eller forskrift gitt i medhold av disse bestemmelsene, kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr. Medvirkning kan sanksjoneres på samme måte. Det samme gjelder forsøkshandlinger, *jf. straffeloven § 16.*

*Fjerde til syvende ledd skal lyde:*

(4) Når overtredelsesgebyr kan ilegges foretak for brudd på §§ 4-3 til 4-5, § 4-7, § 4-9 og § 5-8 første og tredje ledd, samt etter denne bestemmelsens annet ledd, som følge av alvorlige overtredelser av regelverket, kan overtredelsesgebyr i tillegg ilegges personer som tilhører ledelsesorganet som er ansvarlig for forholdet som medførte at overtredelsesgebyr ble ilagt, dersom vedkommende har utvist forsett eller grov uaktsomhet.

(5) For juridiske personer kan det fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 82 millioner kroner, eller opptil 5 % 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 tilvarende inntekt etter relevante regnskapsdirektiver, etter siste tilgjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsen i det overordnede morforetaket.

(6) Alternativt kan overtredelsesgebyret fastsettes til to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen, dersom dette gir høyere gebyr enn utmålingen etter foregående ledd.

(7) For fysiske personer kan det fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 16 millioner kroner, eller opptil to ganger oppnådd fortjeneste eller unngått tap som følge av overtredelsen dersom overtredelsesgebyret ved denne beregningen blir høyere.

*Tredje og fjerde ledd blir nye åttende og niende ledd.*

*Femte ledd blir nytt tiende ledd og skal lyde:*

(10) Ved utmåling av overtredelsesgebyr skal det særlig legges vekt på overtredelsens grovhet og varighet, graden av utvist skyld, overtrederens finansielle stilling, den fortjeneste som er oppnådd eller det tap som er unngått, tap påført tredjemann som følge av overtredelsen og overtrede-

*rens vilje til å samarbeide med myndighetene. Overtredelsesgebyr tilfaller statskassen.*

*Sjette til åttende ledd blir nye ellefte til trettende ledd.*

I forskrift til verdipapirhandelloven 29. juni 2007 nr. 876 gjøres følgende endringer:

*I § 4-1 gjøres følgende endringer*

*Første ledd skal lyde:*

(1) Melding som nevnt i verdipapirhandelloven §§ 4-3 til 4-5 skal inneholde opplysninger om:

- a) navn på utsteder av aksjene,
- b) dato da andelen nådde opp til, oversteg eller falt under grensene fastsatt i verdipapirhandelloven § 4-3 første ledd,
- c) navn på den flaggplichtige, herunder navn på aksjeeieren,
- d) antall aksjer meldingen omfatter,
- e) den etterfølgende situasjonen hva gjelder stemmeretter, herunder hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar,
- f) hvor stor prosentandel av aksjene og stemmene i selskapet vedkommende innehar i form av rettigheter til aksjer,
- g) omstendigheten som utløste flaggeplikten, og om denne gjaldt vedkommende selv eller annen som omfattes av flaggeplikt etter verdipapirhandelloven § 4-5,
- h) rekken av kontrollerte foretak aksjene eller rettighetene eies gjennom, og
- i) dersom meldingen gjelder rettigheter til aksjer som nevnt i verdipapirhandelloven § 4-4 første ledd, skal meldingen i tillegg inneholde en beskrivelse av rettighetene, herunder opplysninger om på hvilket tidspunkt rettighetene vil eller kan bli utøvet og tidspunktet de forfaller.

*Annet ledd blir nytt fjerde ledd.*

*Nytt annet ledd skal lyde:*

(2) Melding etter verdipapirhandelloven § 4-4 (1) skal omfatte en oppdeling etter type finansielle instrumenter som innehas etter bestemmelsens første ledd bokstav a) og b), og skille mellom finansielle instrumenter som gir rett til fysisk oppgjør og finansielle instrumenter som gir rett til finansielt oppgjør.

Tredje ledd blir nytt femte ledd.

Nytt tredje ledd skal lyde:

(3) Melding som kreves etter verdipapirhandelloven § 4-7 skal omfatte en oppdeling av antallet stemmeretter knyttet til aksjer som innehas i samsvar med §§ 4-3 og 4-5, og stemmeretter knyttet til finansielle instrumenter etter § 4-4.

Fjerde ledd skal lyde:

(4) Dersom plikten til å sende melding etter denne bestemmelsen påhviler flere personer, kan det sendes en felles melding. Bruk av felles melding fritar ikke den enkelte person fra ansvaret etter verdipapirhandelloven §§ 4-3 til 4-5, og denne bestemmelsen.

§ 4-2 oppheves.

Ny § 4-2 skal lyde:

§ 4-2 Unntak

(1) Et forvaltningsselskaps morforetak er ikke forpliktet til å legge sammen sine eierandeler etter verdipapirhandelloven § 4-5 annet ledd med eierandeler som forvaltningsselskapet forvalter etter verdipapirfondloven eller annet regelverk som gjennomfører direktiv 2009/65/EF, forutsatt at forvaltningsselskapet utøver sin stemmerett etter eget skjønn, uavhengig av morselskapet og annet kontrollert foretak under morforetaket.

(2) Morforetaket til verdipapirforetak er ikke forpliktet til å legge sammen sine eiendeler etter verdipapirhandelloven § 4-5 annet ledd med de eierandeler som verdipapirforetaket forvalter for den enkelte kunde som ledd i ytelse av aktiv forvaltning, forutsatt at verdipapirforetaket kun kan utøve stemmerett knyttet til slike aksjer etter skriftlig eller elektronisk instruks, eller det sørges for at den aktive forvaltningen utøves uavhengig av andre tjenester på vilkår som tilsvarer vilkårene i verdipapirfondloven eller annet regelverk som gjennomfører direktiv 2009/65/EF ved at det etableres hensiktsmessige ordninger, og verdipapirforetaket utøver sin stemmerett etter eget skjønn, uavhengig av morselskapet og annet kontrollert foretak under morforetaket.

(3) Morforetak som ønsker å benytte unntakene i første eller annet ledd skal uten ugrunnet opphold gi melding til Finanstilsynet dersom det vil benytte unntakene. Morforetaket skal opplyse om forvaltningsselskapenes og verdipapirforetakenes navn og hvilke tilsynsmyndighet som fører tilsyn med foretakene. Morforetaket skal avgi en erklæring om at vilkårene i første og annet ledd er oppfylt. Morfore-

taket skal opplyse Finanstilsynet ved endringer i meldingen.

(4) Foretak med forretningskontor i en tredjestat som ville ha krevd tillatelse etter regelverk som gjennomfører direktiv 2009/65/EF, eller, for aktiv forvaltning etter regelverk som gjennomfører 2004/39/EF, dersom det hadde hatt sitt forretningskontor eller, bare når det gjelder et verdipapirforetak, sitt hovedkontor i EØS, fritas også for forpliktelsen til å legge sammen sine eierandeler med morforetakets eierandeler etter første og annet ledd, forutsatt at de oppfyller tilsvarende vilkår for uavhengighet som forvaltningsselskaper eller verdipapirforetak.

(5) Plikten etter verdipapirhandelloven § 4-3 første ledd gjelder ikke stemmeretter knyttet til aksjer som er ervervet for stabiliseringsformål etter § 3-12 med hensyn til unntak for tilbakekjøpsprogrammer og stabilisering av finansielle instrumenter, forutsatt at stemmerettene som er knyttet til disse aksjene ikke utøves eller på annen måte anvendes til å gripe inn i utstederens ledelse.

(6) Bestemmelsene i verdipapirhandelloven § 4-3 første ledd og § 4-5 første ledd bokstav c) gjelder ikke for aksjer som stilles til rådighet for medlemmer av Det europeiske system av sentralbanker når de utfører sine oppgaver som monetære myndigheter, herunder aksjer som stilles til rådighet for eller av medlemmer av Det europeiske system av sentralbanker i henhold til en avtale om pant eller gjenkjøp, eller lignende likviditetsavtale for pengepolitiske formål eller innenfor et betalingssystem.

(7) Flaggeplikt etter verdipapirhandelloven § 4-3 første ledd gjelder ikke aksjer som besittes som ledd i forvalterregistrering, såfremt forvalteren kun kan utøve stemmerettene etter nærmere instruks fra aksjeeieren, og instruksene foreligger skriftlig eller elektronisk.

§§ 4-3, 4-4, 4-5 og 4-6 oppheves.

§ 4-7 blir ny § 4-3 og skal lyde:

§ 4-3 Egenkapitalbevis

Bestemmelsene i kapitlet her gjelder tilsvarende for egenkapitalbevis og rettigheter til egenkapitalbevis.

Ny § 4-4 skal lyde:

§ 4-4 Utfyllende bestemmelser

(1) Nærmere regler for beregning av flaggepliktig beholdning etter verdipapirhandelloven § 4-4 annet ledd følger av § 4-5, jf. kommisjonsforordning (EF) nr. 2015/761 artikkel 4 og 5.

(2) Nærmere regler for beregning av terskelverdien på 5 % i verdipapirhandelloven § 4-6 første

ledd bokstav b) og c) følger av § 4-5, jf. kommisjonsforordning (EF) nr. 2015/761 artikkel 2 og 3.

(3) Nærmere regler for hva som anses som et verdipapirforetaks handelsportefølje i § 4-6 første ledd bokstav c) følger av § 4-5, jf. kommisjonsforordning (EF) nr. 2015/761 artikkel 6.

Ny § 4-5 skal lyde:

§ 4-5 Utregning av flaggepliktige beholdninger – gjennomføring av kommisjonsforordning (EF) nr. 2015/761

EØS-avtalen vedlegg IX nr. [YY] (forordning (EF) nr. 2015/761 om utfyllende regler om utreg-

ning av flaggepliktige beholdninger gjelder som forskrift med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.

§ 5-5 Oppheves.

Ny § 5-9 syvende ledd skal lyde:

(7) Utsteder skal offentliggjøre rapport som nevnt i verdipapirhandelloven § 5-5a på sin nettside.

§ 5-10 oppheves.

---

---



# Norges offentlige utredninger 2016

Seriens redaksjon:  
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon  
Informasjonsforvaltning

---

1. Arbeidstidsutvalget  
*Arbeids- og sosialdepartementet*
2. Endringer i verdipapirhandelloven – flagging og  
periodisk rapportering  
*Finansdepartementet*

Bestilling av publikasjoner

Offentlige institusjoner:  
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon  
Internett: [www.publikasjoner.dep.no](http://www.publikasjoner.dep.no)  
E-post: [publikasjonsbestilling@dss.dep.no](mailto:publikasjonsbestilling@dss.dep.no)  
Telefon: 22 24 00 00

Privat sektor:  
Internett: [www.fagbokforlaget.no/offpub](http://www.fagbokforlaget.no/offpub)  
E-post: [offpub@fagbokforlaget.no](mailto:offpub@fagbokforlaget.no)  
Telefon: 55 38 66 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på  
[www.regjeringen.no](http://www.regjeringen.no)

Trykk: 07 Oslo AS – 2/2016